

Mårten Knuts

# KURSMANIPULATION PÅ VÄRDEPAPPERS- MARKNADEN

KURSMANIPULATION PÅ  
VÄRDEPAPPERSMARKNADEN



SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA  
A-sarja N:o 296  
PUBLIKATIONER AV SUOMALAINEN LAKIMIESYHDISTYS  
Serien A Nr 296

---

Mårten Knuts

# Kursmanipulation på värdepappersmarknaden

Akademisk doktorsavhandling som med tillstånd av juridiska fakulteten vid  
Helsingfors universitet framläggs till offentlig granskning  
i Porthania sal III lördagen den 27 mars 2010 kl 10.

TIIVISTELMÄ SUOMEKSI  
WITH AN ENGLISH ABSTRACT

*Tilausosoite*

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 6120 300

f. (09) 604 668

toimisto@lakimiesyhdistys.fi

www.lakimiesyhdistys.fi

Verkkokirjan ISBN 978-951-855-490-8

© 2009 Suomalainen Lakimiesyhdistys ja Mårten Knuts

ISSN-L 0356-7206

ISSN 0356-7206

ISBN 978-951-855-295-9

Vammalan Kirjapaino Oy, Sastamala 2010

---

## Förord

Det är något definitivt över att skriva förordet till en doktorsavhandling. Man gör det allra sist, det läses allra först och namnet till trots är förordet i praktiken snarast en berättelse över det som skett – en epilog. I detta fall är det dessutom en elegi över en oförglömlig tid som upphör, som inte hade varit lika värdefull som nu utan alla de personer som jag härmed vill tacka:

Jag har skrivit min avhandling för professor *Dan Frände*, vars uppmuntran, inställning och kompetens lämnat väldigt lite i övrigt att önska. Hans tillgänglighet och smittande framåtanda har skapt den dynamik som varit viktig för mitt projekt. Jag har från startskottet uppmanats utföra forskningen med full fart. Därefter har jag konsekvent blivit ombedd att accelerera hastigheten enligt den instruktion som följt i varje e-post som sällan låtit vänta på sig. Samarbetet har varit smärtfritt och präglats av en utmärkt dialog, som dessutom, då e-post inte räckt till, alltid kunnat avklaras under gastronomiskt välartade förhållanden. Professor *Jesper Lau Hansen* (Københavns universitet) och docent *Magnus Ulväng* (Uppsala universitet) har glädjande nog tagit sig an uppgiften att fungera som förhandsgranskare. Deras kommentarer har varit ovärderliga. Den första boken jag införskaffade för mitt forskningsprojekt var Jespers doktorsavhandling och kort därefter etablerades en kontakt som varat under hela avhandlingsskrivandet och som jag hoppas att kan fortsätta. Magnus har haft vänligheten att ställa upp som min opponent, och trots att framtiden i skrivande stund ännu ter sig ovisst, vågar jag fastslå att han tagit sig an uppgiften med en intellektuell spänst som är svårslagen. Docent *Timo Kaisanlahti* och juris doktor *Eva Storskrubb* har dessutom läst och insiktsfullt kommenterat valda delar av manuskriptet.

Författandet av denna avhandling har underlättats av min arbetsgivare advokatbyrån Waselius & Wists välvilliga inställning till det forskningsprojekt som inneburit perioder av längre frånvaro i form av ledighet från den praktiska juridiken. I tillägg till detta har jag dessutom fått njuta av förmåner som ett välartat bibliotek, en fungerande dator och exceptionellt hjälpsamma kolleger (av dem kan jag härmed endast nämna få). Viktigare än så är dock det grundläggande juridiska tänkesätt jag fostrats till (bland annat) på byrån. Advokaten *Jan Waselius* har mästerligt dirigerat denna lärdomsprocess under otaliga timmar av diskussioner om juridiken och dess väsen. Advokaten *Lauri Peltola* har alltid ställt upp när en åsikt behövts och även i övrigt stöttat projektet på ett föredömligt sätt. Advokaten *Sami Martola* har orkat med mina funderingar, och då de empiriska

och normativa perspektiven hotat konkurrera ut varandra, påmint mig om den praktiska dimensionen av verkligheten som samtidigt både finns och dessutom bör få finnas.

Jag har generöst blivit sporrad av flera fonder som önskat bidra med finansiering till mitt forskningsprojekt. Stiftelsen för främjandet av värdepappersmarknaden i Finland, Ella och Georg Ehrnrooths stiftelse, Finlands Advokatförbunds stiftelse, The Nasdaq OMX Nordic Foundation, Veikko Palotien rahasto och Finlands Juristförbund har samtliga vänligen understött mig.

Man är nog – mera än man ibland inbillar sig – en produkt av sin egen bakgrund. Familjen *Knuts* har i detta avseende utgjort en alldeles strålande forskarskola: Min mor har lärt mig skriva och tänka, min far har lärt mig räkna och resonera och min syster har lärt mig att stå på mig när jag vet att jag har rätt. *Mamma* har dessutom med fast hand slussat sin andra doktorand i juridik till målet med träffsäkra strukturella kommentarer, välvalda språkliga invändningar och förmodligen utan någon större aning om vare sig värdepapperskurser, manipulationer eller marknader. *Pappa* har ända sedan 1980-talet fått mig att intressera mig för börsen genom att ständigt uppmuntra de vetgiriga barnen att lära sig mera. *Gisela* har – trots en stundvis enorm arbetsbörda – läst hela manuskriptet och sannolikt levererat de mest träffsäkra kommentarerna, ibland till och med genom att ge mig beröm.

Så återstår endast det omöjliga: att artikulera det tack som inte kan uttryckas i ord. *Laura* har inte endast en aptitretande filosofisk boksamling, hon besitter även en exceptionell förmåga. Hon kan se det jag är, men ingen annan ser. Därför uppmuntrar hon mig när min förtröstan sviker, därför hejdar hon mig när den frändeska farten blivit för hög och när hon gör det förstår jag att inte ens slutförandet av förordet till en doktorsavhandling kan jämföras med känslan av att vara innerligt älskad.

Helsingfors, den 5 februari 2010

*Mårten Knuts*

# Innehåll

|                                                                                      |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| FÖRORD .....                                                                         | V         |
| INNEHÅLL .....                                                                       | VII       |
| KÄLLOR .....                                                                         | XIII      |
| FÖRKORTNINGAR .....                                                                  | XXXVII    |
| <b>I INLEDNING .....</b>                                                             | <b>1</b>  |
| 1 BAKGRUND .....                                                                     | 3         |
| 1.1 Min ideologi och denna avhandling .....                                          | 3         |
| 1.2 Förbudet mot kursmanipulation .....                                              | 6         |
| 1.3 Val av ämne .....                                                                | 7         |
| 2 PROBLEMSTÄLLNINGEN .....                                                           | 13        |
| 2.1 Avhandlingen i korthet .....                                                     | 13        |
| 2.2 Innehåll och avgränsningar .....                                                 | 13        |
| 2.3 Syfte .....                                                                      | 18        |
| 2.4 Tillvägagångssätt .....                                                          | 19        |
| 2.5 Resultat .....                                                                   | 21        |
| 3 KVALIFIKATIONER .....                                                              | 23        |
| 3.1 Anteckningar om metod .....                                                      | 23        |
| 3.2 Anteckningar om material .....                                                   | 23        |
| 3.3 Terminologi .....                                                                | 25        |
| <b>II KONTEXTUALISERING – TEORETISK DEL .....</b>                                    | <b>27</b> |
| 1 ALLMÄNT OM KONTEXTUALISERING .....                                                 | 29        |
| 2 MOTIV: BEIVRAN AV INFORMATIONASASYMMETRIER .....                                   | 31        |
| 2.1 Inledning .....                                                                  | 31        |
| 2.2 Informationsasymmetri – citroner och juveler som motiv för<br>intervention ..... | 31        |
| 2.3 Förbudet mot desinformation – oljan i urverket i The Great<br>Society .....      | 34        |
| 2.4 Syntes om motiv .....                                                            | 38        |
| 3 MILJÖ: EMPIRISK KUNSKAP OM VÄRDEPAPPERSKURSER ...                                  | 39        |
| 3.1 Inledning .....                                                                  | 39        |



|                                                                                 |     |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.2 Marknadsrationalismens frammarsch: Mot en effektiv kapitalmarknad .....     | 39  |
| 3.3 Marknadsrationalismens tillbakagång: Ett behavioralistiskt alternativ ..... | 43  |
| 3.4 Syntes om miljö .....                                                       | 46  |
| 4 OPERATIONALISERING: ASSIMILATION AV MOTIV OCH MILJÖ I RÄTTSDOGMATIKEN .....   | 49  |
| 4.1 Inledning .....                                                             | 49  |
| 4.2 Assimilation av marknadsliberalism som motiv i rättsdogmatiken .....        | 50  |
| 4.3 Assimilation av empirisk kunskap som miljö i rättsdogmatiken ..             | 53  |
| 5 SYNTES OM KONTEXT – PRELIMINÄR TILLÄMPNING .....                              | 59  |
| 5.1 Syntes .....                                                                | 59  |
| 5.2 Preliminär tillämpning – kalibrering (del III) .....                        | 59  |
| 5.3 Preliminär tillämpning – konkretisering (del IV) .....                      | 60  |
| <b>III KALIBRERING – LAGTOLKNINGSMETODOLOGISK DEL</b> .....                     | 63  |
| 1 ALLMÄNT OM KALIBRERING .....                                                  | 65  |
| 2 DEN STRAFFRÄTTSLIGA LEGALITETSPRINCIPEN .....                                 | 69  |
| 2.1 Inledning .....                                                             | 69  |
| 2.2 Utgångspunkt – Individens frihet .....                                      | 70  |
| 2.3 Obestämdhetsförbudet .....                                                  | 73  |
| 2.3.1 Obestämdhetsförbudets innehåll .....                                      | 73  |
| 2.3.2 Obestämdhetsförbudet och förbudet mot kursmanipulation .....              | 75  |
| 2.4 Teleologisk lagtolkningsmetod inom straffrätten .....                       | 77  |
| 2.4.1 Allmänt .....                                                             | 77  |
| 2.4.2 Typfallstänkandet som den teleologiska tolkningsmetodens hjälpmedel ..... | 79  |
| 2.4.3 Kritik av teleologisk metod i straffrätten .....                          | 81  |
| 2.4.4 Analys .....                                                              | 85  |
| 2.5 Analogiförbudets omfattning i HD:s rättspraxis .....                        | 87  |
| 2.5.1 Problemställningen .....                                                  | 87  |
| 2.5.2 Defensiv rättspraxis .....                                                | 89  |
| 2.5.3 Offensiv rättspraxis .....                                                | 94  |
| 2.5.4 Sammanfattande analys .....                                               | 103 |
| 3 DEN EUROPEISKA MÄNNISKORÄTTSKONVENTIONEN .....                                | 107 |
| 3.1 Inledning .....                                                             | 107 |
| 3.2 Utgångspunkt – Europastandardisering av individens frihet .....             | 108 |

|         |                                                                                                             |     |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.3     | Anklagelse för brott – de tre Engelkriterierna som rättslig ram ..                                          | 109 |
| 3.3.1   | Den nationella klassifikationen .....                                                                       | 111 |
| 3.3.1.1 | Normens karaktär .....                                                                                      | 112 |
| 3.3.1.2 | Sanktionens natur och magnitud .....                                                                        | 116 |
| 3.3.1.3 | Analytiska slutsatser om anklagelse för brott .....                                                         | 117 |
| 3.3.2   | Bör artikel 6 tillämpas på den administrativa<br>varianten av förbudet mot kursmanipulation? .....          | 119 |
| 3.3.2.1 | De administrativa sanktionerna .....                                                                        | 119 |
| 3.3.2.2 | En anklagelse för brott? .....                                                                              | 120 |
| 3.4     | Legalitetsprincipen enligt EMRK artikel 7 och dess tolknings-<br>kalibrerande effekt .....                  | 125 |
| 3.4.1   | Positionering av beståndsdelarna i EMRK-legalitet .....                                                     | 125 |
| 3.4.2   | Positionering av Europadomstolens rättspraxis .....                                                         | 126 |
| 3.5     | Analys av rättspraxis gällande EMRK-legalitet .....                                                         | 131 |
| 3.6     | Jämförelse av de två varianterna av legalitetsprincipen .....                                               | 139 |
| 4       | EG-RÄTTSKONFORM LAGTOLKNINGSMETOD .....                                                                     | 143 |
| 4.1     | Inledning .....                                                                                             | 143 |
| 4.2     | Utgångspunkt – Drömmen om ett förenat Europa .....                                                          | 144 |
| 4.3     | Problemställning – hur europeiseras straffrätten? .....                                                     | 147 |
| 4.3.1   | Teoretiskt problem .....                                                                                    | 147 |
| 4.3.2   | Konkretisering av problemet – positiv EG-rättskonform<br>metod som offensiv drivkraft i lagtolkningen ..... | 149 |
| 4.4     | EG och straffrätten – relationsinventeringar .....                                                          | 154 |
| 4.4.1   | Relation I: EG:s kompetens och straffrätten .....                                                           | 154 |
| 4.4.2   | Relation II: EG-rättens direkta effekt och straffrätten .....                                               | 156 |
| 4.5     | EG-domstolens rättspraxis .....                                                                             | 159 |
| 4.6     | EG-rättskonform lagtolkningsmetod i doktrinen .....                                                         | 168 |
| 4.6.1   | EG-rättskonform lagtolkning och straffrätten i den<br>nationella rättslitteraturen .....                    | 168 |
| 4.6.2   | EG-rättskonform lagtolkning och straffrätten i den<br>internationella rättslitteraturen .....               | 172 |
| 4.7     | Konfrontation .....                                                                                         | 175 |
| 5       | SYNTES OM KALIBRERING – PRELIMINÄR TILLÄMPNING ..                                                           | 179 |
| 5.1     | Syntes .....                                                                                                | 179 |
| 5.2     | Återkoppling till kontext .....                                                                             | 181 |
| 5.3     | Preliminär tillämpning .....                                                                                | 184 |

|                                                                                                      |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>IV KONKRETISERING – NORMATIV DEL .....</b>                                                        | <b>185</b> |
| 1 ALLMÄNT OM KONKRETISERING .....                                                                    | 187        |
| 2 FÖRBUDET MOT KURSMANIPULATION – KOMPARATION<br>OCH SYSTEMATIK .....                                | 191        |
| 2.1 Inledning .....                                                                                  | 191        |
| 2.2 Komparation .....                                                                                | 192        |
| 2.2.1 Marknadsmisbruksdirektivet .....                                                               | 192        |
| 2.2.2 Finland .....                                                                                  | 197        |
| 2.2.3 Sverige .....                                                                                  | 202        |
| 2.2.4 Danmark .....                                                                                  | 204        |
| 2.2.5 Tyskland .....                                                                                 | 207        |
| 2.2.6 England .....                                                                                  | 210        |
| 2.2.7 Mot en gemensam europeisk värdepappersmarknad? .....                                           | 216        |
| 2.3 Systematisering av förbudet mot kursmanipulation .....                                           | 217        |
| 2.3.1 Lagstiftningens systematiseringsalternativ .....                                               | 217        |
| 2.3.2 Rättsvetenskapens systematiseringsalternativ .....                                             | 219        |
| 2.3.3 I denna avhandling omfattad preliminär systematik .....                                        | 221        |
| 3 GESTALTNING AV DELIKTET VID INFORMATIONSBASERAD<br>MANIPULATION .....                              | 225        |
| 3.1 Inledning .....                                                                                  | 225        |
| 3.2 Problematisering av förhållandet mellan information och<br>kurspåverkan .....                    | 228        |
| 3.2.1 Tre tänkbara relationer mellan information och<br>kurspåverkan .....                           | 228        |
| 3.2.2 Empirisk kontextualitet som motpol vid relationsanalysen .....                                 | 230        |
| 3.3 Två tänkbara modeller för hanteringen av relationen .....                                        | 232        |
| 3.3.1 Modell 1: Fara och inskränkt kurspåverkan .....                                                | 232        |
| 3.3.1.1 Vad är fara för kurspåverkan? .....                                                          | 233        |
| 3.3.1.2 Kalibrering av faran – är faran abstrakt eller<br>konkret? .....                             | 234        |
| 3.3.1.3 Artskillnad mellan abstrakt och konkret –<br><i>Frände</i> och den avklädda handlingen ..... | 235        |
| 3.3.1.4 Gradskillnad mellan abstrakt och konkret –<br><i>Tolvanen, Nuutila och Nuotio</i> .....      | 239        |
| 3.3.1.5 Kritik av den rena och den orena<br>abstraktionsmodellen .....                               | 244        |
| 3.3.2 Modell 2: Gärningsculpan och omfattande kurspåverkan ...                                       | 245        |
| 3.3.2.1 Rättsfiguren gärningsculpa .....                                                             | 246        |
| 3.3.2.2 Variationer i utformningen av gärningsculpan ....                                            | 248        |

|           |                                                                                 |     |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.3.2.3   | Variationer i tillämpningen av gärningsculpa på olika delikt .....              | 249 |
| 3.3.2.4   | Gärningskontroll och följdkontroll .....                                        | 253 |
| 3.3.3     | Tillämpningen av gärningsculpan på värdepappersmarknadsbrott .....              | 254 |
| 3.3.3.1   | Det systematiska missförhållandet.....                                          | 256 |
| 3.3.3.2   | Det legalistiska missförhållandet .....                                         | 260 |
| 3.4       | Val av modell för informationens kurspåverkan .....                             | 261 |
| 3.4.1     | Informationens kurspåverkan i finansiell ekonomi .....                          | 262 |
| 3.4.2     | Jämförelse av modeller .....                                                    | 263 |
| 3.4.3     | Konkretisering av tillämpningen .....                                           | 265 |
| 4         | GÄRNINGSREKVISITET VID INFORMATIONSBASERAD KURSMANIPULATION .....               | 267 |
| 4.1       | Inledning .....                                                                 | 267 |
| 4.2       | Informationsbaserad kursmanipulation .....                                      | 267 |
| 4.2.1     | Kommunikationsbaserad kursmanipulation .....                                    | 267 |
| 4.2.1.1   | Om kommunikatören .....                                                         | 271 |
| 4.2.1.2   | Emittenter .....                                                                | 272 |
| 4.2.1.3   | Analytiker .....                                                                | 273 |
| 4.2.1.4   | Journalister .....                                                              | 276 |
| 4.2.1.5   | Anbudsgivare .....                                                              | 283 |
| 4.2.1.6   | Övriga personer exempelvis storaktionärer och börsorakel .....                  | 285 |
| 4.2.2     | Transaktionsbaserad kursmanipulation .....                                      | 288 |
| 4.2.2.1   | Pretransaktioner .....                                                          | 291 |
| 4.2.2.2   | Manipulationstekniker med s.k. fiktiva transaktioner .....                      | 296 |
| 4.2.2.2.1 | <i>Wash sales</i> .....                                                         | 296 |
| 4.2.2.2.2 | <i>Matched orders</i> .....                                                     | 303 |
| 4.2.2.2.3 | <i>Circular trading</i> .....                                                   | 308 |
| 4.2.2.2.4 | <i>Painting the tape</i> .....                                                  | 312 |
| 4.2.2.3   | Handelsmönster med s.k. fiktiva transaktioner i ett ekonomiskt perspektiv ..... | 313 |
| 4.2.2.4   | Manipulationstekniker med s.k. äkta transaktioner .....                         | 315 |
| 4.2.2.4.1 | <i>Parking</i> .....                                                            | 315 |
| 4.2.2.4.2 | <i>Warehousing</i> .....                                                        | 318 |
| 4.2.2.4.3 | <i>Marking the close</i> .....                                                  | 322 |
| 5         | GESTALTNING AV DELIKTET VID MARKNADSKRAFTSBASERAD MANIPULATION .....            | 325 |

|                                                                                   |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 5.1 Inledning .....                                                               | 325 |
| 5.2 Problematisering av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation ..... | 326 |
| 5.2.1 Omfattningen av förbudet .....                                              | 326 |
| 5.2.2 Värdepapperets kurs och marknadskraftsbaserad kursmanipulation .....        | 328 |
| 5.3 Gestaltungsmodell .....                                                       | 331 |
| 5.3.1 Relevant marknad – funktionalistisk definition .....                        | 332 |
| 5.3.1.1 Omfattande användningsfunktion som utgångspunkt .....                     | 332 |
| 5.3.1.2 Begränsningar av marknadsdefinitionen i objektled .....                   | 334 |
| 5.3.1.3 Begränsningar av marknadsdefinitionen i temporalled .....                 | 334 |
| 5.3.2 Kurskontroll .....                                                          | 337 |
| 5.3.3 Lagstiftarens myt om det onormala eller konstlade .....                     | 338 |
| 5.4 Konkretisering av tillämpningen .....                                         | 341 |
| 6 GÄRNINGSREKVISITET VID MARKNADSKRAFTSBASERAD KURSMANIPULATION .....             | 343 |
| 6.1 Inledning .....                                                               | 343 |
| 6.2 Marknadskraftsbaserad kursmanipulation .....                                  | 343 |
| 6.2.1 <i>Cornering</i> .....                                                      | 343 |
| 6.2.2 <i>Squeezing</i> .....                                                      | 345 |
| 6.2.3 <i>Pumping and dumping</i> .....                                            | 348 |
| 7 NEGATIVA REKVISIT .....                                                         | 353 |
| 7.1 Inledning .....                                                               | 353 |
| 7.1.1 Godtagbar grund .....                                                       | 353 |
| 7.1.2 Stabilisering .....                                                         | 357 |
| 8 SYNTES OM KONKRETISERING .....                                                  | 363 |
| 9 AVSLUTANDE DISKUSSION .....                                                     | 365 |
| TIIVISTELMÄ .....                                                                 | 367 |
| ABSTRACT .....                                                                    | 369 |
| RÄTTSFALL OCH AVGÖRANDEN .....                                                    | 371 |
| SAKORDSREGISTER .....                                                             | 377 |

---

# Källor

## LITTERATUR

- Aarnio, Aulis 1982  
*Oikeussäännösten tulkinnasta*. Helsingfors.
- Aarnio, Aulis 1989  
*Laintulkinnan teoria*. Helsingfors.
- Aggarwal, Reena 2000  
Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* 55 (2000) 1075–1103.
- Akerlof, Georg A. 1970  
The Market of Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (1970) 488–500.
- Allen, Franklin – Gale, Douglas 1992  
Stock-Price Manipulation. *Review of Financial Studies* 5 (1970) 503–529.
- Alvesalo, Anne 2006  
Käsitteellä on väliä – puheenvuoro talousrikoskontrollin kohdentamisesta. *Oikeussosiologiaa ja kriminologiaa*. Utg. av Timo Ahonen. Åbo.
- Amihud, Yakov – Mendelson, Haim 1986  
Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *The Journal of Financial Economics* 17 (1986) 223–249.
- Annola, Vesa 2001  
Sisäpiirin rajat – Sisäpiirin määrittelyn tarpeellisuuden arviointia. *Oikeustieteen rajoja etsimässä*. Utg. av Vesa Annola – Brita Herler. Helsingfors.
- Annola, Vesa 2005  
*Informaatio, sisäpiiri, markkinat*. Åbo.
- Annola, Vesa 2007  
Saatavuuskriteeri sisäpiirinsäätelyssä ja KKO 2006:110. *Defensor Legis* (2007) 720–732.
- Arlt, Michael 2004  
*Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation*. Frankfurt am Main.
- Arrow, Kenneth 1950  
A Difficulty in the Concept of Social Welfare. *The Journal of Political Economy* (1950) 328–346.
- Arrow, Kenneth 1951  
*Social Choice and Individual Values*. New York.
- Asp, Petter 1998  
*EG:s sanktionsrätt*. Uppsala.
- Asp, Petter 2002  
*EU & straffrätten*. Uppsala.

- Asquith, Paul – Mullins, David W. 1986  
Equity Issues and Offering Dilution. *The Journal of Financial Economics* 15 (1986) 61–89.
- Assmann, Heinz-Dieter – Schneider, Uwe 2003  
*Wertpapierhandelsgesetz*. Köln.
- Astola, Tiina 1990  
*Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt*. Helsingfors.
- Aurejärvi, Erkki 1980  
Valeoikeustoimen tunnusmerkistöstä. *Lakimies* (1980) 205–229.
- Avgouleas, Emiliós 2005  
*The Mechanics and Regulation of Market Abuse*. Oxford.
- Axelsen, Niels Kristian 2007  
*Mellommen og markedsmisbruk*. Oslo.
- Bar-Gill, Oren 2009  
The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts. *Cornell Law Review* 94 (2009) 1073–1154.
- Baum, Stefan 2003  
*Europäische Strafrechtlichkeit*. Frankfurt am Main.
- Bachelier, Louis 1900  
Théorie de la Spéculation. *Annales scientifiques de l'École Normale Supérieure*, 17 (1900) 21–86.
- Backman, Eero 2003  
Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate ja analogia. *Klami: oikeuden tavoitteet ja menettelyt, Muistokirja Hannu Tapani Klamille*. Utg. av Ari-Matti Nuutila. 23–30. Helsingfors.
- Barnes, Paul 2009  
*Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*. Farnham.
- Becker, Gary 1976  
*The Economic Approach to Human Behaviour*. Chicago.
- Bengoetxea, J. 1993  
*The Legal Reasoning of the European Court of Justice, Towards a European Jurisprudence*. Oxford.
- Bergström, Maria 2006  
Straffrättsliga påföljder för den första pelaren. *Europarättslig tidskrift* (2006) 135–144.
- Bergþórsson, Andri Fannar 2009  
*Markaðsmisnotkun í formi rangrar upplýsingagjafar*. Reykjavík.
- Black, Barbara 1984  
Fraud on the Market. *North Carolina Law Review* 62 (1984) 465–473.
- Black, Fischer 1986  
Noise. *The Journal of Finance* 41 (1986) 529–543.
- Black, Fischer – Scholes, Myron 1973  
The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *The Journal of Political Economy* 81 (1973) 637–654.
- Bloomenthal, Harold S. 1960  
The Case of the Subtle Motive and the Delicate Art – Control and Domination in the over-the-counter Securities Markets. *Duke Law Journal* (1960) 196–219.

- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. 2005  
*Investments*. New York.
- Branda, Christopher Jr. 1951  
Manipulation of the Stock Markets Under Securities Laws. *University of Pennsylvania Law Review* (1951) 651–691.
- Brandeis, Louis D. 1995  
*Other People's Money, and How the Bankers Use It*. Boston.
- Breuer, Marten 2005  
Offene Fragen im Verhältnis von EGMR und EuGH. *Europäische Grundrechte-Zeitschrift* (2005) 229–234.
- Calabresi, Guido 1961  
Some Thoughts On Risk Distribution and The Law Of Torts. *Yale Law Journal* (1961) 499–553.
- Cameron, Iain 2002  
*An Introduction to the European Convention on Human Rights*. Uppsala.
- Campbell, John Y. – Kyle, Albert S. 1993  
Smart Money, Noise Trading, and Stock Price Behaviour. *The Review of Economic Studies* (1993) 1–34.
- Cavallin, Samuel 2002  
Om kriminalisering med hjälp av vaga rekvisit. *Juridisk Tidskrift* (2002) 251–279.
- Choi, Stephen J. – Pritchard, Adam C. 2003  
Behavioral Economics and the SEC. *Stanford Law Review* (2003) 1–75.
- Chydenius, Anders 1880  
*Politiska skrifter*. Helsingfors.
- Chydenius, Anders 1929  
*Den Nationnale winsten*. Stockholm. (Nytryckning efter originalupplagan 1765.)
- Coase, Ronald H. 1960  
On the Problem of Social Cost. *The Journal of Law and Economics* (1960) 1–44.
- Coffee, J. C. Jr. 2005  
Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo. *The Business Lawyer* (2005) 533–548.
- Cooter, Robert – Ulen, Thomas 2007  
*Law and Economics*. Boston.
- Copeland, Thomas E. – Galai, Dan 1983  
Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance* (1983) 1457–1469.
- Cornell, Bradford – Morgan, Gregory R. 1990  
Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases. *UCLA Law Review* (1990) 883–924.
- Courtault, Jean-Michel – Kabanov, Yuri – Bru, Bernard – Crépel, Pierre – Lebon, Isabelle – Le Marchand, Arnaud 2000  
Louis Bachelier – on the Centenary of Théorie de la speculation. *Mathematical Finance* (2000) 341–353.
- Cox, James D. – Hillman, Robert W. – Langevoort, Donald C. 2008  
*Securities Regulation*. New York.



- Craig, Paul – de Búrca, Grainne 2003  
*EU Law: Text, Cases and Materials*. Oxford.
- Cunningham, Lawrence A. 2001  
 Behavioral Finance and Investor Governance. *Washington & Lee Law Review* (2002) 767–837.
- Danelius, Hans 2007  
*Mänskliga rättigheter i europeisk praxis*. Stockholm.
- De Long, J. Bradford – Shleifer, Andrei – Summers, Lawrence H. – Waldmann, Robert J. 1990  
 Noise Trader Risk in Financial Markets. *The Journal of Political Economy* (1990) 703–738.
- Delmas-Marty, Mireille 1998  
 The European Union and Penal Law. *European Law Journal* (1998) 87–115.
- Demsetz, Harold 1968  
 The Cost of Transacting. *The Quarterly Journal of Economics* (1968) 33–53.
- Diehm, Dirk 2006  
*Strafrechtsrelevant Maßnahmen der Europäischen Union gegen Insidergeschäfte und Kursmanipulationen*. München.
- van Dijk, Pieter – van Hoof, F. 1998  
*Theory and Practice of the European Convention on Human Rights*. Haag.
- van Dijk, Pieter – van Hoof, F. – van Rijn, A. – Zwaak, L. 2006  
*Theory and Practice of the European Convention on Human Rights*. Antwerpen.
- Donald, David C. 2005  
 Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex and MTS Platforms. *German Law Journal* (2005) 650–666.
- Dworkin, Ronald 1977  
*Taking Rights Seriously*. London.
- Eadie, James 2001  
 Market Abuse and the European Convention on Human Rights. *Journal of International Financial Markets* (2001) 74–78.
- Eckhoff, Torstein 1993  
*Rettskildelære*. Oslo.
- Edgeworth, Francis 1881  
*Mathematical Physics: An Essay on the Application of Mathematics to the Moral Sciences*. London. (Tillgänglig på [www.googlebooks.com](http://www.googlebooks.com).)
- Ekelöf, Per Olof 1991  
 Är den juridiska doktrinen en teknik eller en vetenskap? *De Lege*. Utg. av Per Henrik Lindblom. Uppsala. (Ursprungligen utgiven 1951 i *Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten i Lund*.)
- Ervo, Laura 2005  
 Suomalaisen prosessin kompastuskivet Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen oikeuskäytännössä. *Prosessioikeudellisia erityiskysymyksiä*. Utg. av Jarkko Männistö. Åbo.
- Ervo, Laura 2006  
 Förhållandet mellan Europadomstolen och nationella domstolar – finländska perspektiv. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (2006) 411–422.
- Eriksson, Lars D. 1979  
 Om olika argumentationsmodeller. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (1979) 25–51.

- Eser, Albin 1961  
*Die Abgrenzung von Straftaten und Ordnungswidrigkeiten.* Würzburg.
- Fama, Eugene 1970  
 Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* (1970) 383–417.
- Fama, Eugene – Fisher, Lawrence – Jensen, Michael C. – Roll, Richard 1969  
 The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review* (1969) 1–21.
- Ferran, Eilis 2004  
*Building an EU Securities Market.* Cambridge.
- Ferrarini, Guido – Hopt, K. J. – Wymeersch, E. 2002  
*Capital Markets in the Age of Euro – Cross-border Transactions, Listed Companies and Regulation.* Haag.
- Fleischer, Holger 2008  
 Stock-Spams – Anlegerschutz und Marktmanipulation. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* (2008) 137–147.
- Fischel, Daniel 1982  
 Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities. *The Business Lawyer* (1982) 1–20.
- Fischel, Daniel R. – Ross, David J. 1991  
 Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets? *Harvard Law Review* (1991) 503–553.
- Forsman, Jaakko 1893  
 Anteckningar enligt professor Jaakko Forsmans föreläsningar öfver straffrättens allmänna läror med särskild hänsyn till strafflagen af den 19 december 1889. Utg. av Lars Wasastjerna (med tillstånd av föreläsaren). Helsingfors.
- Fox, Merritt B. 2005  
 Demystifying Causation in Fraud-On-The-Market Actions. *The Business Lawyer* (2005) 507–532.
- Fox, Merritt B. 2005 a  
 Understanding Dura. *The Business Lawyer* (2005) 1565–1607.
- Fredriksen, Halvar Haukeland – Skodvin, Knut Einar 2006  
 Den europeiske menneskerettighetsdomstolens kontroll med vern av grunnleggende rettigheter i EF, EU og EØS. *Tidsskrift for Rettsvitenskap* (2006) 527–580.
- Friedman, Milton 1953  
*Essays in positive economics.* Chicago.
- Friedman, Milton 1962  
*Capitalism and Freedom.* Chicago.
- Friedman, Richard D. 1990  
 Stalking the Squeeze: Understanding Commodities Market Manipulation. *Michigan Law Review* (1990) 30–68.
- Frisch, Wolfgang 1983  
*Vorsatz und Risiko.* Köln.

- Froot, Kenneth A. – Dabora, Emil M. 1998  
How are Stock Prices Affected by the Location of Trade? *Journal of Financial Economics* (1999) 189–216.
- Frände, Dan 1989  
*Den straffrättsliga legalitetsprincipen*. Helsingfors.
- Frände, Dan 1994  
Faredeliktens allmänna läror. *Oikeustiede – Jurisprudentia*.
- Frände, Dan 2002  
Gärningsculpa och ”objektive Zurechnung” – några jämförelser. *Flores juris et legum, festskrift till Nils Jareborg*. Stockholm.
- Frände, Dan 2004  
*Allmän straffrätt*. Helsingfors.
- Frände, Dan 2008  
Teleologisk tolkning och HD:s rättspraxis. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (2008) 544–552.
- Ferrarini, Guido A. 2004  
The European Market Abuse Directive. *Common Market Law Review* (2004) 711–741.
- Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier 1984  
The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review* (1984) 549–644.
- Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier 2003  
The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias. *The Journal of Corporate Law* (2003) 715–742.
- Goshen, Zohar – Parchomovsky, Gideon 2006  
The Essential Role of Securities Regulation. *Duke Law Journal* (2006) 711–782.
- Grabenwarter, C. 1997  
*Verfahrensgarantien in der Verwaltungsgerichtsbarkeit*. Wien
- Green, Donald – Shapiro, Ian 1994  
*Pathologies of Rational Choice Theory*. New Haven.
- Greer, Steven 2006  
*The European Convention on Human Rights*. Cambridge.
- Greve, Vagn 2004  
*Det strafferetlige ansvar*. Köpenhamn.
- Grinblatt, Mark – Keloharju, Matti 2000  
The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland’s Unique Data Set. *The Journal of Financial Economics* (2000) 43–67.
- Grossman, Stanford J. – Stiglitz, Joseph E. 1980  
On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review* 70 (1980) 393–408.
- Hakamies, Kaarlo 2005  
Maksukyvytön vai ei? Legaliteettiperiaate ja KKO 2004:46. *Oikeustiede – Jurisprudentia*.
- Hakamies, Kaarlo 2008  
Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa. *Oikeustiede – Jurisprudentia*.

- Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko 2001  
*Sijoitusrahastolainsäädäntö*. Helsingfors.
- Harju, Ilkka 2006  
 Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Yritysoikeus. Utg. av Kirsti Rissanen m.fl. Helsingfors.
- Rautio, Ilkka – Majanen, Martti 2008  
 Arvopaperimarkkinarikokset. *Rikosoikeus*. Utg. av Tapio Lappi-Seppälä m.fl. Helsingfors.
- Harris, D. J. – O’Boyle, M. – Warbrick, C. 1995  
*Law of the European Convention on Human Rights*. Oxford.
- Hart, Herbert Lionel Adolphus 1997  
*The Concept of Law*. Oxford.
- Hart, Herbert Lionel Adolphus – Honoré, Tony 1985  
*Causation in the law*. Oxford.
- Hayek, Friedrich 1982  
*Law, Legislation and Liberty*. Chicago.
- Hellman, Uwe – Beckemper, Katharina 2004  
*Wirtschaftsstrafrecht*. Stuttgart.
- Hemmo, Mika 2003  
*Sopimusoikeus I*. Helsingfors.
- Hemmo, Mika 2006  
*Sopimusoikeuden oppikirja*. Helsingfors.
- Hess, Alan C. – Frost, Peter A. 1982  
 Test for Price Effects of New Issues of Seasoned Securities. *The Journal of Finance* (1982) 11–25.
- Hidén, Paulus 2002  
*Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu*. Helsingfors.
- Hieronimus, Thomas A. 1971  
*Economics of Futures Trading*. New York.
- Hieronimus, Thomas A. 1977  
 Manipulation in Commodity Futures Trading: Toward a Definition. *Hofstra Law Review* (1977–1978) 1–25.
- Hild, Thilo Lars 2004  
*Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung des Kapitalmarktes*. Frankfurt am Main.
- Hirschleifer, David 2001  
 Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance* (2001) 1533–1597.
- Hogarth, Robert M. – Reder, Melvin W. 1986  
 Perspectives from Economics and Psychology. *The Journal of Business* (1986) 185–207.
- Holthausen, R. – Leftwich, R.W. – Mayers, D. 1987  
 The Effect of Large Block Transactions on Security Prices: A Cross-Sectional Analysis. *Journal of Financial Economics* (1987) 237–267.
- Honkasalo, Brynolf 1965  
*Suomen rikosoikeus. Yleiset opit. Ensimmäinen osa*. Hämeenlinna.
- Hoppu, Kari 2004  
*Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. Helsingfors.

- Hoppu, Kari 2007  
*Sijoituspalvelusopimukset*. Helsingfors.
- Hopt, Klaus 1975  
*Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*. München.
- Hopt, Klaus 1990  
 The European Insider Dealing Directive. *Common Market Law Review* (1990) 231–247.
- Høeg Madsen, Jacob – Jalaei, Sam 2005  
 Stabiliseringshandler – Kapitalmarkedsretlige betragtninger. *Revision & Regnskabsvæsen* (2005) 54–63.
- Huovinen, Sakari 2004  
*Pörssiyyhtien tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media*. Helsingfors.
- Hurwitz, Stephan 1964  
*Kriminalret. Almindelig del*. Köpenhamn.
- Häyrynen, Janne 2006  
*Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö*. Helsingfors.
- Häyrynen, Janne 2006 a  
 Sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisy sisäpiiriläisen näkökulmasta. *Business Law Forum*. Helsingfors.
- Häyrynen, Janne 2007  
 Sisäpiirintiedon täsmällisyys ja KKO 2006:110. *Defensor Legis* (2007) 837–849.
- Häyrynen, Janne – Kurenmaa, Tero 2006  
*Arvopaperimarkkinarikokset*. Helsingfors.
- Ioannou, Krateros 2001  
 Greece, *Fundamental Rights in Europe*. Utg. av Robert Blackburn – Jörg Polakiewicz. Oxford.
- Jaatinen, Heikki 1999  
 KKO 1999:51. *KKO:n ratkaisut kommentein*. Helsingfors.
- Jacobs, F. G. – White, R. C. A. 1996  
*The European Convention on Human Rights*. Oxford.
- Jacobson, Hans – Lycke, Johan 2005  
 Marknadsmissbruksdirektivet och dess genomförande i Sverige. *Europarättslig tidskrift* (2005) 303–318.
- Jareborg, Nils 1977  
 Två sorters culpa. *Modern strafflagstiftning. Finsk-svenskt symposium i Åbo*. Åbo.
- Jareborg, Nils 1984  
*Brotten. Första häftet*. Lund.
- Jareborg, Nils 1992  
*Straffrättsideologiska fragment*. Uppsala.
- Jareborg, Nils 1995  
*Straffrättens gärningslära*. Stockholm.
- Jareborg, Nils 2001  
*Allmän kriminalrätt*. Uppsala.

- Jensen, Michael 1978  
Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics* (1978) 95–101.
- Johansen, Jon Petter Rui 2005  
Det materielle straffebegrepet i den europeiske menneskerettighetskonvensjon. *Tidsskrift for Rettsvitenskap* (2005) 294–369.
- Johansen, Jon Petter Rui 2008  
*Forbudet mot gjentatt straffeforfølgning – ne bis in idem*. Oslo.
- Jones, Alison – Sufrin, Brenda 2008  
*EC Competition Law*. Oxford.
- Joutsamo, Kari – Aalto, Pekka – Kaila, Heidi – Maunu, Antti 2000  
*Eurooppaoikeus*. Helsingfors.
- Kadelbach, Stefan 2006  
Art. 7 (nulla poena sine lege) und Art. 4 ZP 7 (ne bis in idem) EMRK. *EMRK/GG Konkordanzkommentar zum europäischen und deutschen Grundrechtsschutz*. Utg. av Rainer Grote – Thilo Marauhn. Tübingen.
- Kahneman, Daniel – Riepe, Mark 1998  
Aspects of Investor Psychology. *The Journal of Portfolio Management* (1998) 52–65.
- Kahneman, Daniel – Tversky, Amos 1979  
Prospect Theory: An Analysis of Decision Making under Risk. *Econometrica* (1979) 263–291.
- Kahneman, Daniel – Slovic, Paul – Tversky, Amos 1982  
*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. New York.
- Karhu, Juha 2005  
De grundläggande fri- och rättigheterna och rättskälleläran. *Tidsskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (2005) 24–42.
- Kaisanlahti, Timo 1995  
Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta – erityisesti kurssimanipulaatiosta markkinoiden toimintaa silmälläpitäen. *Lakimies* (1995) 1280–1307.
- Kaisanlahti, Timo 1999  
*Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä*. Helsingfors.
- Kaisanlahti, Timo 2007  
When is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out? *European Business Organization Law Review* (2007) 497–519.
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo 2008  
*Arvopaperimarkkinalaki*. Helsingfors.
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo 2005  
*Arvopaperimarkkinalaki*. Helsingfors.
- Kendall, Maurice 1953  
The Analysis of Economic Time Series, Part I: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society* (1953) 11–25.
- Keown, Arthur – Pinkerton, John 1981  
Merger Announcements and Insider Trading Activity. *The Journal of Finance* (1981) 855–869.

- Keynes, John Maynard 1923  
*A Tract of Monetary Reform*. London.
- Keynes, John Maynard 1936  
*The General Theory of Employment, Interest and Money*. London.
- Kiiski, Kimmo Ilmari 2006  
 Suomalaisen sotilasoikeudenhoidon oikeudellinen profiili. *Lakimies* (2006) 116–190.
- Klami, Hannu Tapani 1969  
 Nulla poena sine lege – mietteitä rikosoikeudellisesta tyypipakosta. *Lakimies* (1969) 178–188.
- Klami, Hannu Tapani 1995  
 Juridisten argumenttien punnintamalli. *Lakimies* (1995) 1066–1081.
- Kleidon, Allan W. 1986  
 Anomalies in Financial Economics: Blueprint for Change? *Journal of Business* (1986) 469–499.
- Knuts, Mårten 2004  
 Kursmanipulation i omvandling. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (2004) 559–588.
- Knuts, Mårten 2006  
 Kvitt eller dubbelt? *Ne bis in idem* och de administrativa sanktionerna i värdepappersmarknadsrätten. *Defensor Legis* (2006) 831–852.
- Knuts, Mårten 2007  
 Är finansinspektionens roll vid förundersökning förenlig med rollen som vittne i rättegång? *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (2007) 142–156.
- Knuts, Mårten 2007 a  
 Information på värdepappersmarknader i USA. *With wisdom, Waselius & Wist -festschrift*. Helsingfors.
- Knuts, Mårten 2009  
 Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden? *Nordisk tidskrift for selskabsret* (2009) 59–79.
- Knuts, Mårten 2009 a  
 Menettämisseuraamus ja vahingonkorvaus rikoksissa arvopaperimarkkinoilla. *Lakimies* (2009) 666–677.
- Knuts, Mårten 2009 b  
 Insiderrättens röjandeförbud. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (2009) 652–709.
- Kocherlakota, Narayana 1996  
 The Equity Premium: It's Still a Puzzle. *The Journal of Economic Literature* (1996) 42–71.
- Kolodny, Richard – Suhler, Diane R. 1985  
 Changes in Capital Structure, New Equity Issues, and Scale Effects. *Journal of Financial Research* (1985) 127–136.
- Koponen, Pekka 2002  
 Tahallisuudesta talousrikoksissa. *Oikeustiede – Jurisprudentia*.
- Koponen, Pekka 2004  
 Talousrikokset rikos- ja prosessioikeuden yhtymäkohdassa. Helsingfors.

- Koponen, Pekka – Sahavirta, Ritva 2007  
 Kirjanpitorikokset. *Talousrikkokset*. Utg. av Raimo Lahti – Pekka Koponen. Helsingfors.
- Korah, Valentine 2007  
*An Introductory Guide to EC Competition Law and Practice*. Oxford.
- Kozinn, Benjamin E.  
 The Great Copper Caper: Is Market Manipulation Really a Problem in the Wake of the Sumitomo Debacle? *Fordham Law Review* (2000) 243–285.
- Kuhn, Thomas 1970  
*The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago.
- Kuoppamäki, Petri 2003  
*Markkinavoiman sääntely EY:n ja Suomen kilpailuoikeudessa*. Helsingfors.
- Kurenmaa, Tero 2003  
*Sisäpiirittiedon väärinkäyttö*. Helsingfors.
- Kurenmaa, Tero 2006  
 Markkinoiden väärinkäyttö ja ne bis in idem -periaate. *Rikosoikeudellisia kirjoituksia VIII*. Helsingfors.
- Lahti, Raimo 2004  
 Harmonisering av den straffrättsliga lagstiftningen och konsekvenser för den nationella lagstiftningen. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* (2004) 377–285.
- Lahti, Raimo 2007  
 Talousrikosoikeuden yleisistä opeista. *Talousrikkokset*. Utg. av Raimo Lahti – Pekka Koponen. Helsingfors.
- Landes, William M. – Posner, Richard A. 1981  
 Market Power in Antitrust Cases. *Harvard Law Review* (1981) 937–996.
- Langevoort, Donald C. 1992  
 Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited. *University of Pennsylvania Law Review* (1992) 851–911.
- Langevoort, Donald C. 2001  
 Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation. *Northwestern University Law Review* (2001) 135–188.
- Lappi-Seppälä, Tapio 1987  
*Rangaistuksen määräämisestä I*. Helsingfors.
- Lau Hansen, Jesper\* 1996  
 Journalisten som manipulator: børsrettens behandling af journalister. *Retfærd* (1996) 60–70.
- Lau Hansen, Jesper 1999  
 Retsøkonomiens veje og vildveje. *Ugeskrift for retsvæsen* (1999) 115–122.
- Lau Hansen, Jesper 2001  
*Informationsmisbrug*. Köpenhamn.

---

\* Det förekommer olika varianter av hur professor Jesper Lau Hansens namn katalogiseras i nordisk rättslitteratur. Jag har här valt att katalogisera Jesper Lau Hansens namn på samma sätt som det katalogiseras av Det Kongelige Bibliotek i Köpenhamn.



- Lau Hansen, Jesper 2002  
Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation. *Förhandlingarna vid det 36 nordiska juristmötet i Helsingfors 15–17 augusti 2002, del I.*
- Lau Hansen, Jesper 2003  
The Trinity of Market Regulation: Disclosure, Insider Trading and Market Manipulation. *The International Journal of Disclosure and Corporate Governance* (2003) 82–96.
- Lau Hansen, Jesper 2004  
MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive. *European Business Law Review* (2004) 183–221.
- Lau Hansen, Jesper 2005  
*Værdipapirhandelsloven med kommentarer*. Köpenhamn.
- Lau Hansen, Jesper 2008  
Når tanken tæller: Om forholdet mellem oplysningspligt og kursmanipulation. *Festskrift til Jørn Vestergaard*. Utg. av Trine Baumbach – Henrik Dam – Gorm Toftegaard Nielsen.
- Lau Hansen, Jesper 2009  
Bestyrelsesmedlemmers Tavshedspligt. *Nordisk tidsskrift for selskabsret* (2009) 32–44.
- Lau Hansen, Jesper – Werlauff, Erik 2006  
Realitetsgrundsætningen. Offentliggørelse, når begivenheden er en realitet – ikke før og ikke senere. *Nordisk tidsskrift for selskabsret* (2007) 108–119.
- Lavonen, Heli 2009  
*Hyötykonfiskaatio arvopaperimarkkinarikosten seuraamuksena*. (Elektronisk publikation tillgänglig på [www.edilex.fi](http://www.edilex.fi) 24.2.2009.)
- Lee, Charles M. C. – Shleifer, Andrei – Thaler, Richard H. 1991  
Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle. *The Journal of Finance* (1991) 75–109.
- Leeson, Nick 1997  
*Rouge Trader*. London.
- Leinonen, Mari 2001  
Euroopan yhteisö ja rikosoikeus. *Lakimies* (2001) 455–482.
- Leroy, Stephen F. 1989  
Efficient Capital Markets and Martingales. *Journal of Economic Literature* (1989) 1583–1621.
- Lindroos-Hovinheimo, Susanna 2006  
Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen vaikutus tulkintaan. *Oikeus* (2006) 364–380.
- Lomnicka, Eva 2001  
Preventing and Controlling the Manipulation of Financial Markets: Towards a Definition of Market Manipulation. *The Journal of Financial Crime* (2001) 297–304.
- Loss, Louis – Ruebhausen, Oscar M. 1937  
Market Manipulation and the Securities Exchange Act. *Yale Law Journal* (1937) 624–647.
- Lowenfels, Lewis D. 1991  
Sections 9(a)(1) and 9(a)(2) of the Securities Exchange Act of 1934: An Analysis of Two Important Anti-manipulative Provisions under the Federal Securities Laws. *Northwestern University Law Review* (1991) 698–714.
- Lowenfels, Lewis D. – Bromberg, Alan R. 1991  
Securities Market Manipulations: An Examination and Analysis of Domination and Control, Frontrunning, and Parking. *Albany Law Review* (1991) 293–365.

- Lowenstein, Roger 2000  
*When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York.
- Macey, Jonathan R. – Miller, Geoffrey P. 1990  
 Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory. *Stanford Law Review* (1990) 1059–1074.
- Macey, Jonathan R. – Miller, Geoffrey P. – Mitchell, Mark L. – Netter, Jeffry M. 1991  
 Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson. *Virginia Law Review* (1991) 1017–1049.
- Madsen, Jens 2000  
 Kursmanipulation. *Ugeskrift for retsvesen* (2000) 569–576.
- Mahoney, Paul G. 1999  
 The Stock Pools and the Securities Exchange Act. *The Journal of Financial Economics* (1999) 343–369.
- Mandelbrot, B. 1966  
 Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and Martingale Models. *The Journal of Business* (1966) 242–255.
- Markham, Jerry W. 1991  
 Manipulation of Commodity Futures Prices – The Unprosecutable Crime. *Yale Journal on Regulation* (1991) 288–313.
- Markowitz, Harry M. 1952  
 Portfolio Selection. *The Journal of Finance* (1952) 77–91.
- Matikkala, Jussi 2006  
*Tahallisuudesta rikosoikeudessa*. Helsingfors.
- Mehra, Jarnish – Prescott, Edward 1985  
 The Equity Premium: A Puzzle. *Journal of Monetary Economics* (1985) 145–161.
- Melander, Sakari 2008  
*Kriminalisointiteoria – rangaistavaksi säätämisen oikeudelliset rajoitukset*. Helsingfors.
- Mermin, Arthur – Pickard, Robert F. 1947  
 Market Manipulation and the Securities Exchange Act. *Yale Law Journal* (1937) 624–647.
- Merton, Robert C. 1973  
 Theory of Rational Option Pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science* (1973) 141–183.
- Mikkelsen, Wayne H. – Partch, M. Megan 1985  
 Stock Price Effects and Costs of Secondary Distribution. *Journal of Financial Economics* (1985) 165–194.
- Mill, John Stuart 1865  
*On Liberty*. London (tillgänglig på <http://books.google.com/>)
- Moalem, David 2004  
*Insiderhandel. Et obligationsretligt studium*. Köpenhamn.
- Moalem, David 2006  
 Storaktionärens flagningspligt. *Nordisk tidsskrift for selskabsret* (2006) 91–106.
- Moalem, David 2009  
 Hvonår må man videregive internt viden? *Revision & Regnskabsvesen* (2009) 38–53.

- Moalem, David – Lau Hansen, Jesper 2008  
Insider Dealing and Parity of Information – Is Georgakis Still Valid? *European Business Law Review* (2008) 949–984.
- Monti, Giorgio 2007  
*EC Competition Law*. Cambridge.
- Mäntysaari, Petri 2001  
*Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja*. Helsingfors.
- North, Douglass C. 1981  
*Structure and Change in Economic History*. New York.
- North, Douglass C. 1990  
*Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge.
- Nugent, Neill 1999  
*The Government and Politics of the European Community*. London.
- Nuotio, Kimmo 1995  
Taloudellisen rikollisuuden arviointi rikosoikeuden yleisten oppien kannalta. *Lakimies* (1995) 950–985.
- Nuotio, Kimmo 1998  
*Teko, vaara, seuraus*. Helsingfors.
- Nuotio, Kimmo 1998 a  
Onko hyökkäys paras puolustus? Defensiivistä ja offensiivista kriminalisointipolitiikkaa. *Lakimies* (1998) 1341–1354.
- Nuotio, Kimmo 2001  
Straffrätten europeiseras. *Nordisk tidsskrift for kriminalvidenskab* (2001) 289–308.
- Nuotio, Kimmo 2003  
Euroopan unioni kriminaalipolitiikan tekijänä – järkevän kriminaalipolitiikan pääteipiste? *Lakimies* (2003) 1213–1235.
- Nuotio, Kimmo 2004  
Oikeuslähteet ja yleiset opit. *Lakimies* (2004) 1267–1291.
- Nuotio, Kimmo 2005  
Oikeuslähteet, ”supernormistot” ja ratkaisujen perustelut. *Oikeus – kulttuuria ja teoriaa. Juhla-kirja Hannu Tolonen 2005*. Utg. av Jyrki Tala – Kauko Wikström. Åbo.
- Nuotio, Kimmo 2007  
Eurooppalaistuva rikosoikeus. *EU-oikeuden perusteita II – aineellisen EU-oikeuden aloja ja ulottuvuuksia*. Ojanen, Tuomas – Haapea, Arto (red.). Helsingfors.
- Nuotio, Kimmo 2007 a  
Eurooppalaistuvan rikosoikeuden ääriiivat. *Lakimies* (2007) 1102–1122.
- Nuotio, Kimmo 2008  
Criminal Law and Cultural Sensitivity. *Retfærd* (2008) 18–44.
- Nuutila, Ari-Matti 1996  
*Rikosoikeudellinen huolimattomuus*. Helsingfors.
- Nuutila, Ari-Matti 1997  
*Rikoslain yleinen osa*. Helsingfors.

- Oker-Blom, Max 1980  
Jurionomi eller rätten i ekonomiskt perspektiv. *Tidskrift utgiven av juridiska föreningen i Finland* (1980) 245–265.
- Oker-Blom, Max 2002  
*Bakom rätten – en rättsekonomisk argumentationsmodell*. Joensuu.
- Painilainen, Joni 2004  
Sisäpiirintiedon väärinkäyttö kurssiriippuvuustapauksissa. *Lakimies* (2004) 843–861.
- Palm, Jukka 2005  
*Yrityssotot ja määräysvaltamarkkinat*. Helsingfors.
- Palmén, Ernst Gustav 1903  
*Anders Chydenius*. Helsingfors.
- Palmiter, Alan 1999  
Toward Disclosure Choice in Securities Offerings. *Columbia Business Law Review* (1999) 1–135.
- Papachristou, Marialena 2006  
*Die strafrechtliche Behandlung von Börsen- und Marktpreismanipulationen*. Frankfurt am Main.
- Pauño, Elina – Lindroos-Hovinheimo, Susanna 2008  
Kielellisen tulkinnan fiktio EU-oikeudessa. *Lakimies* (2008) 230–247.
- Peczenik, Alexander 1986  
*Rätten och förnuftet*. Lund.
- Peczenik, Alexander 1995  
*Vad är rätt? Om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*. Stockholm.
- Pellonpää, Matti 2005  
*Euroopan ihmisoikeussopimus*. Helsingfors.
- Pellonpää, Matti 2007  
*Europeiska människorättskonventionen*. Helsingfors.
- Perdue, Wendy Collins 1987  
Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense. *Fordham Law Review* (1987–1988) 345–356.
- Pirjatanniemi, Elina 2005  
*Vihertyvä rikosoikeus*. Helsingfors.
- Pirjatanniemi, Elina 2005 a  
Ympäristörikokset talouden rikoksina. *Rikos, rangaistus ja prosessi. Juhlaulkaisu Eero Backman 1945–2005*. Utg. av Ari-Matti Nuutila – Elina Pirjatanniemi. Åbo.
- Pirjatanniemi, Elina 2006  
Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen tuomio 13.9.2005 (suuri jaosto) asiassa C-176/03. *Lakimies* (2006) 655–667.
- Pirrong, Stephen Craig 1993  
Manipulation of the Commodity Futures Market Delivery Process. *Journal of Business* (1993) 335–369.
- Pirrong, Stephen Craig 1994  
Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed Alternative. *Washington & Lee Law Review* (1994) 945–995.

- Popper, Karl 1984  
*Logik der Forschung*. Tübingen.
- Posner, Richard A. 1998  
*Economics Analysis of Law*. New York.
- Pöyhönen, Juha 1988  
*Sopimus oikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu*. Helsingfors.
- Pöyhönen, Juha 2000  
*Uusi varallisuus oikeus*. Helsingfors.
- Raghuram, Rajan – Servaes, Henri 1997  
Analyst Following of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* (1997) 507–529.
- Raitio, Juha 2002  
*The principle of Legal Certainty in EC Law*. Helsingfors.
- Raitio, Juha 2006  
*Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat*. Helsingfors.
- Rasmussen, Hjalte 1993  
*Towards a Normative Theory of Interpretation of Community Law*. Köpenhamn.
- Rautio, Ilkka – Majanen, Martti 2008  
Arvopaperimarkkinarikokset. *Rikosoikeus*. Utg. av Tapio Lappi-Seppälä m.fl. Helsingfors.
- Ribstein, Larry E. 2006  
Fraud on a Noisy Market. *The Lewis & Clark Law Review* (2006) 137–168.
- Ricciardi, Victor – Simon, Helen K. 2000  
What is Behavioral Finance? *Business, Education & Technology Journal* (2000) 1–9.
- Rider, Barry – Alexander, Kern – Linklater, Lisa 2002  
*Market Abuse and Insider Dealing*. London.
- Rimali, Essi 2007  
Pörssiyrityksen vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytyminen – käyvän hinnan määrittämisen yhtenäistymisestä osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa. *Oikeustiede – Jurisprudentia*.
- Rosas, Allan 2005  
Fundamental Rights in the Luxembourg and Strasbourg Courts. *The EFTA Court Ten Years On*. Utg. av Carl Baudenbacher – Per Tresselt – Torgeir Örllygsson. Oxford.
- Ross, Alf 1966  
*Om ret og retfærdighed: en indførelse i den analytiske retsfilosofi*. Köpenhamn.
- Roxin, Claus 1970  
Gedanken zur Problematik der Zurechnung im Strafrecht. *Festschrift für Richard Honig zum 80. Geburtstag* (1970) 133–150.
- Roxin, Claus 1973  
*Kriminalpolitik und Strafrechtssystem*. Berlin.
- Roxin, Claus 1997  
*Strafrecht. Allgemeiner Teil*. München.
- Roxin, Claus 2006  
*Strafrecht. Allgemeiner Teil*. München.

- Ruback, Richard – Jensen, Michael 1983  
The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *The Journal of Financial Economics* (1983) 5–50.
- Rudanko, Matti 1998  
*Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus*. Helsingfors.
- Ruud, Judith S. 1993  
Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle. *The Journal of Financial Economics* (1993) 135–151.
- Saari, Christopher Paul 1997  
The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry. *Stanford Law Review* (1977) 1031–1076.
- Sacksteder, Elizabeth M. 1988  
Securities Regulation for a Changing Market: Option Trader Standing Under Rule 10b-5. *Yale Law Journal* (1988) 623–643.
- Saffieddine, A. – Wilhelm, W. 1996  
An Empirical Investigation of Short-Selling Activity Prior to Seasoned Equity Offerings. *The Journal of Finance* (1996) 729–749.
- Sahavirta, Ritva 2007  
Verorikokset. *Uudistuva talousrikosoikeus*. Utg. av Raimo Lahti – Pekka Koponen. Helsingfors.
- Sahavirta, Ritva 2008  
*Rahanpesu rangaistavana tekona*. Helsingfors.
- Salminen, Janne 2006  
Lojaalin yhteistyön periaate Euroopan unionin ja sen jäsenvaltioiden välillä. *Oikeus* (2006) 5–21.
- Salminen, Markku 1998  
*Velallisen rikos. Tutkimus velallisen rikosten selvittämisestä erityisesti osakeyhtiöihin kohdistuvien tekotapojen ja osakeyhtiötä koskevan oikeuskäytännön valossa*. Helsingfors.
- Samuelson, Paul 1962  
Discussion: Problems of Methodology. *American Economic Review* (1962) 231–236.
- Samuelson, Paul 1965  
Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *The Industrial Management Review* (1965) 41–49.
- Samuelsson, Per 2002  
Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan. *Svensk Juristtidning* (2002) 873–893.
- Samuelsson, Per – Afrell, Lars – Cavallin, Samuel – Sjöblom, Nils 2005  
*Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet*. Stockholm.
- af Sandeberg, Catarina 2001  
*Marknadsmissbruk*. Stockholm.
- af Sandeberg, Catarina 2002  
*Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor?* Stockholm.
- af Sandeberg, Catarina 2003  
Strikt ansvar vid insiderbrott – administrativa sanktioner för effektivare brottsbekämpning. *Juridisk tidskrift* (2002–2003) 870–885.

- Satzger, Helmut 2001  
*Die Europäisierung des Strafrechts*. Köln.
- Satzger, Helmut 2005  
*Internationales und Europäisches Strafrecht*. Köln.
- Savela, Ari 1999  
*Hostile takeovers and directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union*. Åbo.
- Savela, Ari 2009  
 Osakeyhtiörikos ja -rikkomus. *Defensor Legis* (2009) 3–30.
- Schmid, Christoph U. 2001  
 All Bark and No Bite: Notes on the Federal Constitutional Court's 'Banana Decision'. *European Law Journal* (2001) 95–133.
- Scholes, Myron S. 1972  
 The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Price. *Journal of Business* (1972) 179–211.
- Schüppen, Matthias 1993  
*Systematik und Auslegung des Bilanzstrafrechts*. Köln.
- Schröder, Christian 2007  
*Handbuch Kapitalmarktstrafrecht*. Köln.
- Schönhöft, Andreas 2006  
*Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG*. Frankfurt am Main.
- Schönke, Adolf – Schröder, Horst 2001  
*Stafgesetzbuch. Kommentar*. München.
- Sen, Amartya 1970  
 The Impossibility of a Paretian Liberal. *The Journal of Political Economy* (1970) 152–157.
- Sen, Amartya 1977  
 Rational Fools: A Critique of the Behavioral Foundations of Economics Theory. *Philosophy & Public Affairs*. (1977) 317–344.
- Sen, Amartya 2008  
 The Discipline of Economics. *Economica* (2008) 617–628.
- Sen, Amartya 2009  
*The Idea of Justice*. London.
- Serlachius, Allan 1909  
*Suomen rikosoikeuden oppikirja*. Helsingfors.
- Sharpe, William F. 1964  
 Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance* (1964) 425–442.
- Shefrin, Hersh 2000  
*Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston.
- Shiller, Robert J. 1981  
 Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends? *The Journal of Political Economy* (1981) 1062–1088.

- Shiller, Robert 1989  
*Market Volatility*. Cambridge.
- Shiller, Robert 2001  
*Irrational Exuberance*. Princeton.
- Shleifer, Andrei 2000  
*Inefficient Capital Markets*. Oxford.
- Shleifer, Andrei – Vishny, Robert W. 1990  
 Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms. *American Economic Review* (1990) 148–153.
- Shleifer, Andrei – Vishny, Robert W. 1997  
 The Limits of Arbitrage. *The Journal of Finance* (1997) 35–55.
- Siitari-Vanne, Eija-Riitta 2005  
*Hallintolainkäytön tehostaminen*. Helsingfors.
- Sillanpää, Matti J. 1994  
*Julkisesta ostotarjouksesta: arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus*. Helsingfors.
- Simon, Herbert A. 1955  
 A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics* (1955) 99–118.
- Simon, Herbert A. 1957  
*Models of Man*. New York.
- Simon, Herbert A. 1962  
 Discussion: Problems of Methodology. *American Economic Review* (1962) 229–231.
- Simon, Herbert A. 1978  
 Rational Decision-Making in Business Organizations. *Economics Sciences* (1978) 343–371.
- Slovic, Paul 1969  
 Analyzing the Expert Judge: A Study of a Stockbroker's Decision Process. *Journal of Applied Psychology* (1969) 255–263.
- Slovic, Paul 1972  
 Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making. *The Journal of Finance* (1972) 779–801.
- Smith, Adam 1756  
*The Theory of Moral Sentiments*. London. (Tillgänglig på [www.googlebooks.com](http://www.googlebooks.com)).
- Smith, Adam 1863  
*An Inquiry in to Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London. (originalupplagan från 1776). (Tillgänglig på [www.googlebooks.com](http://www.googlebooks.com).)
- de Soto, Hernando 1989  
*The Other Path*. New York.
- de Soto, Hernando 2004  
*Kapitalets mysterium*. Stockholm.
- Spindler, James C. 2007  
 Why Shareholders Want Their CEOs to Lie More after Dura Pharmaceuticals. *The Georgetown Law Journal* (2007) 653–698.
- Spinellis, Dionysos 2000  
 Greece. *The Implementation of Corpus Juris in the Member States*. Utg. av Mirelle Delmas-Marty – John Vervaele. Antwerpen.



- Stigler, George 1961  
The Economics of Information. *The Journal of Political Economy* (1961) 213–225.
- Stigler, George – Becker, Gary 1977  
De gustibus non est disputandum. *American Economic Review* (1977) 76–90.
- Svenson, Ola 1981  
Are We All Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers? *Acta Psychologica* (1981) 143–148.
- Swan, Edward J. 2006  
*Market Abuse Regulation*. London.
- Sæbø, Rune 1995  
*Innsidehandel med verdipapirer*. Bergen.
- Tanggaard, Carsten – Lau Hansen, Jesper 2000  
Skyd først og spørg bagefter: Fondsrådet vs banditterne. *Nordisk tidsskrift for selskabsret* (2000) 256–270.
- Tapani, Jussi 2002  
Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa. *Defensor Legis* (2002) 939–965.
- Tapani, Jussi 2002 a  
Rikosoikeusjärjestelmän jännitteisyys ja kriminaalipoliittisesti latautunut rikoslainoppi. *Oikeusalojen rajat ja rajattomuus*. Utg. av Veli-Pekka Viljanen. Åbo.
- Tapani, Jussi 2002 b  
KKO 2002:11. *KKO:n ratkaisut kommentein*. Helsingfors.
- Tapani, Jussi 2003  
Rikoslainoppi ja teleologia. *Oikeuden tavoitteet ja menettelyt*. Muistokirja Hannu Tapani Klammille. Utg. av Ari-Matti Nuutila. Åbo.
- Tapani, Jussi 2004  
*Petos liikesuhteessa*. Helsingfors.
- Tapani, Jussi 2006  
Tuomari ja rikosoikeuden yleiset opit. *Oikeustiede – Jurisprudentia*.
- Tapani, Jussi  
2006 a Verorikokset. *Keskeiset rikokset*. Utg. av Dan Frände m.fl. Helsingfors.
- Tapani, Jussi – Tolvanen, Matti 2008  
*Rikosoikeuden yleinen osa – vastuuoppi*. Helsingfors.
- Thel, Steve 1990  
The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act. *Stanford Law Review* (1990) 385–464.
- Thel, Steve 1994  
\$ 850,000 in Six Minutes – The Mechanisms of Securities Manipulation. *Cornell Law Review* (1994) 219–224.
- Thornstedt, Hans 1955  
Legalitet och teleologisk metod i straffrätten. *Festskrift tillägnad Nils Herlitz*. Stockholm.
- Tiedemann, Klaus 2000  
Germany. *The Implementation of Corpus Juris in the Member States*. Utg. av Mirelle Delmas-Marty – John Vervaele. Antwerpen.

- Tiedemann, Klaus 2006  
*Wirtschaftsstrafrecht*. Köln.
- Timonen, Pekka 1997  
*Määräysvalta hinta ja markkinavoima*. Helsingfors.
- Timonen, Pekka 1998  
 Oikeustaloustiede – mitä se on? *Lakimies* (1998) 100–114.
- Timonen, Pekka 2000  
 KKO 2000:82. *KKO:n ratkaisut kommentein*. Helsingfors.
- Tinic, Seha M. 1988  
 Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *The Journal of Finance* (1988) 789–822.
- Toftagaard Nielsen, Gorm 2004  
*Straffret I Ansaret*. Köpenhamn.
- Tolonen, Hannu 2000  
 Yleisten periaatteiden merkitys ja niiden yhteensovittaminen. *Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet*. Utg. av Ari Saarnilehto. Helsingfors.
- Tolonen, Hannu 2003  
*Oikeuslähdeoppi*. Helsingfors.
- Tolvanen, Matti 1999  
*Tieliikenne rikokset ja kriminaalipolitiikka*. Helsingfors.
- Toross, Nancy 1999  
 Double-Click on This: Keeping Pace with On-Line Market Manipulation. *Loyola LA Law Review* (1999) 1399–1447.
- Trechsel, Stefan 2005  
*Human Rights in Criminal Proceedings*. Oxford.
- Truyen, Filip 2007  
 Aksjeanalyse og informationsansvar. *Tidsskrift for rettsvitenskap* (2007) 85–170.
- Trechsel, Stefan 2005  
*Human Rights in Criminal Proceedings*. Oxford.
- Trüstedt, Anna 2004  
*Das Verbot von Börsenkursmanipulationen*. Frankfurt am Main.
- Tuomola, Kari 2001  
 Arvopaperimarkkinoiden erityiskysymyksiä. *Arvopaperimarkkinat*. Utg. av Ari-Matti Nuutila – Ari Saarnilehto. Åbo.
- Tuori, Kaarlo 1998  
 Oikeustiede 2000. *Lakimies* (1998) 1002–1013.
- Tuori, Kaarlo 2000  
*Kriittinen oikeuspositivismi*. Helsingfors.
- Turtiainen, Vesa 2004  
*Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Helsingfors.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel 1974  
 Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science* (1974) 1124–1131.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel 1986  
 Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business* (1986) 251–278.

- Ulväng, Magnus 1998  
*Culpa i trafiken*. Uppsala.
- Ulväng, Magnus 2005  
*Påföljdskonkurrens – problem och principer*. Uppsala.
- Ulväng, Magnus 2009  
 Om straffrätt och principer. *Katedralen*. Utg. av Petter Asp – Claes Lernestedt – Magnus Ulväng. Uppsala.
- Veasey, E. Norman – Di Guglielmo, Christine T. 2008  
 How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors. *The Business Lawyer* (2008) 761–776.
- Virolainen, Jyrki – Pölönen, Pasi 2004  
*Rikosprosessin osalliset. Rikosprosessioikeus II*. Helsingfors.
- Waaben, Knud 1997  
*Strafferettens almindelige del I – ansvarslæren*. Köpenhamn.
- Wasenden, Odd-Harald 2007  
*Energimerkedsrett: om informasjonsplikt og markedsatferd i det finansielle kraftmarkedet*. Oslo.
- Watter, Rolf 1990  
 Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen. *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (1990) 193–206.
- Weinstein, Neil D. 1980  
 Unrealistic Optimism about Future Life Events. *The Journal of Personality and Social Psychology* (1980) 806–820.
- Werlauff, Erik 1991  
*Selskabsmasken – loyalitetsplikt och generalklausul i selskabsretten*. Köpenhamn.
- Werlauff, Erik – Moalem, David – Moalem, Dan 2006  
*Værdipapirhandelsloven med kommentarer*. Köpenhamn.
- Whish, Richard 2009  
*Competition Law*. Oxford.
- Wilhelmsson, Thomas 1997  
 Vieteriukkoteoria EY-oikeudessa. *Oikeustiede – Jurisprudentia*. Helsingfors.
- Williams, Jeffery 1995  
*Manipulation on Trial. Economic Analysis of the Hunt Silver Case*. Cambridge.
- Williams, John 1932  
*Theory of Investment Value*. Harvard.
- Wodsak, Johannes 2006  
*Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen*. Köln.
- Zeckhauser, Richard 1986  
 Comments: Behavioral versus Rational Economics: What You See Is What You Conquer. *The Journal of Business* (1986) 435–449.
- Ziouvas, Dimitris 2005  
*Das neue Kapitalmarktstrafrecht. Europäisierung und Legitimation*. Köln.

## OFFENTLIGA TRYCK

Regeringens proposition 6/1997  
Regeringens proposition 44/2002  
Regeringens proposition 137/2004  
Regeringens proposition 45/2005  
Regeringens proposition 6/2006  
Grundlagsutskottets utlåtande 4/2005  
Lagutskottets betänkande 8/2004  
Sveriges regerings proposition 2004/05:142

## MYNDIGHETSRAPPORTER ETC

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2003  
*Jahresbericht.*  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2004  
*Jahresbericht.*  
The Committee of European Securities Regulators (CESR) 2004  
Market Abuse Directive: Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/04-505b).  
Europeiska kommissionen  
Att genomföra handlingsramen för finansmarknaderna: En handlingsplan, KOM (1999) 232 (slutlig). (*Financial Services Action Plan*).  
Financial Services Authority  
FSA Handbook (tillgänglig på <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/>).  
FSA Discussion Paper 09/1, DP09/1.  
FSA: Citigroup Global Markets Limited 28.6.2005.  
Finansinspektionen  
Standard 5.2 b: Informationsskyldighet för emittenter och aktieägare.  
The International Organization of Securities Commissions 2000  
*Investigating and prosecuting Market Manipulation.*

## TIDNINGSARTIKLAR

*Squeeze Money, The Economist*, publicerad 30 den oktober 2008.  
*Funds Look at Suing Porsche, Financial Times*, publicerad den 16 mars 2009.



---

## Förkortningar

|                             |                                                                                                                                        |
|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| BGH                         | Bundesgerichtshof, högsta domstolen i Tyskland                                                                                         |
| BVerG                       | Bundesverfassungsgerichtshof, högsta förvaltningsdomstolen i Tyskland                                                                  |
| BörsG                       | Börsengesetz                                                                                                                           |
| EG                          | Europeiska Gemenskaperna                                                                                                               |
| EMH                         | Efficient Capital Markets Hypothesis                                                                                                   |
| EMRK                        | Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna (Europeiska människorättskonventionen) |
| EU                          | Europeiska Unionen                                                                                                                     |
| FSA                         | Financial Services Authority                                                                                                           |
| FSMA                        | Financial Services and Markets Act 2000                                                                                                |
| GrUU                        | Grundlagsutskottets utlåtande                                                                                                          |
| HD                          | högsta domstolen                                                                                                                       |
| LaUB                        | Lagutskottets betänkande                                                                                                               |
| LOF                         | Lag om Finansinspektionen                                                                                                              |
| Marknadsmissbruksdirektivet | Direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)                                                |
| NMR                         | Norex Member Rules                                                                                                                     |
| RP                          | Regeringens proposition                                                                                                                |
| SL                          | Strafflagen                                                                                                                            |
| SvHD                        | högsta domstolen (Sverige)                                                                                                             |
| VHL                         | Værdipapirhandelsloven                                                                                                                 |
| VPML                        | Värdepappersmarknadslagen                                                                                                              |
| WpHG                        | Wertpapierhandelsgesetz                                                                                                                |



# I

## INLEDNING





# 1 Bakgrund

”[...] hwar enskildt söker sjelfmant up det stället och den näring där han bäst ökar den *Nationnale* winsten, om författningarna intet stänga honom därifrån. Hwar och en söker sitt bästa. Denna böjelse är så naturlig och nödig, at alla Samfund, som finnas i hela werlden, fota sig därpå: annars ägde Lagar, straff och belöningar icke ens rum, och hela människo-släktet skulle inom en kårt tid gå aldeles under.”

*Anders Chydenius*<sup>1</sup>

”*Nulli vendemus, nulli negabimus aut differemus, rectum aut justitiam.*”

*Magna Charta*<sup>2</sup>

## 1.1 MIN IDEOLOGI OCH DENNA AVHANDLING

Jag tänker börja denna bok med en bekännelse. Ibland är det helt enkelt bäst att lägga korten på bordet: Jag tror på liberalismen. För denna avhandling är min ideologi helt avgörande.<sup>3</sup>

Mitt frihetsideal, precis som det frihetsideal *Anders Chydenius*<sup>4</sup> förfäktade för över två sekel sedan, har två dimensioner. Jag tror dels på individens frihet – i

<sup>1</sup> Se *Chydenius* 1929 s. 29–30.

<sup>2</sup> Citatet ingår i *Magna Charta* och uttrycks på engelska som *to no man will we sell, or deny, or delay, right or justice*.

<sup>3</sup> Det är skäl att citera *Nils Jareborg* (se *Jareborg* 2001 s. 68): ”Termen ideologi är inte särskilt populär i vetenskapliga sammanhang. Ideologier förknippas ofta med bristande rationalitet. På motsvarande sätt möter man på naturvetenskapernas område en motvilja mot att tala om metafysik. All vetenskap har emellertid en metafysisk sida redan därför att all teoribildning, all begreppsbyggnad, allt abstrakt tänkande är produkter av mänsklig fantasi – vårt mentala liv får en metafysisk prägel så snart vi börjar extrapolera från det kaos av stimuli som når våra sinnesorgan. I den mening jag vill använda ordet ‘ideologi’ har naturvetenskaperna också en ideologisk grund. En ideologi är då nämligen (en uppsättning) grundläggande uppfattningar rörande någon aspekt av verkligheten, grundåskådningarna i ett tankesystem. De flesta som sysslar med vetenskap talar naturligtvis hellre om teorier än om ideologier. Detta kan vara missvisande. På samma sätt som det finns behov av att i ett rättssystem skilja mellan principer och regler, finns det i vetenskapen, etiken och politiken ett behov av att skilja mellan ideologier och teorier. Vetenskap handlar i sina grundläggande delar mer om att skapa verklighet än om att beskriva verklighet.”

<sup>4</sup> Finländaren *Anders Chydenius* (1729–1803) var präst, politiker och upplysningsfilosof och hörde till de mest aktiva samhällsmedborgarna i Sverige-Finland på 1700-talet. Han blev känd

den form friheten existerar i en fri stats civiliserade konstitution.<sup>5</sup> Jag tror dels på näringsfrihet – i den form friheten existerar på den fria marknaden.<sup>6</sup> Dessa två dimensioner sammanförs i förbudet mot kursmanipulation. Därför skriver jag denna avhandling.

*Nils Jareborg* utvecklar sin syn på ideologi i straffrätten genom att identifiera den mest djupgående intressekonflikt som existerar i form av en motsättning i ett straffrättsligt system:

”På ett övergripande plan är det lätt att identifiera en straffrättspolitisk motsättning. [...] De straffrättsideologier som jag åsyftar kan betecknas med stickorden *rättsstatlighet* och *effektivitet*. Bakom effektivitetssträvandena ligger inte bara att man vill att det skall bli lättare eller billigare att ’komma åt’ brottslingarna, utan också en önskan om ökad flexibilitet, att det skall vara möjligt att ingripa mot vad man uppfattar som förkastligt utan att hindras av en ’stelbent legalism’” (original betoning).<sup>7</sup>

Denna djupa motsättning resulterar enligt *Jareborg* i olika typer av ideologiska motsatspar. Å ena sidan möter man rättsstatlighet, proportionalitet, humanitet, radikal brottsideologi och självkritisk straffrättsmoral. Å andra sidan möter man effektivitet, prevention, lag och ordning, kollektiv brottsideologi och moralistisk straffrättsmoral.<sup>8</sup> Självfallet utvecklar *Jareborg* innehållet i motsatsparen genom att belysa de konfrontativa aspekterna och genom att definiera innebörden i stickorden. Viktigare än detta är dock det ideologiska val som träffas till följd av

---

framför allt som en försvarare av näringsfrihet. *Chydenius* omfattade dock en bredare frihetsideologi: demokrati, jämlikhet och respekt för mänskliga rättigheter var enligt honom den enda vägen till framsteg och lycka i hela samhället. *Chydenius* gav redan 1765 ut sitt mest kända litterära verk *Den Nationnale winsten*. I boken ger han det man kunde kalla en pragmatisk beskrivning av en optimal samhällsekonomi. Hans utgångspunkt är näringsfrihet och han argumenterar kraftigt för att näringsfriheten möjliggör största möjliga nationella vinning, eftersom friheten av samhällsaktörerna spontant omvandlas till ett fungerande system, utan att statlig intervention behövs för att styra utvecklingen. *Chydenius* breda frihetsideologi resulterade i att han (utöver sitt arbete för den ekonomiska liberalismen) argumenterade för tjänstehjonens mänskliga rättigheter i *Tankar om husbönders och tjänstefolks naturliga rättigheter* publicerad 1778, för yttrandefriheten i *Memorial om skrif- och tryckfrihet* publicerad 1765 och radikalt nog för religionsfrihet i *Memorial, angående religionsfriheten* publicerad 1779. Se *Palmén* 1903 s. 1–46.

<sup>5</sup> Se *Chydenius* 1880 s. 341: ”Uti en tid, då stora och nya upptäckter ske i alla naturens riken, då vetenskaper uppdrivas till ovanlig höjd, då snillen och vitterhet uppmuntras, och konsten frambringar nästan underverk emot de förra tider, är det bekymmersamt att se det dyraste af allt, människoläggets rätt, vårdlösas.”

<sup>6</sup> Se *Chydenius* 1929 s. 49: ”Si! Här är nyckelen till idoghet och wining. Öpnas dörren genom fri näring och afsättning til förtjenst, så är hwar man inom några år i full rörelse; men sker det icke blifwer Nationen, oaktat alla andra anstalter, ofelbart gspande, såsom förr, och sömnig om ljusa dagen.”

<sup>7</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 68–69.

<sup>8</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 69–71.

konfrontationen. Den första, defensiva sidan väljs framom den andra, offensiva sidan. Trots att straffrättens existens bidrar till att undertrycka oönskat beteende, är det ännu viktigare att straffrätten bidrar till att förhindra maktmissbruk. *Jareborg* konstaterar:

”Straffrätten skall vara ett hinder, inte bara för brottslingar, utan också för myndigheter och politiker. En sådan straffrättspolitik kan kallas defensiv; mot den står en offensiv inriktning med effektiviteten som ledstjärna.”<sup>9</sup>

Det djupgående problemet i min avhandling är att förbudet mot kursmanipulation kombinerar dessa två sidor: En liberalistisk marknadssyn skapar en hypotes om att social interaktion, samhället, marknaden bör organiseras på ett sätt som förverkligar *en offensiv marknadsmodell* i form av *en effektiv värdepappersmarknad*. Då skapas en värdepappersmarknad som fungerar optimalt i det att den på bästa tänkbara sätt förmår fördela tillgångar mellan marknadsaktörer så att effektiv interaktion kan uppstå.

En liberalistisk syn på straffrätten skapar en hypotes om att social intervention, samhället, rätten bör organiseras på ett sätt som förverkligar *en defensiv rätt* i form av *en återhållsam straffrätt*. Då skapas en straffrätt som fungerar optimalt i det att den på bästa tänkbara sätt förmår skipa rättvisa mellan samhällsaktörerna utan att maktmissbruk kan uppstå.

Denna avhandling handlar därför ytterst om att göra upp om huruvida det råder en djupgående intressekonflikt mellan en offensiv effektiv värdepappersmarknad och en defensiv återhållsam straffrätt.

En sådan djupgående intressekonflikt mellan den offensiva sidan och den defensiva sidan kunde flyta upp mot ytskiktet i rätten och omformuleras som en konflikt uttryckt i begreppsparet värdepappersmarknad – juridik och delvis även i begreppsparet värdepappersmarknadsrätt – straffrätt. Den djupgående intressekonfliktens transcendent projektion vore då närvarande i varje individuellt överläggande som görs inför ett tolkningsavgörande.

Skulle ingen djupgående intressekonflikt råda, vore det möjligt att utgående från en liberalistisk ideologi forma ett koherent tankesystem – värdepappersmarknadsstraffrätten – i samklang med denna. Det uppstod då en samstämmighet mellan resultaten av analysen i denna avhandling och mitt frihetsideal.

Skulle emellertid en djupgående intressekonflikt råda, vore man tvungen att utföra ett ideologiskt val. Om samstämmighet mellan resultaten av analysen i denna avhandling och mitt frihetsideal inte kunde uppnås, måste ett ideologiskt val träffas. Skulle så ske måste offensivitetens effektivitetsideal offras.

Inte ens på den friaste av marknader får rättvisan vara till salu.

<sup>9</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 71.

## 1.2 FÖRBUDET MOT KURSMANIPULATION

Om förbudet mot kursmanipulation stadgas i VPML<sup>10</sup>, SL<sup>11</sup> och LOF<sup>12</sup>. Brottsskrivningsenlighetens objektiva sida definieras i VPML medan brottsskrivningsenlighetens subjektiva sida definieras i SL och LOF.

Enligt i denna avhandling företrädd systematisering kan förbudet mot kursmanipulation anses omfatta två systematiskt divergerande former av kursmanipulation: informationsbaserad kursmanipulation och marknadskraftsbaserad kursmanipulation.<sup>13</sup>

I *informationsbaserad kursmanipulation* utgör vilseledande information det kritiska elementet i förbudet. Förbudets rötter går således tillbaka till ett generellt förbud mot lögn. Vilseledande information anses vara skadlig för värdepappersmarknadens värderingsfunktion och därför syftar förbudet till att förhindra spridningen av vilseledande information på värdepappersmarknaden. Information är emellertid ett mångfasetterat begrepp på värdepappersmarknaden.<sup>14</sup> Information omfattar således enligt här företrädd systematik både kommunikationsinformation och transaktionsinformation. Transaktionsinformation är förenklat uttryckt

<sup>10</sup> VPML 5:12.1 lyder i tillämpliga delar: ”Kursen för värdepapper som är föremål för offentlig eller multilateral handel får inte manipuleras.” VPML 5:12.2, 1–4 som definierar kursmanipulation lyder i tillämpliga delar: ”Med kursmanipulation avses 1) vilseledande köp- eller säljbud, sken-transaktioner och andra svikliga förfaringssätt som gäller värdepapper som är föremål för offentlig eller multilateral handel, 2) transaktioner och andra åtgärder som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper som är föremål för offentlig eller multilateral handel, 3) transaktioner och andra åtgärder genom vilka en person eller flera personer i samarbete låser fast priset på värdepapper som är föremål för offentlig eller multilateral handel vid en onormal eller konstlad nivå, och 4) offentliggörande eller annan spridning av falsk eller vilseledande information om värdepapper som är föremål för offentlig eller multilateral handel, om den som offentliggör eller sprider informationen visste eller borde ha vetat att informationen är falsk eller vilseledande.”

<sup>11</sup> SL 51:3 lyder i tillämpliga delar: ”Den som för att bereda sig eller någon annan ekonomisk vinning manipulerar kursen för värdepapper som är föremål för offentlig eller multilateral handel, ska för *kursmanipulation* dömas till böter eller fängelse i högst två år.”

<sup>12</sup> Enligt LOF 40–42 kan en offentlig anmärkning tilldelas den som på något annat sätt än enligt SL 51:3 underlåter att iaktta eller bryter mot vad som i värdepappersmarknadslagen eller med stöd av den föreskrivs om marknadsmissbruk. Under vissa omständigheter angivna i LOF 41 kan i stället för offentlig anmärkning även en offentlig varning ges. I tillägg till den offentliga anmärkningen kan dessutom enligt LOF 42 en påföljdsavgift, om gärningsmännen uppsåtliga eller av oaktsamhet på något annat sätt än enligt 51 kapitlet i strafflagen underlåter att iaktta eller bryter mot bestämmelserna i bl.a. VPML 5:12.

<sup>13</sup> Jag utvecklar systematiken nedan i kapitlet IV.2.3.

<sup>14</sup> Orsaken till att begreppet information bör hållas omfattande i kursmanipulationskontext är en följd av marknadens funktion. I relation till marknadens funktion är all information essentiell, men transaktionsinformation har en mera direkt koppling till marknadens uttryckssätt för värderingsfunktionen, d.v.s. värdepapperskursen, än kommunikationsinformation (oftast) har. Jag utvecklar skillnaden nedan i IV.3.

börsens kroppsspråk, medan kommunikationsinformation enligt här omfattad mening är information i vilken annan form som helst. Informationsbaserad kursmanipulation förekommer således både i form av kommunikationsbaserad kursmanipulation och transaktionsbaserad kursmanipulation.<sup>15</sup>

I *marknadskraftsbaserad kursmanipulation* utgör marknadskraft det kritiska elementet i förbudet. Förbudets rötter går således tillbaka till ett generellt förbud mot (otillbörligt) tvång. En sådan marknadskraft som förmår kontrollera värdepappersmarknadens värderingsfunktion så att den predestinerat kan styras enligt den kontrollerande partens önskemål anses vara skadlig för värdepappersmarknadens värderingsfunktion.<sup>16</sup>

Förbudet mot kursmanipulation försöker därmed (något slentrianmässigt uttryckt) skydda värdepappersmarknadens fria funktion. Den som stör värdepappersmarknadens fria funktion bör tilldömas en sanktion. För att utreda när någon anses störa marknadens fria funktion måste en rättsdogmatisk analys utföras för att därigenom tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation.

### 1.3 VAL AV ÄMNE

Val av ämne för en doktorsavhandling är en grannliga uppgift: Valet görs per definition i ett *ex ante*-perspektiv och skymms således av en slöja av okunskap. Lyckligtvis tillåter avhandlingsskrivandet dock att ämnesvalet motiveras i ett *ex post*-perspektiv. Justifieringen av ämnesvalet handlar således alltid om en efter-rationalisering. Det oaktat kan tre (förhållandevis objektiva<sup>17</sup>) kriterier för ett gott ämne uppställas.

Först av allt måste ämnet vara utforskat. Det ligger i vetenskapens natur att befatta sig med frågor som inte ännu är utredda. För det andra skall ämnet gärna vara aktuellt. Det är ändamålsenligt att granska saker som ligger i tiden. För det tredje bör ämnet gälla frågeställningar som är av samhällelig relevans. Samhällsrelevansen borgar för att vetenskapen i bästa fall förmår bidra till en bättre värld.

Förbudet mot kursmanipulation är ett *utforskat ämne*. I finländsk juridisk doktrin saknas ingående forskning om förbudet mot kursmanipulation. Hittills

<sup>15</sup> Informationsbaserad kursmanipulation behandlas, definieras och analyseras utförligt nedan i kapitlet IV.3 och IV.4.

<sup>16</sup> Marknadskraftsbaserad kursmanipulation behandlas, definieras och analyseras utförligt nedan i kapitlet IV.5 och IV.6.

<sup>17</sup> Det viktigaste kriteriet vid val av ämne för en avhandling är nog helt subjektivt: Forskaren måste uppfatta ämnet för en avhandling intressant. Jag utgår ifrån att detta subjektiva kriterium alltid även uppfyllts i tillräcklig grad då skrivandet av en avhandling slutförts.

har sedan premiärkriminaliseringen av kursmanipulation i strafflagen den 1 april 1999 endast ett fåtal rättsdogmatiska skrifter om ämnet publicerats.<sup>18</sup> Därmed är kursmanipulation just nu det värdepappersmarknadsbrott som inte varit föremål för en mera ingående nationell utredning t.ex. i form av en akademisk avhandling.<sup>19</sup> Rättspraxis beträffande förbudet mot kursmanipulation är i det närmaste nonexistent.<sup>20</sup> Också i det nordiska rummet är det uppenbart att förbudet mot kursmanipulation hittills varit styvmoderligt behandlat i rättsdogmatisk forsk-

<sup>18</sup> Det är ytterst få rättsvetenskapliga framställningar som överhuvudtaget nämner förbudet mot kursmanipulation. Dessa är dock i kronologisk ordning *Astola* 1990 s. 125, *Sillanpää* 1994 s. 74–80, *Kaisanlahti* 1995 s. 1300–1305, *Knuts* 2004 s. 559–588, *Häyrynen* 2006 s. 193–230, *Knuts* 2007 a s. 42–67, *Rautio – Majanen* 2008 s. 1434–1439, *Karjalainen m.fl.* 2008 s. 408–417 och *Knuts* 2009 s. 69–76. Av ovannämnda framställningar får samtliga betraktas vara förhållandevis ytliga. På grund av utvecklingshastigheten i lagstiftningen på området är flera av källorna dessutom föråldrade (vissa flerfaldigt, kan tilläggas).

<sup>19</sup> Jfr insiderbrottet (SL 51:1) där det i skrivande stund finns tre publicerade doktorsavhandlingar i Finland: *Kurenmaa* 2003, *Annola* 2005 och *Häyrynen* 2006. Värld att notera är även artikelframställningar av *Painilainen* 2004 (om insiderrettens handelsförbud) samt *Knuts* 2009 b (om insiderrettens röjandeförbud). Jfr även informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden (SL 51:5) där det i skrivande stund finns en publicerad doktorsavhandling i Finland, *Huovinen* 2004. Värdepappersmarknadsbrotts processuella aspekter, främst målsägandefrågeställningen har analyserats av *Timonen* 2001 s. 60–62, *Tuomola* 2001 s. 259–299, *Virolainen – Pölönen* 2004 s. 178–179 samt *Knuts* 2007 s. 147–148. Övriga processuella aspekter har även analyserats av *Knuts* 2006 s. 831–852 och *Knuts* 2007 s. 142–156. Rättsfrågor gällande förverkandepåföljd i samband med värdepappersmarknadsbrott har även analyserats av *Hakamies* 2008, *Lavonen* 2009 och *Knuts* 2009 a. Det är dessutom skäl att konstatera att värdepappersmarknadsrättsrelaterade akademiska avhandlingar och övriga monografier publicerats med förhållandevis tillfredsställande aktivitet i Finland. Noteras kan därmed (åter i kronologisk ordning) *Rapakko* 1990 (om bolagsledningens skyldigheter på värdepappersmarknaden), *Astola* 1990 (om rättsregler på värdepappersmarknaden) *Sillanpää* 1994 (om offentliga köpeanbud), *Timonen* 1997 (om kontroll, pris och marknads-kraft på värdepappersmarknaden), *Rudanko* 1999 (om värdepappersmarknaden och civilrätten), *Kaisanlahti* 1999 (om intressenters risk i förhållande till börsbolag), *Savela* 1999 (om bolagsledningen och fientliga offentliga köpeanbud), *Mäntysaari* 2001 (om mäklarens roll i förhållande till investeringsrekommendationer), *Harju – Syyrilä* 2001 (om regler gällande placeringsfonder), *Hidén* 2002 (om emittenters skadeståndsansvar), *Hoppu* 2004 (om marknadsföring av investeringsprodukter), *Turtiainen* 2004 (om investerarskydd och placeringsfonder), *Palm* 2005 (om företagsförvärv och marknaden för kontroll) och *Hoppu* 2007 (om avtal rörande finansiella tjänster).

<sup>20</sup> I Finland har i skrivande stund inga kursmanipulationsfall behandlats av HD. Mig veterligen har endast fem fall gällande åtal för kursmanipulation avgjorts på hovrättsnivå: Se *Cultor*-fallet, *Elektrotel*-fallet, *YIT*-fallet, *Tampereen Puhelin*-fallet och *Jippii*-fallet. I alla fem fall har händelseförloppet utspelat sig innan marknadsmissbruksdirektivet implementerades och det tidigare förbudet mot kursmanipulation reviderades. Två av fallen är dessutom avgjorda före stadgandet av det förbud mot kursmanipulation, som marknadsmissbruksdirektivet senare reviderade. De är därmed formellt sett inte ens fall som gäller förbudet mot kursmanipulation, trots att händelseförloppet i dag förmodligen skulle analyseras utgående från förbudet mot kursmanipulation. Därmed gäller alla fall den gamla lagens tid (vissa den dubbelt föråldrade lagens tid). Tre fall av de fem fallen omfattar dessutom ett handelsmönster som sedan en blockhandelsmöjlighet införts på börsen i Helsingfors inte längre erbjuder aktören en sådan ekonomisk fördel som tidigare eftersträvades med handelsmönstren. Brottsmiljön är således till denna del även föråldrad. Ett av dessa fall har dessutom ännu inte vunnit laga kraft (däremot har ansökningar om besvärstillstånd lämnats hos



ning.<sup>21</sup> Behovet av forskning är inte heller helt tillfredsställt på ett europeiskt plan.<sup>22</sup>

Förbudet mot kursmanipulation är ett *aktuellt ämne*.<sup>23</sup> Legislativa reformer gällande förbudet mot kursmanipulation gör att ämnet ligger i tiden. Europeiska Unionen gav år 2003 under *Financial Services Action Plan* flera direktiv som berör marknadsmissbruk.<sup>24</sup> Kursmanipulation utgör en form av marknadsmissbruk. Det mest centrala direktivet (marknadsmissbruksdirektivet (direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)), stod för medlemsstaterna att implementera per den 14 oktober 2004. I Finland implementerades den helhet direktiven skapade den 1 juli 2005 genom RP 137/2004.<sup>25</sup>

HD). En sammanfattning av rättspraxis gällande kursmanipulation i Finland gör alltså gällande att någon relevant rättspraxis egentligen inte existerar.

<sup>21</sup> Framförallt *Lau Hansen* 2001 s. 487–524 (Danmark), *af Sandeberg* 2002 s. 127–159 och *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 274–298 (Sverige) utgör här i viss mån undantag och är goda grundläggande källor för fortsatt ingående forskning om kursmanipulation. Observeras bör att *Lau Hansen* och *af Sandeberg* publicerats innan den legislativa reformen (se nedan) inom EU genomförts. Dessutom bör *Wasenden* 2007 omnämnas. *Wasendens* undersöknings infallsvinkel är dock energimarknadsrätt vilket gör att avhandlingens tyngd för hela värdepappersmarknaden blir begränsad. Ur norsk synvinkel är det ytterligare skäl att nämna *Axelsen* 2007 som analyserar marknadsmissbruk ur ett kriminologiskt perspektiv. Avslutningsvis bör ännu hänvisas till *Bergbörssons* prisbelönta avhandling pro gradu (*Bergbörsson* 2009) som behandlar förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation enligt isländsk rätt.

<sup>22</sup> Läget i Tyskland är självfallet bättre. Där kan om kursmanipulation noteras bl.a. dissertationer av *Arlt* 2004, *Trüstedt* 2004, *Hild* 2004 i viss mån även *Ziouvas* 2005, *Diehm* 2006, *Schönhöft* 2006 och *Papachristou* 2006. Se även den omfattande läroboken av *Schröder* 2007. I England är det i synnerhet skäl att nämna *Rider m.fl.* 2002, *Avgouleas* 2005 och *Barnes* 2009.

<sup>23</sup> Jag kan med glädje notera att kursmanipulation varit ett ämne vars aktualitet tilltagit under avhandlingsskrivandets lopp.

<sup>24</sup> Därmed godkändes direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) samt därtillhörande stöddirektiv (i) direktiv 2003/125/EG om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppges intressekonflikter och (ii) direktiv 2003/124/EG om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan samt (iii) direktiv 2004/72/EG om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner. Dessutom gavs Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

<sup>25</sup> På ett mera teoretiskt plan är förbudet mot kursmanipulation även ett mycket aktuellt ämne. *Nuotio* 1998 s. 7 noterar t.ex. två exempel som för honom symboliserar modernitet i straffrätt. Allt oftare utnyttjas farekriminaliseringar i straffrätten för att ge straffrätten en preventiv funktion. Allt oftare eftersträvar straffrätten att skydda kollektiva rättsgoda jämfört med det klassiska individfokus som tidigare var förhärskande. *Nuotio* nämner skyddet av trafiken och skyddet av miljön som exempel. Som tredje exempel och som ett tillägg sedan *Nuotios* analys 1998 kunde idag skyddet av



Slutligen och är kursmanipulation ett *ytterst samhällsrelevant ämne*. Samhällsrelevansen har många dimensioner. Dels förekommer misstankar om kursmanipulation allt oftare.<sup>26</sup> Den finländska tillsynsmyndigheten Finansinspektionen rapporterar om ett ökande antal misstänkta fall av kursmanipulation i Finland. En starkt tilltagande trend kan även noteras i framför allt Sverige men också i Danmark.

**Tabell 1.** Tabell över misstänkta fall av kursmanipulation.

|         | 2006 | 2007 | 2008             |
|---------|------|------|------------------|
| Finland | 10   | 5    | 10 <sup>27</sup> |
| Sverige | 33   | 60   | 190              |
| Danmark | –    | 27   | 28               |

Dels har kursmanipulation en enorm samhällelig genomslagskraft. I takt med att värdepappersmarknaden fått en befäst ställning i samhällsekonomin ökas även den tänkbara samhälleliga skada som förorsakas genom brott mot förbudet mot kursmanipulation. Samtidigt vittnar även internationell utveckling om att individuella fall som kan tänkas utgöra kursmanipulation tilltar i magnitud, vilket (för det fall att brott även konstateras) bidrar till att åstadkomma större samhälleliga svallvågor till följd av fenomenet.<sup>28</sup>

värdepappersmarknaden gott tilläggas. Se även *Nuotio* 1998 a s. 1346. Se vidare *Ulväng* 2009 s. 227 som karakteriserar straffrättens moderna utveckling genom stickorden massmedial kontroll, effektivisering och snabbhet. Jag ser dessa stickord passa (för väl) in på värdepappersmarknadsbrott. För väl, eftersom den massmediala kontrollen numera i praktiken allt oftare utsträcker sig till utpekande rapporter om även sådant som inte är brott, ofta inte ens ännu en färdig förundersökning.

<sup>26</sup> Kursmanipulation är i dag i ett intressant brytningsskede, eftersom det allt oftare framförs misstankar om att kursmanipulation begåtts i form av att Finansinspektionen initierar undersökningar om fall där skäl att misstänka kursmanipulation anses förekomma. Samtidigt är det fortsättningsvis mycket ovanligt att någon döms för kursmanipulation. Den straffrättsjuridiska ståndpunkten är således att kursmanipulation fortsättningsvis är ett mycket ovanligt fenomen – ingen är ju skyldig förrän en fällande dom meddelats. Den sociologiska ståndpunkten torde dock vara att det finns ett ökat intresse för att pröva gränsen mellan kursmanipulation och tillåten aktivitet på värdepappersmarknaden. Empirisk kunskap från Sverige och Danmark tyder dessutom på att de ökade antalet undersökta fall även kommer att generera ett ökat antal fällande domar om kursmanipulation.

<sup>27</sup> Finansinspektionen i Finland hade per den 30 juni 2009 registrerat redan 14 fall av misstänkt kursmanipulation. Tillväxten är således uppenbar.

<sup>28</sup> Som ett exempel på magnituden kan nämnas det tyska *Porsche*-fallet, som än så länge endast undersökts av den tyska *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*. Jag beskriver fallet närmare nedan i IV.6.2.2. Den direkta nyttan i fallet antas vara flera miljarder euro, varav följer att den direkta skadan är motsvarande och den indirekta skadan i form av tappat förtroende för värdepappersmarknaden är stor, men betydligt svårare att kvantifiera.

Dessutom är kursmanipulation avslutningsvis ett samhälleligt fenomen som står nära den diskussion som förts om det marknadsekonomiska samhällets fundament. Den extrema volatilitet som uppstått på världens värdepappersmarknader till följd av den globala finanskrisen har skapat en (stundom kritisk) diskussion om fria marknader och deras sociala och etiska berättigande.<sup>29</sup> Kursnervositet, kursirrationalitet och kursförvridningar av olika slag har öppnat världens ögon för fenomen som alla har en koppling till kursmanipulation. Förbudet mot kursmanipulation är således samhällsrelevant på flera olika nivåer och i en ökande grad.

---

<sup>29</sup> Jag återkommer till diskussionen nedan i II.3.



## 2 Problemställningen

### 2.1 AVHANDLINGEN I KORTHET

Denna avhandling handlar om brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida i förbudet mot kursmanipulation på värdepappersmarknaden.<sup>30</sup> Avhandlingens syfte är att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation.<sup>31</sup> Detta syfte uppnås genom att förbudet mot kursmanipulation först kontextualiseras, därefter kalibreras och slutligen konkretiseras.<sup>32</sup> Till följd av detta uppstår resultatet i form av motiverade lösningsförslag – tolkningsrekommendationer – som argumenterar för hur man skall lösa lagtolkningsproblem som uppstår då förbudet mot kursmanipulation tillämpas på aktivitet på värdepappersmarknaden.<sup>33</sup>

### 2.2 INNEHÅLL OCH AVGRÄNSNINGAR

Denna avhandling behandlar brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida i förbudet mot kursmanipulation. Denna objektiva sida har ett normativt innehåll som främst definieras i VPML. Den finländska lagstiftaren har skapat ett tvåspårigt sanktionssystem för den som överträtt förbudet mot kursmanipulation i VPML. När brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida konstaterats uppfylld, kan således gärningsmannen, förutsatt att uppsåt eller vållande konstateras, sanktioneras antingen enligt SL eller enligt LOF.<sup>34</sup> Strikt taget är objektet för undersökningen i denna avhandling därmed brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida i förbudet mot kursmanipulation i både straffrättslig (VPML och SL) och förvaltningsrättslig (VPML och LOF) tappning.<sup>35</sup>

<sup>30</sup> Se för en detaljerad beskrivning av avhandlingens innehåll och avgränsningar I.2.2 nedan.

<sup>31</sup> Se för en detaljerad beskrivning av avhandlingens syfte I.2.3 nedan.

<sup>32</sup> Se för en detaljerad beskrivning av avhandlingens tillvägagångssätt I.2.4 nedan.

<sup>33</sup> Se för en detaljerad beskrivning av avhandlingens resultat I.2.5 nedan.

<sup>34</sup> I det förra fallet utgår en straffrättslig sanktion. I det senare fallet utgår en administrativ sanktion som får anses vara förvaltningsrättslig. Valet av sanktionsform korrelerar inte med gränsdragningen mellan uppsåt och vållande. I stället tillgrips det straffrättsliga sanktionsalternativet efter att avsiktssuppsåt konstaterats, medan de administrativa sanktionerna tillgrips om uppsåt eller vållande, dock inte avsiktssuppsåt, konstaterats.

<sup>35</sup> Det faktum att förbudet mot kursmanipulation förekommer i både straffrättslig och förvaltningsrättslig tappning kan få konsekvenser för tolkningen av förbudet. Det går inte att ta för givet

Eftersom något entydigt brottsbegrepp inte existerar i finländsk straffrättslig doktrin<sup>36</sup> är det skäl att kort precisera vad jag i denna avhandling åsyftar då jag talar om brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida.<sup>37</sup> I denna avhandling anses till brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida höra frågan om en relevant gärning motsvarar förutsättningarna i en relevant norm. I denna exercis ingår således intellektuella överväganden om gärning, kausalitet (för det fall att krav på kausalitet kan identifieras i åberopad norm) gärningsculpa (för det fall att gärningsculpan är tillämplig i åberopad norm) och slutligen det syllogistiska led som kan benämnas tillämpning, tolkning eller subsumtion, som sammankopplar den relevanta gärningen med den relevanta normen.<sup>38</sup>

Eftersom det förekommer variationer gällande hur man brottsbegreppsligt systematiserar frågor om rättsstridighet, skall här ännu öppet konstateras att jag i och för sig snarare anser rättsstridighetsfrågorna tillhöra brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida än den subjektiva sidan.<sup>39</sup> Däremot omfattar inte avhandlingen frågor om rättsstridighet. Frågor om rättsstridighet gäller om s.k. rättfärdigande grunder föreligger. Eftersom de rättfärdigande grunderna enligt min syn på brottsbegreppet är nödvärn (SL 4:4) och nödtillstånd (SL 4:5) är det så vitt jag kan se i praktiken otänkbart att rättsstridighetsinvändningar skulle ha någon betydelse vid kursmanipulation.<sup>40</sup> Således är det inte skäl att undersöka dessa närmare.

Denna avhandling behandlar inte alla aspekter som intellektuellt sett har en beröringspunkt med brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida i förbudet mot kursmanipulation. Jag kommenterar nedan några aspekter som jag valt att exkludera.

---

att straffrätt och förvaltningsrätt tolkas på samma sätt, även om ordalydelsen i bägge rättsdiscipliner skulle vara identisk. Därför undersöker jag frågan.

<sup>36</sup> Se *Frände* 2004 s. 9–13.

<sup>37</sup> Jag vill direkt påpeka att denna avhandling inte syftar till att analysera eller systematisera brottsbegreppet i finländsk straffrätt. Därför är brottsbegreppet i denna avhandling endast ett sätt att operationalisera förutsättningarna för utdelandet av rättsliga sanktioner och ger därmed främst ett mervärde i avhandlingen eftersom brottsbegreppet underlättar att hålla olika nivåer i det rättsdogmatiska tänkandet i sär och möjliggör att den analytiska tankeverksamheten som hänför sig till de olika nivåerna kan hållas ihop. Att det jag kommer att anföra i denna avhandling skulle vara beroende av vilket brottsbegrepp man väljer att omfatta har jag svårt att se.

<sup>38</sup> Jag avser inte heller ta ställning till valet av begrepp för att beskriva det tankeled som bör utföras för den som önskar besvara frågan om en åberopad gärning motsvarar en relevant norm.

<sup>39</sup> Jag vill inte utesluta möjligheten att upprätthålla ett tredelat brottsbegrepp som ger rättsstridighetsfrågorna status av en egen kategori. Om man omfattar denna syn faller dock entydigt rättsstridighetsfrågorna utanför de objektiva brottsbeskrivningsförutsättningar jag sagt att jag behandlar. De sorterar således utanför avhandlingens frågeställning.

<sup>40</sup> Jag är medveten om att det gjorts goda försök inom straffrätten att utveckla synen på de rättfärdigande grunderna inom ramen för en företagsmiljö. Se *Asp* 1998 s. 135–172. Det förefaller dock gällande förbudet mot kursmanipulation som om det fanns tillräckligt mycket fascinerande och intressant att undersöka redan utan dylika tilläggsdimensioner.

dera och motiverar varför jag inte fann det ändamålsenligt att inkludera dem i avhandlingen.<sup>41</sup>

Jag har därmed för det första valt att avgränsa analysen av förbudet mot kursmanipulation så att jag inte behandlar brottsbeskrivningsenlighetens subjektiva sida. Frågor om uppsåt och vållande hör till brottsbeskrivningsenlighetens subjektiva sida och följaktligen behandlar jag dem inte i denna avhandling. Det är enkelt att straffrättsligt motivera varför undersökningen inkluderar den objektiva sidan men exkluderar den subjektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten. Den vedertagna straffrättsliga tågordningen utgår ifrån att den objektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten måste avgöras innan den subjektiva sidan avgörs. Rent straffrättsstrukturellt är det alltså motiverat att först granska den objektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten. Orsaken till att jag valt att exkludera den subjektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten är lika uppenbar. En ingående granskning av den objektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten låter sig inte göras utan en omfattande analys. Det vore därför oändamålsenligt att begränsa denna del av analysen för att i stället ta sig an analysen av den subjektiva sidan. Alternativet, att behandla bäggedera ingående, är inte tänkbart med hänvisning till nuvarande krav gällande omfattningen för akademiska avhandlingar.

Någon kunde nu invända att analysen av förbudet mot kursmanipulation blir ofullständig då ingen analys av den subjektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten utförs. Invändningen saknar emellertid grunder både på ett praktiskt och på ett teoretiskt plan. På ett praktiskt plan kan anföras att eftersom förbudet mot kursmanipulation enligt finländsk rätt strukturerats så att ett tvåspårigt sanktionssystem skapats, har tyngdpunkten i förbudet mot kursmanipulation förskjutits till just den objektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten. Då gärningsmannens beteende uppfyller de rekvisit som tillhör den objektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten kommer nämligen en sanktion att följa, oavsett vilketera ansvarsrekvisit som konstateras uppfyllt på den subjektiva sidan.<sup>42</sup> I praktiken degraderar således detta tvåspåriga system vikten av analysen av ansvarsrekvisitet från den artskillnad (fråga om regelbrott/icke-regelbrott) den vanligen är, till en gradskillnad (regelbrott, men fråga om det sanktioneras straffrättsligt eller förvaltningsrättsligt).

---

<sup>41</sup> Målet med dessa avgränsningar är inte att notera varje aspekt som har en intellektuell beröringspunkt med avhandlingens ämne men som ändå inte är inkluderad. Jag överlämnar således ett grundläggande avgränsningsansvar åt läsaren och berör i stället endast de mest relevanta avgränsningarna.

<sup>42</sup> Jag problematiserar inte möjligheten att utföra gärningar som anses uppfylla den objektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten, utan att samtidigt vara culpösa. Om sådana gärningar finns, utdöms självfallet ingen sanktion, men jag håller sådana situationer för praktiskt sett mycket osannolika.

På ett teoretiskt plan kan anföras att straffrättsdogmatiken traditionellt gjort en fundamental skillnad mellan frågor av speciell natur och frågor av allmän natur. Till straffrättens speciella del hör frågor om tolkningen av de individuella brotten. Till den allmänna delen hör generellt gångbara frågeställningar, t.ex. frågor om hur uppsåt och vållande skall gestaltas inom ramen för analyser av den subjektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten. För att inom straffrättens speciella del föra en genomgripande diskussion om den objektiva sidan av det utvalda brottet behövs en långtgående kontextualisering av ifrågavarande brott. Frågeställningarna måste skraddarsys så att de kan avgöras lyhört för den omgivning som brottet reglerar. För att däremot föra en genomgripande diskussion om uppsåt och vållande på den subjektiva sidan av brottsbeskrivningsenligheten behövs snarare ett omvänt grepp. Eftersom frågor om uppsåt och vållande (framför allt frågan om gränsen mellan uppsåt och vållande) måste besvaras enligt en systematik som är koherent över hela det straffrättsliga fältet, vore en långtgående kontextualisering av frågor om ansvarsrekvisit vid brott mot förbudet mot kursmanipulation oändamålsenlig. Dels uppstod då en uppenbar fara för att svaret skulle komma att ges för långt i från den allmänna straffrätt, vars koherenskrav dikterar svaret på frågan. Dels uppstod då en uppenbar fara för att straffrättens allmänna läror fragmenterades (vilket självklart går stick i stäv med hela de allmänna lärorens existensberättigande).

Jag har därefter för det andra valt att avgränsa framställningen så att jurisdiktionsfrågor utesluts. Jurisdiktionsfrågor omfattar här både frågor som gäller kursmanipulationsförbudets geografiska jurisdiktion och frågor som gäller förbudets jurisdiktion *vis-à-vis* objekt.

Gällande det i avhandlingen undersökta förbudets geografiska jurisdiktion noteras inledningsvis att avhandlingen avgränsas till att gälla endast finländsk rätt.<sup>43</sup> Konsekvensen av denna strikta avgränsning skall dock inte överdramatiseras. Det faktum att avhandlingen avgränsats att gälla endast finländsk rätt leder inte alls till att utländsk rätt inte är av ett stort intresse och dessutom får ett förhållandevis stort utrymme i denna avhandling. Det faktum att förbudet mot kursmanipulation dessutom är av EG-rättsligt ursprung, bidrar förstås till att öka det

<sup>43</sup> Trots att avhandlingens frågeställning uttryckligen gäller endast det finländska förbudet är det för avhandlingens frågeställning angeläget att notera motsvarande förbud i vissa relevanta jurisdiktioner i tillägg till Finland. I Sverige stadgas således om *förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan* i 8 Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (Marknadsmissbrukslagen). I Danmark stadgas om *kursmanipulation* i *Værdipapirhandelsloven* 39. I Norge stadgas om förbudet mot *markedsmanipulasjon* i 3:8 *Lov om verdipapirhandel*. På Island stadgas om förbudet mot *markaðsmisnotkun* i 117 i *lög nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti*. I Tyskland stadgas om *Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation* i *Wertpapierhandelsgesetz 20 a* och i England stadgas om *market manipulation* i *Financial Services and Markets Act 118*. Samtliga dessa jurisdiktioner har i åberopad lagstiftning eftersträvat att implementera marknadsmissbruksdirektivet (samt dess stöddirektiv).

gränsöverskridande värdet av resultatet av denna avhandling, trots att avhandlingen avgränsats till att gälla endast finländsk rätt.

Gällande det i avhandlingen undersökta förbudets geografiska jurisdiktion noteras därtill att jag uteslutit regler om den finländska rättens tillämplighet i rummet. Jag problematiserar därmed inte vilka gärningar av gränsöverskridande karaktär som är sådana att finländsk rätt skall tillämpas på dem. Jag noterar dock att värdepappersmarknaden är ett gränsöverskridande, internationellt samhällsfält.<sup>44</sup> Detta tar sig främst uttryck i att värdepappersmarknaden idag är tillgänglig nästan oavsett värdepappersmarknadsaktörernas geografiska position. Straffrätten har dock traditionellt haft en nationell prägel. Detta har främst tagit sig uttryck i ett tänkesätt enligt vilket straffrätten är en nationell angelägenhet, vars jurisdiktion följaktligen preliminärt upphör vid statens geografiska gräns. Denna kombination av internationellt och nationellt kan för värdepappersmarknadsstraffrätten leda till förhållandevis intressanta lagvalsfrågor och intressanta frågor gällande den nationella rättens tillämplighet.<sup>45</sup> Utgångspunkten i denna avhandling är dock finländsk rätt och sådana gärningar som bedöms vara utförda i Finland.

Gällande det i avhandlingen undersökta förbudets jurisdiktion *vis-à-vis* objekt bör inledningsvis påpekas att värdepappersmarknadsrätten upprätthåller ett förhållandevis finförgrenat system för klassifikation av olika objekt som kan handlas på det som i allmänt språkbruk kallas för värdepappersmarknaden, men som mera tekniskt kan definieras som handelsplatser.<sup>46</sup> Klassifikationerna har olika rättsliga konsekvenser i olika kontexter. Det vore således tänkbart att kursmanipulationsreglerna inte tillämpades på alla tänkbara objekt. Emellertid är utgångspunkten i kursmanipulationsreglerna (och även i övrigt i marknadsmissbruksreglerna) klar i form av att en mycket bred definition av tillämpligheten av reglerna

<sup>44</sup> Se för övrigt även marknadsmissbruksdirektivet, preambel 10.

<sup>45</sup> Ta följande fingerade, men i mitt tycke realistiska exempel. Den finländska investeraren, som bor i Monaco, har ett fast driftsställe i form av ett kontor i London. Sittande på sitt kontor köper hon för sitt luxemburgska holdingbolags Cayman-registrerade dotterbolags räkning exklusivt kontantavräknade icke-standardiserade derivat, som utställts av en fransk bank. Derivatens referensvärde är beroende av värdet på en korg värdepapper som består av statsobligationer emitterade av Argentina, Brasilien och Chile. Derivaten som investeraren nu köper av en investerare från Dubai noteras i multilateral handel på en elektronisk handelsplats, som opereras av en amerikansk banks irländska filial via en server som fysiskt finns i Lettland. Finländaren bestämmer sig för att manipulera kursen för derivaten genom att före köpet utföra skenavslut till fallande kurs. Vilket lands lag skall tillämpas på manipulationen? Är det möjligt att tillämpa finländsk lag på manipulationen?

<sup>46</sup> Handelsplatser omfattar reglerade marknader, MTF-plattformar och mellanhänder enligt de s.k. MiFID direktivet (Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21.4.2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG).



*vis-à-vis* objekt omfattats.<sup>47</sup> Förbudet mot kursmanipulation tillämpas således på objekt som går under den definition av finansiella instrument som ingår i marknadsmissbruksdirektivet.<sup>48</sup> Mot bakgrunden av denna utgångspunkt har jag inte bedömt det vara ändamålsenligt att inkludera en djuplodande analys av tillämpligheten av förbudet mot kursmanipulation i förhållande till objekt på värdepappersmarknaden.<sup>49</sup>

Jag har slutligen för det tredje valt att inte befatta mig med supplerade frågeställningar. Till dessa hör processuella frågor som berör verkställandet av förbudet mot kursmanipulation och frågor om förverkandepåföljd i anslutning till förbudet mot kursmanipulation.

## 2.3 SYFTE

Det övergripande syftet i denna avhandling är att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Syftet kan konkretiseras. Jag eftersträvar att presentera motiverade lösningsförslag på konkreta typfallssituationer av potentiell kursmanipulation. Typfallssituationerna är valda för att de utmanar gränsen mellan vad som är tillåtet och vad som är otillåtet på värdepappersmarknaden.

<sup>47</sup> Se marknadsmissbruksdirektivets preambel 34 enligt vilken finansmarknadernas ökade räckvidd, den snabba förändringen och antalet nya produkter och företeelser gör att direktivet måste ha ett brett tillämpningsområde i fråga om berörda finansiella instrument och metoder för att kunna garantera integriteten hos gemenskapernas finansmarknader.

<sup>48</sup> Marknadsmissbruksdirektivet definierar finansiella instrument som överlåtbara värdepapper som de definieras i rådets direktiv 93/22/EEG av den 10.5.1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet. Dessa är andelar i företag för kollektiva investeringar, penningmarknadsinstrument, finansiella terminskontrakt och motsvarande instrument med kontantavräkning, ränteterminskontrakt, ränte- och valuta- och aktieswappar, köp- och sälloptioner avseende alla instrument som hör till dessa kategorier, däri inbegripet motsvarande instrument med kontantavräkning (särskilt även valuta- och ränteoptioner), råvaruderivat samt alla övriga instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad i någon medlemsstat eller för vilka en ansökan om godkännande för handel har ingivits i någon medlemsstat.

<sup>49</sup> Eftersom jag inte ger mig in i en objektsdiskussion följer av valet även en terminologisk tilläggsanmärkning. Jag gör i denna avhandling ingen begreppslig skillnad mellan värdepapper och finansiella instrument, utan använder i stället generellt ordet värdepapper i en sådan omfattande bemärkelse att det omfattar även finansiella instrument i marknadsmissbrukskontext. Detta anser jag motiverat, eftersom marknadsmissbruket, trots att det primärt gäller värdepappersmarknaden och således även värdepapper, även generöst tillämpas på finansiella instrument. Det är således ingen systematisk skillnad i missbrukskontext mellan värdepapper och finansiella instrument, varför det av semantiska och stilistiska skäl är befogat att tala om värdepapper – förstås förutsatt att läsaren är införstådd med detta ordval.

## 2.4 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Tillvägagångssättet i avhandlingen förverkligar syftet i avhandlingen. Konkret innebär detta ett tillvägagångssätt i form av följande tre steg – kontextualisering, kalibrering och konkretisering.

Eftersom, för det första, tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation är beroende av förbudets *kontext* bör allra först kontexten presenteras. Kontexten enligt här omfattad mening är motivet för förbudet mot kursmanipulation och miljön för förbudet mot kursmanipulation. I avhandlingens teoretiska del (del II) gestaltas därför kontexten för förbudet mot kursmanipulation.<sup>50</sup> Därefter uppställs en assimilationslära.<sup>51</sup> Med hjälp av assimilationsläran fastställs en syntes om hur kontext preliminärt skall tillämpas då förbudet mot kursmanipulation senare i avhandlingens del III och del IV tolkas och systematiseras.<sup>52</sup>

Eftersom, för det andra, tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation är beroende av hur rättsregler tolkas bör den lagtolkningsmetod som utnyttjas i avhandlingen redovisas. Lagtolkningsmetoden enligt här omfattad mening utvecklas genom att den tolkningsinverkan som etablerade lagtolkningsmetoder medför på tolkningen av förbudet mot kursmanipulation *kalibreras* i förhållande till varandra så att en syntetisk lagtolkningsmetod för tolkningen av förbudet uppstår. I avhandlingens lagtolkningsmetodologiska del (del III) redovisas därför den lagtolkningsmetod med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas. Jag jämför tre vedertagna varianter av rättsdogmatiska lagtolkningsmetoder med varandra. Dessa är en straffrättslig lagtolkningsmetod,<sup>53</sup> en lagtolkningsmetod som följer den Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna<sup>54</sup> och en EG-rättslig lagtolkningsmetod.<sup>55</sup> Ur dessa metoder utvecklas den kalibrerade lagtolkningsmetod som senare används i avhandlingens del IV vid tolkningen av förbudet mot kursmanipulation.<sup>56</sup>

Eftersom, för det tredje, tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation konkretiseras i faktiska juridiska problemställningar bör motiverade lösningsförslag på konkreta lagtolkningsfrågor framläggas. De motiverade lösningsförslagen framläggs enligt här omfattad mening genom att de rättsdogmatiska tolkningsproblemen *konkretiseras*. I avhandlingens avslutande nor-

<sup>50</sup> Se II.2 och II.3.

<sup>51</sup> Se II.4.

<sup>52</sup> Se II.5.

<sup>53</sup> Se III.2.

<sup>54</sup> Se III.3.

<sup>55</sup> Se III.4.

<sup>56</sup> Se III.5.

mativa del (del IV) skall därför kontextualiseringen (del II) och den utvecklade kalibrerade lagtolkningsmetoden (del III) tillämpas för att konkret tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Jag konstruerar först en systematik för förbudet mot kursmanipulation som separerar informationsbaserad kursmanipulation från marknadskraftsbaserad kursmanipulation.<sup>57</sup> Först behandlas informationsbaserad kursmanipulation: Jag gestaltar deliktet i informationsbaserad kursmanipulation genom att analysera förhållandet mellan information och kurspåverkan. Det handlar här om att kontextualisera det normativa förbudet genom att relatera förbudet till den empiriska verklighet (miljö) som regleras. Jag skapar en modell för hur deliktet för informationsbaserad kursmanipulation bör gestaltas.<sup>58</sup> Därefter tillämpar jag modellen genom att presentera konkreta lösningsförslag på typfallssituationer av informationsbaserad kursmanipulation. Lösningsförslag utformas genom att den kalibrerade lagtolkningsmetod som beaktar kontext (motiv) tillämpas.<sup>59</sup> Sedan behandlas transaktionsbaserad kursmanipulation: Jag gestaltar deliktet i transaktionsbaserad kursmanipulation genom att analysera marknadskraft och kurskontroll på värdepappersmarknaden. Också här handlar det om att kontextualisera det normativa förbudet genom att relatera förbudet till marknaden i form av den empiriska verklighet (miljö) som regleras.<sup>60</sup> Jag skapar slutligen en modell för hur deliktet bör gestaltas och tillämpar modellen på typfallssituationer av transaktionsbaserad kursmanipulation. Lösningsförslag utformas genom att den kalibrerade lagtolkningsmetod som beaktar kontext (motiv) tillämpas.<sup>61</sup> Därefter analyseras negativa rekvisit som utgör undantag från förbudet mot kursmanipulation.<sup>62</sup> En syntes av konkretiseringen presenteras.<sup>63</sup> Avslutningsvis sammanfattar jag avhandlingen.<sup>64</sup>

Genom den avslutande normativa delen uppfylls även slutgiltigt avhandlingens syfte – att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation – på ett sätt som är kontextualiserat och därför förenligt med min utgångspunkt i avhandlingen. Tillvägagångssättet i avhandlingen kan därmed schematiskt sammanfattas i följande visuella tappning:

<sup>57</sup> Se IV.2.

<sup>58</sup> Se IV.3.

<sup>59</sup> Se IV.4.

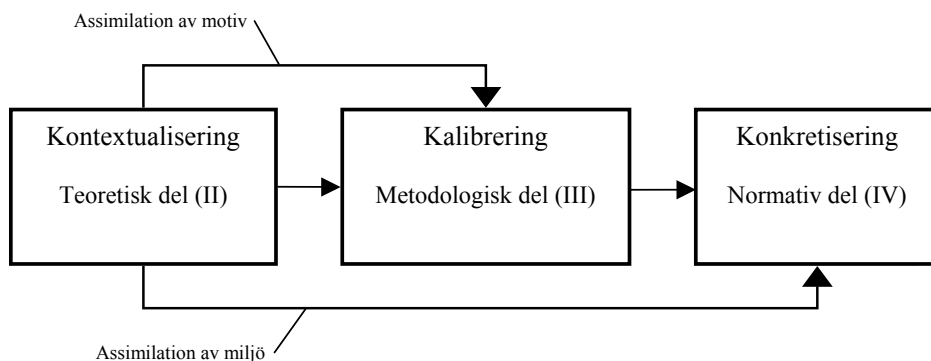
<sup>60</sup> Se IV.5.

<sup>61</sup> Se IV.6.

<sup>62</sup> Se IV.7.

<sup>63</sup> Se IV.8.

<sup>64</sup> Se IV.9.



## 2.5 RESULTAT

Avhandlingens innehåll, dess syfte och tillvägagångssättet som förverkligar syftet mynnar ut i resultat. Resultaten kan – precis som avhandlingen – framställas på olika abstraktionsnivåer.

För det första och mest konkret resulterar avhandlingen i motiverade tolkningsrekommendationer som är lösningar på konkreta normativa lagtolkningsproblem. Avhandlingen resulterar enkelt uttryckt i en tolkningsmanual för förbudet mot kursmanipulation. Denna tolkningsmanual har ett domarperspektiv och riktas främst till den som har ett intresse av att avgöra var gränsen mellan tillåten aktivitet och kursmanipulation går på värdepappersmarknaden.

För det andra och något mera abstrakt resulterar avhandlingen i en kalibrerad lagtolkningsmetod. Eftersom lagtolkningsmetoden beaktar rättsstrukturella släktskap som förbudet mot kursmanipulation uppvisar i förhållande till andra rättsområden, är den kalibrerade lagtolkningsmetoden något mera allmängiltig än lösningarna på de konkreta lagtolkningsproblemen. Det metodologiska resultatet torde således kunna utnyttjas på ett bredare fält av rättsdogmatiska frågor på värdepappersmarknaden än de konkreta tolkningsfrågorna som uttryckligen gäller förbudet mot kursmanipulation.

För det tredje och mest abstrakt resulterar avhandlingen i en modell för contextualisering av rättsdogmatiska frågeställningar. Eftersom contextualiseringen av rätten öppnar rätten för traditionellt sett utomrättsliga kunskapsperspektiv, är modellen förhoppningsvis en allmän lösningsmodell som äger tillämpning på varierande rättsliga problemfält. Denna teoretiska modell är ett sätt för rättsdogmatiken att ta till sig utomjuridisk kunskap, utan att – och detta är jag mycket mån om – för den skull ge avkall på sådana inneboende rättsdogmatiska strukturer och fundament som ingår i den rättsstatlighet som jag vill värna om.



## 3 Kvalifikationer

### 3.1 ANTECKNINGAR OM METOD

Tillvägagångssättet i denna avhandlingen får generellt anses ligga inom ramarna för den metodologiska inriktning som kallas rättsdogmatik. Jag avser inte beskriva min rättsdogmatiska metod mera ingående i detta inledande kapitel, utan noterar mera allmänt att avhandlingens metodologiska diskussion är det bärande temat i del II och del III av framställningen. I dessa delar diskuteras således förhållandet mellan rättsdogmatiken och en empirisk forskningsmetod, förhållandet mellan olika varianter av rättsdogmatiska tolkningsmetoder och den syntes som uppstår då dessa diskurser kombineras.

### 3.2 ANTECKNINGAR OM MATERIAL

Eftersom avhandlingens metod är rättsdogmatisk är även avhandlingens material främst rättsdogmatiskt material. Jag använder för det mesta vedertagna rättskällor. Dessa används i avhandlingen på ett för rättsdogmatiken typiskt sätt. Således framträder en hierarkisk relation mellan de olika vedertagna rättskällorna då förbudet mot kursmanipulation tolkas i senare delar av avhandlingen. Jag anser det därför inte ändamålsenligt att detaljerat klassificera min egen materialanvändning genom att i detta sammanhang relatera den till olika vedertagna varianter av rättskälleläror<sup>65</sup> utan hänvisar till de diskussioner som förs senare i avhandlingen.<sup>66</sup>

Något mera anmärkningsvärt är att avhandlingen också analyserar material som avviker från vedertagna rättskällor. Detta empiriska material är främst undersökningar inom finansiell ekonomi om värdepappersmarknadens funktion.

<sup>65</sup> Min rättskällelära avviker inte markant från vedertagna rättskälleläror i det nordiska rummet. Se Aarnio 1989 s. 217, se Peczenik 1986 s. 239, se Eckhoff 1993 s. 13. Uppenbart är dock att även förhållandevis vedertagna rättskälleläror uppvisar variationer. Den teoretiska diskussionen om rättskälleläran får för övrigt sägas ha blommat upp igen i Finland som en följd av bl.a. Tuori 2000, Pöyhönen 2000, Tolonen 2003 samt i relation till straffrätten i synnerhet Nuotio 2004 s. 1267–1291 och Nuotio 2005 s. 127–152. Se dessutom Pöyhörens utvecklande argumentation i Karhu 2003 s. 789–807 och Karhu 2005 s. 24–42.

<sup>66</sup> Se framför allt del III där den lagtolkningsmetodologiska diskussionen får sägas ha en stark koppling till den rättskällelära som omfattas och senare tillämpas i avhandlingens del IV.

Jag analyserar användbarheten av detta material i den analys i avhandlingen som tar sig an frågeställningen om användbarheten av empirisk kunskap i normativ rättsdogmatik.

Tillämpandet av utländsk rätt i avhandlingen föranleder en något utförligare introduktion. Denna avhandling tillämpar utländsk värdepappersmarknadsrätt förhållandevis aktivt. Detta beror på att värdepappersmarknadsrätten idag är ett internationellt rättsfält. Således vore det konstlat att upprätthålla en värdepappersmarknadsrätt som blundade för detta faktum.

Det är dock viktigt att notera att internationaliseringen av värdepappersmarknaden inte leder till ett reciprokt rättskulturellt utbyte mellan de involverade jurisdiktionerna. Tvärtom får trafiken av rättsligt inflytande betecknas vara förhållandevis enkelriktad. Ordningsföljden på inflytandets enkelriktade bana inom den finländska värdepappersmarknadsrätten kan således sägas vara New York, London (med tänkbar anslutning till Frankfurt), Stockholm och därefter Helsingfors. Av denna ordningsföljd följer att det uppstår en smittoeffekt – rent av en regleringserosion – där stora marknader påverkar mindre marknader. Denna effekt gäller bl.a. handelsmönster, marknadspraxis, krav på reglering och tolkningen av regleringen.<sup>67</sup> Detta gör att det i denna avhandling är av särintresse att var lyhörd för hur de dominerande marknaderna befattar sig med kursmanipulation.

Jag använder material ur fem utländska rättsordningar i denna avhandling. Dessa fem är rättsordningarna i USA, England, Tyskland, Sverige och Danmark.<sup>68</sup> I ett värdepappersmarknadsrättsligt perspektiv kan USA och England framhåvas: Genom sin dominans på den internationella värdepappersmarknaden intar framför allt den amerikanska och den engelska värdepappersmarknadsrätten en särställning.<sup>69</sup> I ett straffrättsligt perspektiv kan Tyskland, Sverige och Danmark framhåvas. Genom sin dominans för finländsk straffrättsdogmatik intar Tyskland en särställning. Genom en allmän nordisk rätts- och värdegemenskap accentueras betydelsen av den danska och den svenska rättsordningen. Att en faktisk börsintegration samtidigt sker mellan Finland, Danmark och Sverige accentuerar samhörigheten.

Finländsk värdepappersmarknadsstraffrätt är således utsatt för en polyfon och konfrontativ påverkan som härstammar från utländska rättsordningar. Intressant nog sammanfaller polyfonin med det centrala teoretiska problemet i avhand-

<sup>67</sup> Denna smittoeffekt gäller för övrigt i hög grad även terminologin och språkbruket.

<sup>68</sup> Dessutom utnyttjas förstas EG-rätt, men eftersom dess relation till finländsk rätt är annorlunda än rätten i de ovan nämnda länderna utarbetas sättet på vilket EG-rätten kan användas i en mera holistisk analys i avhandlingens del III.

<sup>69</sup> På grund av europeisk integration och den gemensamma referensram EG-rätten utgör, accentueras dessutom betydelsen av den engelska rätten som ett slags modellsystem för en sameuropeisk kodifiering av värdepappersmarknadsrätten.

lingen, nämligen problemet om hur offensivitet och defensivitet skall sammanjämkas inom ramen för tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation. I den konfrontativa kombinationen står värdepappersmarknaden för det offensiva, medan straffrätten står för det defensiva. På argumentationsteoretisk nivå står samtidigt *common law*-baserad amerikansk och engelsk rättstradition (och delvis även EG-rättslig tolkning) för en öppen argumentationsteori medan *civil law*-baserad tysk, dansk och svensk rättstradition står för en mera bunden argumentationsteori. Detta tar sig även uttryck inom rättskälleläror där de förra snarare får sägas företräda en öppen och relativistisk rättskällelära jämfört med en hierarkisk och absolutistisk rättskällelära i de senare fallen.

### 3.3 TERMINOLOGI

Avslutningsvis skall två terminologiska detaljer noteras. För det första vill jag för läsare i Sverige påpeka att min avhandling är på finlandssvenska. Trots att det inte alls är skäl att överdramatisera skillnaderna mellan finlandssvenskan och den svenska som talas i Sverige,<sup>70</sup> bör man notera att det inom lagspråket i respektive länder dels förekommer samma ord som beskriver olika fenomen,<sup>71</sup> dels förekommer olika ord som får antas beskriva samma fenomen. I det senare fallet är den form av marknadsmissbruk denna avhandling handlar om ett ypperligt exempel: Förbudet mot kursmanipulation är således den finländska implementeringen av det EG-rättsliga förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan. I Sverige har dock lagstiftaren valt att kalla fenomenet otillbörlig marknadspåverkan.<sup>72</sup>

För det andra kommer jag att använda ordet *gärningsrekvisit* för att beskriva den del av brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida som jag analyserar. För att hålla texten läslig är det uteslutet att genomgående använda brottsbeskrivningsenlighetens objektiva sida. Valet av begreppet gärningsrekvisit skall dock inte ses som ett ställningstagande i den brottsbegreppsliga debatt som under en längre tid förts inom straffrättens allmänna läror.<sup>73</sup>

<sup>70</sup> På finlandssvenska kallas svenskan som talas i Sverige för övrigt för rikssvenska.

<sup>71</sup> Ett exempel är orden *dolus directus* som används olika i Sverige och Finland för att beskriva olika former av uppsåt. Paradoxalt nog är förstas ordet dessutom varken finlandssvenska eller rikssvenska.

<sup>72</sup> Så som nedan kommer att framgå är dock implementeringarna i Sverige och Finland rent semantiskt sett inte särdeles lika.

<sup>73</sup> När jag undantagsvis vill kommentera frågor om uppsåt och vållande (som i och för sig inte hör till denna avhandlings frågeställning) talar jag om ansvarsrekvisit. Inte heller detta ordval är ett ställningstagande i debatten om brottsbegreppet.





## II

# KONTEXTUALISERING – TEORETISK DEL



# 1 Allmänt om kontextualisering

Denna teoretiska del av avhandlingen presenterar det sammanhang i vilket förbudet mot kursmanipulation senare skall tolkas och systematiseras. Denna del syftar således till att beskriva den funktionsmiljö i vilken förbudet mot kursmanipulation opererar. Objektet för undersökningen i denna del är därmed den *kontext* i vilken förbudet mot kursmanipulation opererar.

Det är enkelt att fastslå *att* juridik bör vara kontextuell. God rättsdogmatik är verklighetsförankrad. Rättsvetenskapsmannen måste således också behärska sådana kunskapsperspektiv som står utanför juridiken. Detta följer av att juridiken inte opererar i ett vakuum eller som ett slutet system.<sup>74</sup> Det är däremot betydligt svårare att fastslå *hur* juridiken bör kontextualiseras. Sammankopplandet av olika perspektiv kan lätt leda till att fallgropar uppstår. För att undvika dessa bör därför perspektiven undersökas för att divergensen mellan perspektiven skall kunna identifieras. Detta möjliggör i sin tur att divergensen kan betraktas då perspektiven sammankopplas. Man ser då fallgroparna och kan följaktligen undvika dem.

Jag kommer således i denna del av avhandlingen att på ett teoretiskt plan analysera två perspektiv som påverkar tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation, men som traditionellt sett kan anses stå utanför juridiken. Dessa externa perspektiv är *motivet för förbudet mot kursmanipulation*, eller med andra ord motivet för rättslig intervention på värdepappersmarknaden och *miljön för förbudet mot kursmanipulation*, eller med andra ord kunskapen om vad som påverkar värdepapperskurser på värdepappersmarknaden. För att utnyttja dessa externa perspektiv på rätten i de senare rättsdogmatiska delarna av avhandlingen skall de två externa kunskapsperspektiven relateras till rättsdogmatiken. Därför skall steget från motiv och miljö till konkretiserad rättsdogmatik tas. Detta steg tas genom att uppställa en *assimilationslära* för hur juridiken skall operationalisera och därmed ta till sig sådana kunskapsperspektiv (motiv och miljö) som står utanför juridiken. Till steget som tas genom assimilationsläran hör därför att undvika fallgropar.

Motivet för förbudet mot kursmanipulation medför en nödvändig kunskap om hur den teoretiska synen på marknader påverkar regleringen av marknader. Följ-

<sup>74</sup> Sättet på vilket man definierar juridik är givetvis avgörande för vad som bör anses stå utanför juridiken. Jag problematiserar inte här omfattningen av definitionen utan nöjer mig med att konstatera att de perspektiv jag presenterar i detta kapitel står utanför det perspektiv juridiken traditionellt får anses ha omfattat.

aktligen relateras motivet för förbudet mot kursmanipulation till den abstrakta kontext – marknaden – i vilken förbudet fungerar. Detta motiv för förbudet mot kursmanipulation påverkar den rättsdogmatiska analysen av hur förbud på värdepappersmarknaden skall tolkas. Detta perspektiv är således ett *abstrakt kontextuellt perspektiv*. I korthet handlar kapitlet om att analysera den teoretiska diskussion som förts inom de ekonomiska vetenskaperna om hur intervention påverkar marknader. Detta perspektiv spelar senare främst in i den lagtolkningsmetodologiska kalibreringsdiskussion som förs i avhandlingens del III.

Miljön för förbudet mot kursmanipulation är central för tolkningen av förbudet mot kursmanipulation. Där tolkningen av förbudet mot kursmanipulation är en normativ uppgift, är empirisk kunskap om värdepapperskurser den konkreta kontext i vilken förbudet fungerar. För att bemästra den normativa uppgiften, att tolka förbudet på ett sätt som har en verklighetsförankring, måste således först utredas hur verkligheten ter sig. Detta perspektiv är således ett *konkret kontextuellt perspektiv*. I korthet handlar kapitlet om att analysera den diskussion som fram för allt förts inom finansiell ekonomi om hur information påverkar värdepapperskurser. Detta perspektiv spelar senare främst in i den konkretiserande dogmatiska diskussion som förs i avhandlingens del IV.

Operationaliseringen i form av steget från motivet och miljön för förbudet mot kursmanipulation – steget från det abstrakta och konkreta kontextuella perspektivet – till en kalibrerad metod med vilken man konkret tolkar förbudet mot kursmanipulation är avgörande för verklighetsförankringen i rättsdogmatiken. De två kunskapsperspektiven assimileras således genom en operationalisering som för in motiv och miljö i den tolkningslära som juridiken traditionellt omfattat. I korthet handlar kapitlet om att analysera hur de utomjuridiska kunskapsperspektiven kan omsättas, införas och utnyttjas inom ramen för den dialektik juridiken upprätthåller.

Denna ovan utförda contextualisering som omfattar motiv, miljö och en assimilation av dessa, leder till en teoretisk syntes. Den teoretiska syntesen kommer att tillämpas senare i avhandlingen. Avslutningsvis skall därför i denna dels sista kapitel en preliminär tillämpning presenteras. Denna utnyttjas sedan i avhandlingens del III och del IV.

## 2 Motiv: beivran av informationsasymmetrier

### 2.1 INLEDNING

Denna avhandling syftar till att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Jag skall i det följande undersöka motivet för rättslig intervention i form av ett förbud mot kursmanipulation på värdepappersmarknaden för att fastställa hur motivet som abstrakt kontext påverkar avhandlingens frågeställning. Kapitlet handlar om att analysera motivet för rättslig intervention på marknader. Motivet som abstrakt kontext för förbudet mot kursmanipulation är i sin tur relevant för att på ett abstrakt plan förmå tolka förbudet mot kursmanipulation på ett sätt som är teoretiskt försvarbart.

Tillvägagångssättet i detta kapitel är följande: Först analyseras informationsasymmetrier och deras roll i diskussionen om rättslig intervention på marknader. Därefter konkretiseras den rättsliga interventionen. Jag övergår till att granska motiv för och emot ett förbud mot desinformation. Slutligen presenteras den syntes som framträder ur diskussionen om motivet för interventioner på marknader som abstrakt kontextuellt perspektiv på förbudet mot kursmanipulation.

### 2.2 INFORMATIONSASYMMETRI – CITRONER OCH JUVELER SOM MOTIV FÖR INTERVENTION

På fria marknader möts marknadsaktörers utbud och efterfrågan.<sup>75</sup> Dessa är ett uttryck för hur marknadsaktörer värderar sina positioner på marknaden.<sup>76</sup> Värde-

<sup>75</sup> Den fria marknaden är således en mötesplats för marknadsaktörers fria subjektiva preferenser. Den kanske mest frekvent citerade klassiska beskrivningen av marknaden som en mötesplats för utbud och efterfrågan ges redan 1776 av Adam Smith i *Wealth of Nations* (Se Smith 1863 s. 21–22): "Give me that which I want and you shall have this which you want is the meaning of every such offer and it is in this manner that we obtain from one another the far greater part of those good offices which we stand in need of. It is not from the benevolence of the butcher the brewer or the baker that we expect our dinner but from their regard to their own interest. We address ourselves not to their humanity but to their self love and never talk to them of our own necessities but of their advantages." Redan tidigare (1765) hade samma liberalistiska syn på samhällsekonomi och marknaden presenterats i det nordiska rummet av finländaren Anders Chydenius, se Chydenius 1929 s. 29–30.

<sup>76</sup> De parter som har ett överskott av en tillgång är beredda att byta sitt överskott mot någon annan tillgång. På motsvarande sätt är de parter som har ett underskott av en tillgång beredda att byta till

ringen av på vilka villkor bägge parterna är redo att utföra bytet av objekt sker på basis av ett epistemologiskt underlag om själva tillgången, eller det som enklare kallas *information* om objektet.<sup>77</sup>

Om bägge marknadsaktörer har olika information om de objekt som skall omsättas råder en informationsasymmetri mellan marknadsaktörerna. Informationsasymmetrier mellan två parter råder följaktligen när den ena vet mera än den andra om ett gemensamt objekt för kunskap.<sup>78</sup> På en marknad som är ett teoretiskt uttryck för ett kollektiverat aktörsbegrepp uppstår ofta informationsasymmetrier mellan marknadsaktören och kollektivet av marknadsaktörer, d.v.s. själva marknaden.<sup>79</sup>

En ofta återopad marknadsapplikation av tanken om informationsasymmetri mellan aktörer är *Akerlofs* citronteori.<sup>80</sup> Med citronteorin fastslår *Akerlof* att *osäkerhet* gällande kvaliteten på objekt försämrar marknadseffektiviteten för marknaden för de objekt vars kvalitet är behäftad med osäkerhet. Enligt den metafor *Akerlof* använder är objekt med hög kvalitet juveler, medan objekt med låg kvalitet är citroner. Osäkerheten vad gäller kvaliteten (läs: om objektet är en citron eller juvel) är en följd av det asymmetriska förhållande *vis-à-vis* information om objektets kvalitet som råder mellan de parter som är intresserade av objektet. Asymmetrin består av att säljaren antas vara bättre informerad om objektets kvalitet än köparen. Där asymmetrin mellan säljarens och köparens information om

---

sig den tillgång de saknar. Se *Chydenius* 1880 s. 99: "Jag bygger min sats uppå twänne grund-sanningar uti handelen. Den förra är, at ju flere köpare på en marknad inställa sig, ju bättre betalning får säljaren för sin Wara, och twärt om. Den andra är, at waran aldrig kostar så mycket, när jag nödgas bjuda ut hanne, som då köparen måste söka efter hanne." Se *Friedman* 1962 s. 15: "*The great advantage of the markets, on the other hand, is that it permits diversity. It is, in political terms, a system of proportional representation. Each man can vote, as it were, for the color of tie he wants and get it; he does not have to see what color the majority wants and then, if he is in the minority, submit.*"

<sup>77</sup> Se t.ex. *Stigler* 1961 s. 213. Se *North* 1990 s. 27 som presenterar en marknadsmodell, som divergerar från den traditionella klassiskt liberalistiska modellen eftersom den betonar transaktionskostnader som en begränsning för den fria marknaden. Se för en värdepappersmarknadsrättslig tillämpning *Lau Hansen* 2003 s. 75 som definierar marknaden som "*a forum for the exchange of information with a view to facilitating a commercial transaction.*"

<sup>78</sup> Informationsasymmetrier är inte en nyupptäckt och värdepappersmarknaden är inte den första kontext där man försökt reglera informationsasymmetrier. Rötterna går betydligt djupare. Försättningen av detta kapitel är således en teoretisering, problematisering och en tillämpning av detta synnerligen allmänna samhällsliga fenomen i den specifika kontext värdepappersmarknader utgör. Se *Lau Hansen* 2003 s. 65.

<sup>79</sup> Se även *Lau Hansen* 2009 s. 33–34.

<sup>80</sup> Se *Akerlof* 1970 s. 488–500. Teorin har fått en förhållandevis stor genomslagskraft i nordisk värdepappersmarknadsrättslig litteratur. Se bl.a. *Häyrynen* 2006 s. 41–43, *af Sandeberg* 2002 s. 29, *Lau Hansen* 2001 s. 14 och *Kaisanlahti* 1999 s. 32–33.

objektet är stor är marknaden ineffektiv.<sup>81</sup> Ineffektivitet leder i längden till att marknaden för objekten blir illikvid. Då fungerar marknaden suboptimalt.<sup>82</sup>

Intervention används för att stävja informationsasymmetrier på marknader.<sup>83</sup> I värdepappersmarknadskontext har *rättslig intervention* traditionellt använts för att eliminera informationsasymmetrier.<sup>84</sup> Den osäkerhet som råder i en asymmetrisk värld reduceras genom att informationsasymmetrierna utplånas. Den reducerade osäkerheten innebär en reducerad risk för marknadsaktörerna. Förutsägbarheten gällande kvaliteten i objekt reducerar marknadsrisken och förutsägbarheten understödjer således marknadens effektivitet.

Den rättsliga interventionen med vilken informationsasymmetrierna tacklas har vanligtvis strukturerats så att den angripit informationsasymmetrierna på två olika nivåer. För det första har man med rättslig intervention eftersträvat att *förhindra att informationsasymmetrier uppstår*. Till denna första nivå räknar jag direkta förbud mot desinformation samt positiva informationsförpliktelser.<sup>85</sup> För det andra har man med rättslig intervention eftersträvat att *förhindra att informationsasymmetrier utnyttjas*. Denna andra nivå är sekundär och aktualiseras i de fall där den primära interventionen inte lyckats förhindra asymmetriens upp-

<sup>81</sup> Detta motiveras med att köparna antar att säljaren vet mera om objektet än köparna. Därav följer att säljarna antas försöka sälja citroner, d.v.s. objekt som är av lägre kvalitet (vilket köparna vet, men köparna endast kan anta). Köparnas skepsis sänker deras köplust. Sänkt köplust innebär ett sämre erbjudet pris. Sämre erbjudet pris innebär ett hinder för att säljare skall sälja objekt av hög kvalitet (juveler). Slutsatsen blir att köparnas osäkerhet om kvaliteten i objekten gör att marknaden översvämmas av objekt av dålig kvalitet (citroner) som köpare undviker att köpa eller erbjuder ett uselt pris för. Marknaden blir överrepresenterad av citroner – därför citronteorin.

<sup>82</sup> Se *Akerlof* 1970 s. 499–500. Enligt citronteorin finns det olika motdrag som man kan göra för att stävja informationsasymmetrier. *Akerlof* själv för fram användningen av garantier, genom vilka säljaren övertar en del av köparens risk. *Akerlof* betonar också aktörernas (säljarnas) rykte på marknaden som ett socialt incitament för att undvika att utnyttja osäkerhet. Därmed blir licensering och franchising av väletablerade brand en konkret kvalitetsgaranti som fråntar köparna osäkerheten. Alla *Akerlofs* motdrag utgör således olika former av intervention på marknaden. Se *Lau Hansen* 2003 s. 65.

<sup>83</sup> Därmed frångår *Akerlof* en ultraliberalistisk maxim om att artificiella ingrepp och intervention i den balans marknadskrafterna själva upprätthåller bör undvikas. Så som nedan skall konstateras är detta synsätt förhärskande på värdepappersmarknaden. Antecknas kan att hela värdepappersmarknadsrättens existensberättigande självfallet bygger på en acceptans av ett behov av rättslig intervention på värdepappersmarknaden.

<sup>84</sup> *Akerlofs* citronteori har blivit mycket populär inom nordisk värdepappersmarknadsrätt. Teorin används för att motivera informationsasymmetriers negativa effekt på marknader. Se fotnot 7 ovan. Jag har inte kunnat iaktta en motsvarande popularitet vad gäller citronteori i värdepappersmarknadsrätt i andra än nordiska länder.

<sup>85</sup> Även vid positiva informationsförpliktelser är syftet att förhindra att informationsasymmetrier uppstår. Se *Ziouvass* 2005 s. 95–96 som talar om detta som ett preventivt korrelerat till förbudet mot utnyttjandet av informationsasymmetrier.



komst. Följaktligen är den andra nivån av sekundärt intresse i denna avhandling.<sup>86</sup>

Jag granskar nedan rättslig intervention i form av ett förbud mot kursmanipulation utgående från dess motiv.<sup>87</sup> I blickfånget är alltså legitimiteten i interventionerna och därmed legitimiteten i förbudet mot kursmanipulation.<sup>88</sup> Betoningen i analysen är här att fastslå att en intervention i form av ett förbud mot kursmanipulation är motiverat, men att av motivet följer att verkställigheten av förbudet måste vara förutsägbar. Endast ett sådant förbud kan anses vara marknadsmässigt.<sup>89</sup>

## 2.3 FÖRBUDET MOT DESINFORMATION – OLJAN I URVERKET I THE GREAT SOCIETY

Motivet för förbudet mot kursmanipulation är att stävja informationsasymmetrier. Det är därför förbjudet att sprida falsk eller vilseledande information på värdepappersmarknaden.<sup>90</sup> Samtidigt är det även förbjudet att konstgjort intervjera i marknadens prissättning av objekt.<sup>91</sup> Bägge delar av förbudet mot kursmanipulation strävar således efter att förhindra otillbörliga ingrepp i den fria marknaden och dess fria marknadsmekanismer. Orsaken till detta är att sådana otillbörliga ingrepp innebär något oförutsägbart på marknaden. Det oförutsägbara är

<sup>86</sup> Det bör påpekas att denna supplerande form av intervention dock ofta är av synnerligen stor betydelse på värdepappersmarknaden, eftersom det existerar många legitima skäl till att ofta tillåta att informationsasymmetrier uppkommer. Trots detta är denna inte av primärt intresse i en undersökning som gäller förbudet mot kursmanipulation. Se för en systematisk uppställning om informationsregleringen på värdepappersmarknaden *Lau Hansen* 2003 s. 82–96. Se även för en diskussion om denna andra nivå *Lau Hansen* 2001 s. 45–55. Se *Annola* 2005 s. 109–123. Se *Goshen – Parchomovsky* 2006 s. 716. Ett typiskt exempel på en intervention på denna andra nivå är förbudet mot missbruk av insiderinformation.

<sup>87</sup> Se även för en analytisk diskussion om de rättsliga interventionernas berättigande *Ziouvas* 2005 s. 103–206.

<sup>88</sup> Att denna analys är särskilt motiverad då den rättsliga interventionen sker genom straffrätt följer av det accentuerade behovet att legitimera alla straffrättsliga interventioner, eftersom de per definition är de största samhälleliga ingreppen som kan göras i individers integritet.

<sup>89</sup> Antecknas kan dock att samma legitimitetsdiskussion om interventioner inom straffrätten allmänt diskuterats synnerligen utförligt inom frågor om kriminaliseringar och dess berättiganden. Se för en inledning till diskussionen *Roxin* 2006 s. 54.

<sup>90</sup> Se *Lau Hansen* 2001 s. 487 som anser motivet med rätta vara entydigt och fundamentalt. Motivet är tydligt i informationsbaserad kursmanipulation.

<sup>91</sup> Motivet är tydligt i marknadskraftsbaserad kursmanipulation.

en osäkerhet. Det osäkra är en risk. Risker på marknaden hämmar dess effektivitet.<sup>92</sup>

Just detta fenomen, att osäkerheten hämmar olika marknader, har tydligare än tidigare kunnat konstateras på den internationella finansmarknaden under år 2008. Osäkerheten gällande innehållet i vissa bolånerelaterade värdepapper spred sig till intra-bank kreditmarknaden och hämmade långgivning mellan kreditinstitut. Detta ledde till en osäkerhet gällande kreditinstituts likviditet och soliditet, vilket medförde en allmän osäkerhet i alla bankers kreditgivning. Detta fick i sin tur konsekvenser för aktiemarknaden, eftersom en osäkerhet om vilka företag som skulle drabbas av osäkerheten på kreditmarknaden, skapade en allmän osäkerhet. Återställandet av det förtroende som de multipla osäkerheterna raderat ut förefaller kräva större åtgärder än vad någon kunnat förutspå.<sup>93</sup>

Det fundamentala i förbudet mot kursmanipulation framträder mycket tydligt när man avväger argumenten för förbudet med motstående skäl, d.v.s. argument mot förbudet. Det är helt enkelt svårt att hitta goda argument som talar för att inte förbjuda otillbörlig intervention i form av kursmanipulation på marknaden. Även ytterst reduktionistiska syner på behovet av samhällelig intervention på marknaden utgår ifrån att grundläggande störningar – otillbörlig intervention – bör elimineras på en marknad.<sup>94</sup> Ortodox marknadsliberalism godkänner inte otillbörlig intervention, varför den ortodoxa marknadsliberalismen, något paradoxalt, godkänner intervention för att förhindra intervention. Denna preliminära paradox tarvar en förklaring.<sup>95</sup>

<sup>92</sup> Se Akerlof 1970 s. 488–500 som ser ett slags moraliskt korrugerande effekt hos osäkerheten. Utöver dessa direkta skadliga konsekvenser innebär också desinformation en inflation av sanningsbegreppet som korrekt information är beroende av för att en effektiv marknad skall kunna upprätthållas.

<sup>93</sup> Se t.ex. Bar-Gill 2009 s. 1073–1154 för en vetenskaplig analys av bolånerelaterade värdepapper på den amerikanska marknaden.

<sup>94</sup> Se t.ex. Mill 1865 s. 3: "Some rules of conduct therefore must be imposed by law in the first place and by opinion on many things which are not fit subjects for the operation of law. What these rules should be is the principal question in human affairs but if we except a few of the most obvious cases it is one of those which least progress has been made in resolving." Se vidare Chydenius 1880 s. 135: "En enda författning, nämligen den, at kunna minska våra författningar, har alt sedan blifwit mig et fägnasamt arbets-ämne, hwilket jag såsom det aldräförsta och wigtigaste, innan några nya nu göres, wille på det högsta Recommendera." Trots dessa tunga inspel är det dock skäl att analysera motiven för interventionen närmare.

<sup>95</sup> Denna här identifierade paradox är, så som nedan konstateras, endast ett skenproblem. Paradoxen bör heller inte förväxlas med den klassiska liberalistiska paradox, som identifierats av bl.a. Arrow 1950 s. 328–346 och vidareutvecklats av Sen 1970 s. 152–157.

En av 1900-talets erkänt mest hårdnackade liberalister *Hayek*<sup>96</sup> beskriver sitt mönstersamhälle<sup>97</sup> – *The Great Society* – i trilogin *Law, Legislation and Liberty*. Mönstersamhället fungerar i form av den *spontana ordning* som uppkommer kring samhällsaktörernas växelverkan i form av omsättning av tillgångar på en marknad. Denna spontana ordning är ett s.k. katallaktiskt<sup>98</sup> spel, en marknad vars enda syfte är instrumentellt, att omfördela tillgångar så att utbud och efterfrågan möts. Denna marknadsmodell uppstår av sig själv och skall inte styras eller begränsas. Utrymmet för samhällelig intervention är således minimalt. Den spontana ordningen har därför inga moraliska implikationer och den fördelningsmekanism marknaden utför kan och behöver inte justifiedas moraliskt, eftersom den spontana ordningen ökar samtliga spelares möjligheter till välbstånd.<sup>99</sup>

*”There is no need morally to justify specific distributions (of income or wealth) which have not been brought about deliberately but are the outcome of a game that is played because it improves the chances of all.”*<sup>100</sup>

Också marknaden som en spontan ordning behöver dock intervention i form av regler – *rules of just conduct*. Denna rättsliga interventionsuppgift reduceras till att understödja den spontana ordningens instrumentella fördelningsfunktion. Dessa regler får inte befatta sig med vad individuella spelares individuella syften i den spontana ordningen är. Tvärtom bör reglerna i den spontana ordningen endast definiera vissa grundläggande betingelser som möjliggör den spontana ordningens existens.<sup>101</sup> Mot denna bakgrund utvecklar *Hayek* en egen definition på önskvärd intervention. Han kallar den för *interferens*. Han gör en fundamental skillnad mellan *rules of just conduct* och *specific commands*. Den tidigare kategorin – *interferens* – kan justifiedas eftersom den bidrar till att upprätthålla den spontana ordningen. Den senare kategorin – *intervention* – har däremot som syfte att uppnå ett speciellt resultat och inskränker sig inte till att understödja

<sup>96</sup> Jag väljer *Hayeks* marknadsteori eftersom jag anser den utgöra något som kunde betraktas vara en ortodox liberalism. Som företrädare för den s.k. österrikiska skolan spann *Hayek* vidare på den liberalistiska filosofi *von Mises* anlagt. Se *Kuoppamäki* 2003 s. 178–180.

<sup>97</sup> Trots att *Hayeks* syfte är inställt på ett mönstersamhälle är det uppenbart att samma tankegångar han förfäktar även *mutatis mutandis* äger tillämpning på *Hayeks* marknadssyn.

<sup>98</sup> Se *Hayek* 1982:2 s. 108. Etymologin bakom ordet är grekiskans *katallattein* som betyder att bedriva handel och att upptas i gemenskapen.

<sup>99</sup> Se *Hayek* 1982:2 s. 118–199.

<sup>100</sup> Se *Hayek* 1982:2 s. 117.

<sup>101</sup> Se *Hayek* 1982:2 s. 123: *”In other words, rules of just conduct can enable us merely to determine which particular things belong to particular persons, but not what these things will be worth, or what benefit they will confer on those to whom they belong. The rules serve to provide information for the decision of individuals, and thus help to reduce uncertainty, but they cannot determine what use the individual can make of this information and therefore also not eliminate all uncertainty.”*

upprätthållandet av den spontana ordningen. Den påbjuder individer att agera på ett förutbestämt sätt för att uppnå ett resultat som inte är produkten av individernas fria val under den spontana ordningen. Sådan intervention kan inte正当ifieras.

Den tidigare kategorin av interferens (*rules of just conduct*) har således som uttömmande syfte att understödja den spontana ordningen och är därför helt instrumentell, värdenneutral, och saknar en distributiv effekt. Dessa regler utgör därför inte ens intervention i egentlig bemärkelse.<sup>102</sup> Att tillföra ett urverk olja anses inte utgöra en intervention.

*”We would not call it interference if we oiled a clockwork, or in any other way secured the conditions that a going mechanism required for its proper functioning.”*<sup>103</sup>

*Rules of just conduct* är därför eftersträvarnsvärda även betraktade ur ett strikt liberalistiskt, non-interventionistiskt perspektiv.<sup>104</sup> Dessa regler anses nämligen vara generellt samhällsfrämjande eftersom de ökar sannolikheten för gynnsam välfärdsutveckling för vilken som helst slumpmässigt vald individ i samhället.<sup>105</sup> Därför godkänner marknadsliberalisterna en sådan reglering som skyddar den oreglerade marknadens fria funktion.<sup>106</sup>

<sup>102</sup> Se Hayek 1982:2 s. 128.

<sup>103</sup> Det är inte nödvändigt att ingående motivera att även mindre liberalistiskt utpräglade marknadssyner således även förordar samhällelig intervention mot otillbörliga ingrepp i marknadsmekanismen.

<sup>104</sup> Se Nuotio 2008 s. 25–26 som korrekt påpekar att kriminaliseringar av *mala prohibita* brott kan vara problematiska för att de är så öppett interventionistiska. Därför är jag mån om att påpeka att rättslig intervention i den fria marknadsmekanismen måste kunna legitimeras också i ett marknads-mässigt perspektiv.

<sup>105</sup> Se Hayek 1982:2 s. 129–130: *”All the law can do is to add to the number of favourable possibilities likely to arise for some unknown person and thus to build up an increasing likelihood that favourable opportunities will come anyone’s way. But though the aim ought to be to add to everyone’s prospects, it will normally not be known whose prospects will be improved by a particular legislative measure, and how much.”* Paralleller till Rawls teori om rättvisa är således uppenbar. Se Rawls 1971 s. 17 som bygger sin modell utgående från en original position som väljs genom en slöja av okunskap och således definieras av behovet att fastställa att syn på rättvisa som förmår öka den totala sannolikheten för individernas gynnsamma möjligheter i samhället. Se även Kaisan-lahti 1999 s. 38–40.

<sup>106</sup> Frågan om berättigandet av rättslig intervention på en liberalistisk marknad/samhälle är givetvis en klassisk frågeställning som väckt mycket diskussion. Jag vill gärna presentera även en nyare infallsvinkel som den sydamerikanska ekonomen *Hernando de Soto* får anses företräda. *De Soto* 1989 s. 131–188 argumenterar övertygande för att regleringen och den förutsägbarhet rättssäkerheten bidrar till att upprätthålla utgör den fundamentala skillnaden som förklarar varför länder i västvärden ekonomiskt utvecklats betydligt snabbare än länder i tredje världen. Regelringen och rättssäkerheten skapar förmögenhetsrätter (*property rights*) och är enligt *de Soto* iakttagbar t.ex. på värdepappersmarknaden, vars existens är beroende av att rättsliga fundament skapar ett riskreducerat spelfält för ekonomiska transaktioner. Se även *de Soto* 2004 s. 171–209.

## 2.4 SYNTES OM MOTIV

Motivet för ett förbud mot kursmanipulation är övervägande starkt. Det är svårt att konstruera vägande motargument för att *inte* förbjuda kursmanipulation. Orsaken är att kursmanipulation i ovan anförd kontext likställs vid att störa marknadens funktion. Detta leder till att det ur en marknadsfunktionell synvinkel är otänkbart att argumentera för att inte förbjuda sådant som rubbar den ostörda marknadsfunktionen.<sup>107</sup>

Mera konkret medför denna syntes av det abstrakt-kontextuella perspektivet en acceptans för intervention på den fria marknaden. Syntesen är dock begränsad till sådan intervention som är direkt marknadsunderstödjande. Endast intervention som effektiverar marknadens funktion kan accepteras.

Detta medför att intervention i form av reglering av marknaden endast kan accepteras till den del regleringen ökar marknadseffektiviteten. Detta får konsekvenser för verkställigheten av regleringen. Endast förutsägbar reglering kan anses understödja marknadens funktion, eftersom oförutsägbar reglering innebär en osäkerhet, det osäkra är en risk och risken på marknaden hämmar dess effektivitet. För verkställigheten av regleringen får detta en mycket viktig konsekvens: Av motivet för reglering av värdepappersmarknaden i allmänhet och förbudet mot kursmanipulation i synnerhet följer att regleringen måste verkställas enligt regleringens syfte. Förbudet mot kursmanipulation måste således tolkas så att förutsägbarhet betonas. Sker inte detta blir förbudet mot kursmanipulation kontraproduktivt för marknadens funktion.

Syntesen av motivet för beivran av informationsasymmetrier på värdepappersmarknaden är därmed att det abstrakt-kontextuella perspektivet betonar ett behov av förutsägbarhet i tolkningen av regler på värdepappersmarknaden.

<sup>107</sup> Att upprätthållandet av marknadens funktion är fundamentalt för samhället påvisas också av Pöyhönen 2000 s. 82–83. I sin omstrukturerings av förmögenhetsrätten ser han bl.a. fungerande marknader utgöra en sådan byggesten som kan tillskrivas en implicit samhällelig grundrättighetsstatus. ”Toimivilla markkinoilla on luonnollinen paikkansa perusoikeusjärjestelmän osana. Ilman toimivia markkinoita monien varallisuusoi keudellisten perusoikeuksien toteuttamismahdollisuudet heikkenisivät olennaisesti. Ajatus perusoikeuksista juuri toimintamahdollisuuksien luojana, ylläpitäjänä ja turvaajana vastaa yhtä perusoikeus uudistuksen keskeisistä tavoitteista.” [En fungerande marknad har en naturlig roll i grundrättssystemet. Förverkligandet av många förmögenhetsrättsliga grundrättigheter skulle väsentligen försvåras utan en fungerande marknad. Tanken om att grundrättigheter uttryckligen skapar, upprätthåller och tryggar (de samhälleliga) verksamhetsmöjligheterna motsvarar ett av grundrättighetsreformens centrala syften. (min övers.)] Tankegången påminner mycket om Hayeks filosofi.

## 3 Miljö: empirisk kunskap om värdepapperskurser

### 3.1 INLEDNING

Med den här avhandlingen vill jag visa hur man bör tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Jag skall därför i det följande analysera miljön för förbudet mot kursmanipulation och presentera empirisk kunskap om värdepapperskurser för att fastställa hur miljön som konkret kontext påverkar avhandlingens frågeställning. Eftersom kursmanipulation innebär en intervention i den fria marknadsmekanismen leder detta till frågeställningen om hur den fria marknadsmekanismen skulle fungera utan den intervention kursmanipulationen innebär. Den fria marknaden som miljö för kursmanipulation är därmed känslig för hur man empiriskt kan konstatera den fria marknadens funktion.<sup>108</sup> Kapitlet handlar om empirisk kunskap om värdepapperskurser. Denna miljö som konkret kontext för förbudet mot kursmanipulation är i sin tur relevant för konkretiseringen av tolkningen av förbudet mot kursmanipulation på ett teoretiskt försvarbart sätt.

Tillvägagångssättet är följande: Jag presenterar olika syner på empirisk kunskap om informationens kurspåverkande roll på värdepappersmarknaden. Slutligen presenteras den syntes som framträder ur diskussionen om miljön – värdepappersmarknaden – som konkret kontextuellt perspektiv på förbudet mot kursmanipulation.

### 3.2 MARKNADSRATIONALISMENS FRAMMARSCH: MOT EN EFFEKTIV KAPITALMARKNAD

Den empiriska kunskap om värdepappersmarknadens funktion som mest påverkat värdepappersmarknadsrätten är utan tvekan den kunskap som bygger på tanken om informationens exklusiva kurspåverkande roll på marknaden.<sup>109</sup> *Effi-*

<sup>108</sup> Denna frågeställning, d.v.s. frågan om vad som påverkar värdepapperskurser, har givetvis tilldragit sig ett enormt vetenskapligt intresse inom finansiell ekonomi, eftersom en bättre kunskap än andra har om vad som påverkar värdepapperskurserna förstås möjliggör en riskfri möjlighet att tjäna pengar på denna kunskap.

<sup>109</sup> En förklaring till denna stora påverkan torde vara att det normativa system värdepappersmarknadsrätten är till stora delar även omfattar antagandet om aktörernas rationalitet. Detta antagande är således det samma som EMH bygger på.

*cient Capital Markets Hypothesis* (EMH) är en teori<sup>110</sup> som tillskriver information en unik position i förhållande till marknadspriset för objekt.<sup>111</sup> Enligt teorin råder en mycket stark korrelation mellan variablerna.<sup>112</sup> Populariserat uttryckt betyder EMH att informationen exklusivt determinerar värdepapperskurserna. Denna teori får, så som nedan konstateras, ses som ett uttryck för en liberalistisk syn på marknadens instrumentella funktion och en stark tilltro till marknadsaktörernas rationella förhållningssätt på marknaden.

För att den undersökta oberoende variabelns påverkan på den beroende variabeln skall kunna isoleras, görs antaganden då hypotesen i EMH formuleras. Antagandena är ett sätt att simplificera den undersökta verkligheten. Antagandena bidrar till att operationalisera teorin. EMH bygger på följande antaganden: För det första antas investerare vara rationella.<sup>113</sup> Man utgår ifrån att investerare fattar

<sup>110</sup> Metodologiskt bygger EMH på ett för empiriska vetenskaper typiskt tänkesätt. Den formulerade teorins förklarande kraft undersöks empiriskt genom att isolera den undersökta oberoende variabelns påverkan *ceteris paribus* på den beroende variabeln.

<sup>111</sup> Jag betraktar teorin som ett uttryckssätt för den vetenskapstrend som sedan 1900-talets början varit förhärskande inom finansiell ekonomi. I och med EMH kulminerade trenden i en positivistiskt präglad oförvägen rationalism och tilltro till marknaden. Redan tidigare hade *Samuelson* 1965 s. 41–49 fört fram ett empiriskt stöd för att värdepapperskurserna ständigt var optimalt värderade (*properly anticipated*), vilket var möjligt endast på en effektiv marknad. Denna slutsats var en följd av *Kendall* 1953 s. 11–25 som konstaterade värdepapperskursernas slumpmässiga utveckling över tid (*random walks*). Denna slutsats spann i sin tur vidare på *Williams Theory of Investment Value* som år 1932 uttryckte värdepappers värde som ett väntevärde, som diskonterande kommande penningströmmar och därmed tydligt fäste värdet på värdepapper till en mätbar storhet. Denna vetenskapstrend anses ofta ha inletts av *Bacheliers Théorie de la Spéculation*, som år 1900 presenterade matematiska applikationer för analysen av marknadsdata och banade väg för modern matematiskt inriktad finansiell ekonomi. Det anförs ibland att *Bacheliers* teori inte skulle ha fått ett gott mottagande, utan först återupptäckts senare. Påståendet förefaller emellertid inte hålla streck enligt *Courtault m.fl.* 2000 s. 341–353. Se även *Leroy* 1989 för en utmärkt historisk överblick av EMH.

<sup>112</sup> EMH indelas vanligen i stark form, i semi-stark form och i svag form. De olika formerna är graderingar av korrelationen mellan information och kurspåverkan. Förenklat uttryckt innebär den starka formen att *all*, även icke-offentliggjord, information påverkar marknadspriset, den semi-starka formen att *all offentliggjord* information påverkar marknadspriset och den svaga formen att historisk prisinformation påverkar marknadspriset. Se *Fama* 1970 s. 383–416 för en klassisk, sammanfattande artikel om EMH. Se *Gilson – Kraakman* 1984 s. 549–644 för en tidig normativ tillämpning av EMH på värdepappersmarknadsrätt och *Gilson – Kraakman* 2003 s. 715–742 för en uppdaterad normativ tillämpning av EMH på värdepappersmarknadsrätt. Se också *Avgouleas* 2005 s. 44–63 för en senare analys av EMH i relation till övrig finansiell teoribildning och en tillämpning på marknadsmissbruk. Se även *Lau Hansen* 2001 s. 97–101 för en analys av EMH och dess normativa implikationer i förhållande till informationsmissbruk på värdepappersmarknaden i dansk rätt. Se även *Knuts* 2007 s. 42–67. Se *Barnes* 2009 s. 45–62.

<sup>113</sup> Antagandet är alltså en konsekvens av *utility maximization* som framarbetats ur t.ex. *Kenneth Arrows impossibility theorem*. Se *Arrow* 1951 s. 3–13. Samma antagande om nytto-maximering/rationalitet är centralt i hela den neoklassicistiska ekonomin. Ofta uttrycks detta genom *Rational Choice Theory*. Se *Becker* 1976 s. 14 för en ofta citerad tillämpning av teorin. Se t.ex. *Sen* 2009 s. 176 för en kritisk analys. I stöd av detta antagande skapas också tanken om ett jämviktsläge – ett ekvilibrium – på marknader. Se även *Green – Shapiro* 1994 s. 25. Det är skäl att påpeka att denna



investeringsbeslut genom rationella beslutsprocesser. För det andra antas tänkbar irrationalitet bland investerare vara neutral för teorin. Motiveringen är att irrationaliteten (i den mån den förekommer) är irrationell d.v.s. slumpmässigt fördelad. Därav följer att den totala irrationaliteten på marknaden blir neutral eftersom irrationaliteten suddar ut sig själv.<sup>114</sup> Irrationalitetens inverkan på marknaden kan försummas.<sup>115</sup> För det tredje antas, för det fall att investerare skulle vara irrationella på ett icke-slumpmässigt sätt, så att systematisk irrationalitet förekom på marknaden, att övriga rationella investerares rationella investeringsbeslut ändå eliminerar den systematiska irrationalitetens effekt på marknaden.<sup>116</sup> Detta konkretiseras i EMH genom *arbitragörer* som genom effektivt arbitrage utnyttjar eventuell marknadsirrationalitet (d.v.s. marknadens felprijsättning av objekt) genom att investera mot irrationaliteten. Detta arbitrage bidrar till att återuppnå ett ekvilibrium på marknaden.<sup>117</sup> Arbitraget har också en marknadseffektiverande inverkan över tid. Eftersom arbitraget enligt EMH erbjuder vinstmöjligheter som proportionellt överstiger riskerna i de investeringar arbitragörerna gör, bör arbitragörer göra bättre investeringsbeslut över tid än irrationella investerare. Av detta följer att de irrationella investerarnas tillgångar omdistribueras och överförs till de rationella arbitragörerna som gör bättre investeringsbeslut. De irrationella investerarna gör sämre investeringsbeslut och småningom elimineras de som en följd av deras förlustaffärer som utarmar deras resurser.<sup>118</sup>

EMH tillskrivs ofta *Fama*, som under slutet av 1960-talet och under 1970-talet publicerade artiklar i vilka han utvecklade teorin samt uppställde hypoteser som han verifierade empiriskt.<sup>119</sup> Slutsatsen av de empiriska undersökningarna var att den undersökta värdepappersmarknaden uppvisade en effektivitet i semi-stark form, d.v.s. att den undersökta marknaden omgående reagerade på offentliggjord

---

rationalitet inte skall förväxlas med den så viktiga systemrationaliteten i ett normativ system – t.ex. rätten. Se *Ulväng* 2009 s. 221–223. Se även *Ulväng* 2005 s. 68–72 för en positionsbestämning av systemrationalitet i rätten.

<sup>114</sup> Se t.ex. *Goshen – Parchomovsky* 2006 s. 729.

<sup>115</sup> Varje enskild investerares eventuella irrationalitet är slumpmässig. Av slumpmässigheten följer att  $n$  antal investerares irrationalitet är normalfördelad och därför kan  $n$  antal investerares irrationalitet försummas. Se *Stigler – Becker* 1977 s. 76 som uttrycker detta genom att fastslå att variationerna kan försummas över tid. Se även *Kaisanlahti* 1999 s. 27.

<sup>116</sup> Se *Fama* 1970 s. 388–410. Se vidare *Shleifer* 2000 s. 2 och *Shiller* 2001 s. 172–173.

<sup>117</sup> Se *Grossman – Stiglitz* 1980 s. 393–395.

<sup>118</sup> Av arbitraget följer att marknaden i darwinistisk anda driver ut irrationella investerare från marknaden, eftersom de irrationella investerarna inte har råd att förlora pengar i oändlighet. Denna slutsats torde härstamma från *Friedman* 1953 s. 175–177 som analyserar fluktuerande valutakurser. Se vidare *Shiller* 2001 s. 173–175.

<sup>119</sup> Se *Famas* teoriformulering från 1970 s. 410–412 som utnyttjar tidigare forskningsresultat av bl.a. *Samuelson* 1965.



information.<sup>120</sup> Det empiriska stödet för EMH under 1970-talet var omfattande.<sup>121</sup> Empiriska undersökningar bekräftade teorin både i positiv och i negativ skepnad. Priset på värdepapper reagerade (mycket snabbt) på information som offentliggjordes.<sup>122</sup> Priset på värdepapper reagerade däremot inte på förändringar i utbudet och efterfrågan av värdepapper, om förändringarna i utbudet och efterfrågan inte var kombinerade med någon ny information.<sup>123</sup> Marknadseffektivitetsteoriens negativa skepnad förklarades genom *substitutionshypotesen*, d.v.s. genom existensen av tillräckligt effektiva substitutionsmöjligheter mellan olika värdepapper.<sup>124</sup> Prisfluktuationer som inte var förorsakade av förändringar i informationen kunde motverkas av rationella investerare som drev den irrationellt förändrande kursen tillbaka till ekvilibrium. Detta var möjligt genom att substituera tillgångsinnehaven så att investerare utnyttjade kursfluktuationen och investerade i en riktning som är motsatt i förhållande till den icke-informationsdrivna kursfluktuationen.<sup>125</sup> Substitutionen är möjlig eftersom det finns tillräckligt perfekta substitut på en sofistikerad marknad.<sup>126</sup>

<sup>120</sup> Se *Fama* 1970 s. 415. Se också *Shleifer* 2000 s. 5. I populariserad form gav slutsatsen upphov till devisen *you can't beat the market*.

<sup>121</sup> Cirka tio år efter *Famas* tyngsta inlägg gick forskare så långt som till att konstatera att EMH sakande motstycke vad gällde omfattning av empiriskt bevismaterial som otvetydigt stödde teorin. Se *Jensens* 1978 s. 95 numera klassiska uttalande: "There is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Markets Hypothesis." EMH fick också ett starkt stöd i den dogmatiska konstruktion *fraud on the market* får anses utgöra i USA. Se *Ribstein* 2006 s. 153. Se *Fox* 2005 s. 11. Se *Coffee* 2005. Se *Macey – Miller* 1990 s. 1059–1060, se vidare *Cornell – Morgan* 1990 s. 883–884. Se t.ex. *Blackie vs. Barrack* 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975 i Court of Appeals).

<sup>122</sup> Se t.ex. *Keown – Pinkerton* 1981 s. 855–869 som empiriskt visade hur priset på aktier omedelbart reagerade när nyheten om ett offentligt köpebud blev offentlig.

<sup>123</sup> Se *Scholes* 1972 s. 179–211 som undersökte kurspåverkan vid försäljning av stora block av aktier. Blockförsäljningar saknade kurspåverkan. Samma empiriska slutsats bekräftas av *Holthausen m.fl.* 1987 s. 245–246.

<sup>124</sup> Se *Fischel – Ross* 1991 s. 513–514.

<sup>125</sup> Se också *Shleifer* 2000 s. 9. Om en tillgång sjunker i pris "utan orsak" kan man sälja substitutet och i stället förvärva den underprissatta tillgången. Investeraren utnyttjar prissänkningen utan att den idiosynkratiska risken ökar. Om en tillgång stiger i pris "utan orsak" kan prisstegringen utnyttjas genom att man säljer tillgången och omplacerar det frigjorda kapitalet i ett tillräckligt perfekt substitut, eller, om investeraren inte äger det överprissatta tillgångsslaget, genom att genomföra *short selling* av tillgångsslaget. Investeraren utnyttjar prisökningen utan att den idiosynkratiska risken ökar.

<sup>126</sup> Se *Fischel – Ross* 1991 s. 514.

### 3.3 MARKNADSRATIONALISMENS TILLBAKAGÅNG: ETT BEHAVIORALISTISKT ALTERNATIV

Trots den massiva uppbackning EMH fått inom finansiell ekonomi och trots det omfattande empiriska stödet som producerats för teorin är inte EMH idag längre den universella sanning den förut fastställdes vara. Både teoretisk och empirisk kritik har riktats mot EMH. Ursprunget till kritiken är upptäckten av empiriska anomalier.

En inledande anomali identifierades av *Black*, som fastställde att investerare reagerar på det han kallade oljud – *noise*.<sup>127</sup> Oljud definierades som någonting annat än den information som investerarna rationellt befattade sig med. Investerare föreföll därmed inte exklusivt beakta information vid investeringsbeslut. Därmed öppnades diskussionen för betydelsen av andra än rationella faktorer vid investeringsbeslut.<sup>128</sup> Denna oljudstanke erbjöd den finansiella ekonomin ett verktyg för att greppa ineffektivitetsmekanismer på marknaden.<sup>129</sup> Något tidigare hade även *Shiller* ifrågasatt EMH utgående från av honom identifierade empiriska anomalier. Omotiverad volatilitet på värdepappersmarknaden kunde ses som ett ständigt bevis för att investerare inte enbart begränsade sig till beslut fattade på basis av rationella analyser av förändringar i den informationsmassa som enligt EMH exklusivt ansågs determinera värdepappers värde.<sup>130</sup>

Samtidigt som iakttagelser av empiriska anomalier skapade sprickor i den fasad som upprätthöll marknadseffektivitetsparadigmen gjordes även upptäckter på en annan abstraktionsnivå. Genom kombinationer av behavioralistisk psykologi och finansiell ekonomi lades grunden för ett nytänkande inom finansiell ekonomi.<sup>131</sup> Detta nytänkande<sup>132</sup> som ofta kallas *behavioral finance* är framför

<sup>127</sup> Se *Black* 1986 s. 529–543. Se *Goshen – Parchomovsky* 2006 s. 724 som definierar *noise traders* som en grupp av investerare som agerar irrationellt utan en konsekvent investeringsmetod. Se *De Long m.fl.* 1990 s. 704–738. Se också *Lau Hansen* 2001 s. 86–87.

<sup>128</sup> Se *Leroy* 1989 s. 1583.

<sup>129</sup> Se *Cox m.fl.* 2006 s. 111.

<sup>130</sup> Se *Shiller* 1981 s. 1062–1088.

<sup>131</sup> Ofta hänvisas till *Kahneman m.fl.* 1982 som ett banbrytande verk där behavioralistisk psykologi kombinerades med investeringsbeslut. En av *Kahnemans* medförfattare, *Slovic* hade också redan under slutet av 1960-talet publicerat studier som tillämpade behavioralistisk psykologi på investeringsbeslut. Se *Slovic* 1969 och *Slovic* 1972. Se *Shefrin* 2000 s. 3–42 för en pedagogisk framställning över utvecklingen.

<sup>132</sup> Jag avser med nytänkandet det faktum att *Kahneman* och *Tversky* kombinerade behavioralistisk psykologi och ekonomi på ett sätt som forskningsmetodologiskt får anses utgöra ett nytänkande. Själva tanken om att människans rationalitet ibland är begränsad – att hennes vilja är svag – är förvisso inte ny. Se *Sen* 2009 s. 176 som hänvisar till *akrasia* inom grekisk filosofi. Med *akrasia* beskrevs det mentala läge där människan nog tänker rationellt, men inte förmår göra det hon vet att hon rationellt sett borde göra. Tilläggas kan Romarbrevet 7:15: ”Ty jag kan icke fatta att jag handlar såsom jag gör; jag gör ju icke vad jag vill, men vad jag hatar, det gör jag.” Motsvarande tanke

allt resultatet av *Kahnemans* och *Tverskys* banbrytande undersökningar.<sup>133</sup> Kontentan i det nya var att acceptera ett avsteg från maximen om förhärskande obegränsad rationalitet som drivkraften bakom investeringsbeslut.<sup>134</sup> Avsteget från denna maxim som utgjort ett centralt antagande i EMH gjordes systematiskt – investerare ansågs inte vara rationella.<sup>135</sup> Avsteget från maximen löpte linan ut så att avsteget även fick konsekvenser för övriga antaganden som formulerats inom EMH.<sup>136</sup> Irrationaliteten antogs nu vara systematisk och kunde därför inte försummas. Tvärtom kunde irrationaliteten systematiseras enligt olika strukturer där kognitiva (heuristiska) fördomar, emotionella aspekter, social interaktion, optimism och förväntningar gavs en framträdande roll.<sup>137</sup> För det tredje ansågs

---

är också bärande i *Adam Smiths The Theory of Moral Sentiments* (utgiven år 1756). Se gärna även *Sen* 2009 s. 185–187 som motiverar varför *Smith* – till skillnad från vad som brukligt är – inte skall läsas som en anhängare av den ekonomiska skola som numera kallas för *Rational Choice Theory*. Se slutligen det klassiska citatet om den djuriska själen på värdepappersmarknaden i *Keynes* 1936 s. 161–162: "Even apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than mathematical expectations, whether moral or hedonistic or economic. Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as the result of animal spirits – a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities."

<sup>133</sup> Se *Kahneman m.fl.* 1982. Se också *Tversky – Kahneman* 1974, *Kahneman – Tversky* 1979 och *Tversky – Kahneman* 1986 och *Kahneman – Riepe* 1998. Också i Finland har motsvarande slutsatser gjorts på basis av väldokumenterat empiriskt underlag. Se *Grinblatt – Keloharju* 2000 s. 43–67 för empiriska iakttagelser av investerarbeteende i Finland. Glädjande nog omnämns Finland också i internationellt sammanhang som ett intressant laboratorium, eftersom data från värdepapperscentralen omfattar nästan alla aktietransaktioner som utförts, vilket medger möjligheter till avancerade empiriska undersökningar. Se *Langevoort* 2002 s. 69.

<sup>134</sup> Till denna del påminner tankarna om *Herbert A. Simons* banbrytande beslutsteoretiska hypoteser om begränsad rationalitet. Se t.ex. *Simon* 1955 s. 99–118 och *Simon* 1957. Se för en kritisk analys av rationalitetsantagandet *Sen* 2009 s. 32: "There is considerable resistance to the idea that it must be patently irrational – and stupid – to try to do anything for others except to the extent that doing good to others would enhance one's own well-being." Se även *Sen* 1977 s. 317–344.

<sup>135</sup> Se *Shleifer* 2000 s. 10. *Cox m.fl.* 2006 s. 111. Se *Cunningham* 2002 s. 5–18

<sup>136</sup> Det är skäl att betona att behavioralismen endast utgjorde/utgör ett av flera alternativ till tanken om obegränsad rationalitet. Se för ett filosofiskt alternativ som för fram ett etiskt perspektiv *Sen* 2009 s. 174–193.

<sup>137</sup> Se t.ex. *Shleifer* 2000 s. 10–11 som utgår från riskattityd, förväntningsrationalitet och beslutsfattande som en funktion av kontext. Jfr *Shefrin* 2000 s. 4–5 som utgår från heuristiska fördomar, kontext och marknadsineffektivitet. Se vidare *Hirshleifer* 2001 s. 1540–1541 som kategoriserar enligt heuristiska tillkortakommanden, självbedrägeri, emotioner, social interaktion och förväntad nytta. Se vidare *Shiller* 2001 för en något annorlunda indelning av störande faktorer i strukturella, kulturella och psykologiska faktorer. Se också *Gilson – Kraakman* 2003 s. 15 som omnämner fördomar som ett samlingsbegrepp, under vilka de kategoriserar bl.a. överdrivet självförtroende, förlustaversion, heuristiska tyngdpunkter (*anchoring*), kontext (*framing*) och efterklokhet. Se vidare t.ex. *Weinstein* 1980 s 806–820 som beskriver att människor generellt har för höga förväntningar om framtiden. Se *Svenson* 1981 s. 143–148 som visar att majoriteten av alla bilförare anser sig vara skickligare och därmed mindre riskbenägna chaufförer än en genomsnittschaufför.

inte heller arbitraget fungera effektivt i verkligheten. Arbitraget innebar i praktiken ofta en oproportionerligt *stor* risk i förhållande till förväntad avkastning.<sup>138</sup>

Det effektiva arbitraget ifrågasattes med motiveringen att arbitraget inte var riskfritt (eller proportionellt riskfördelaktigt), så som hävdats i EMH, utan omfattade två olika riskvarianter som båda begränsade det systematiska utnyttjandet av investeringstillfällen genom arbitrage.<sup>139</sup> Dels finns en risk i förhållande till investeringsobjekten. I vissa fall saknar det irrationellt felprissatta objektet ett tillräckligt perfekt substitut för att arbitraget skall kunna genomföras. Så är t.ex. fallet om samtliga aktier emitterade på en marknad är felprissatta.<sup>140</sup> Avsaknaden av tillräckligt perfekta substitut innebär att arbitragörerna tvingas ta idiosynkratiska risker. Detta kan leda till avhållsamhet från att investera. Avhållsamheten förminskar arbitragets priskorrigerande effekt. Marknadseffektiviteten verkställs då högst begränsat.<sup>141</sup> Dels finns en risk som är kopplad till tidsdimensionen. Den tidshorisont under vilken den irrationella felprissättningen korrigeras på marknaden är oöverskådlig. Det är därför fullt möjligt att felprissättningen – i stället för att korrigeras – expanderas under en obestämd framtid.<sup>142</sup> Denna risk leder till att de arbitragörer som vill investera på en felprissatt marknad ställs inför ett riskfyllt rationellt val. De kan antingen satsa på att felprissättningen skall korrigeras eller satsa på att felprissättningen i stället expanderas.<sup>143</sup> Flera empiriska exempel på att arbitraget i praktiken inte är effektivt har presenterats.<sup>144</sup> Som ett prakt-

<sup>138</sup> Framför allt *Shleifer* 2000 s. 89–112 ifrågasätter det professionella arbitragets betydelse för marknadseffektiviteten och utvecklar en alternativ hypotes för hur arbitraget påverkar denna.

<sup>139</sup> Se *Bodie m.fl.* 2005 s. 399. Se *De Long m.fl.* 1990 s. 704–738, se *Shleifer – Vishny* 1990 s. 148–153 och *Shleifer – Vishny* 1997 s. 35–55.

<sup>140</sup> Se *Shleifer* 2000 s. 13. Om samtliga aktier är underprissatta, kan en arbitragör inte hitta ett tillräckligt perfekt substitut för denna konstellation. Samtidigt är ett så massivt arbitrage också i praktiken mycket svårigenomförbart. Se t.ex. *Campbell – Kyle* 1993 s. 1–34.

<sup>141</sup> Se *Shleifer* 2000 s. 14.

<sup>142</sup> Se *De Long m.fl.* 1990. Denna typ av risk benämns av författarna för *noise trader risk*. Den arbitragör som satsar på att marknaden skall korrigeras kan helt enkelt hinna bli insolvent innan marknaden hunnit bli rationell. Se även *Goshen – Parchomovsky* 2006 s. 729.

<sup>143</sup> Arbitragörernas strategiska val beror på arbitragörernas investeringars tidshorisont. I det långa loppet – om marknaden är effektiv – korrigeras felprissättningen och arbitragörerna gör en riskfri vinst. Den praktiska frågan blir om arbitragörerna kan vänta så länge. Associationerna går till *J.M. Keynes* kända citat i *A Tract on Monetary Reform* 1923 s. 80 där han kritiserar ekonomivetenskapens evighetsperspektiv för att vara för onyanserat för verkligheten: "The long run is a misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task if in tempestuous seasons they can only tell us that when the storm is past the ocean is flat again."

<sup>144</sup> Se *Froot – Dabora* 1998 s. 189–216 för en empirisk analys av hur "tvillingaktier" samvarierar på olika marknadsplatser och slutsatsen att arbitraget är ineffektivt. Samma slutsats omfattar *Shleifer* 2000 s. 31 och *Shefrin* 2000 s. 7. Se vidare *Lee m.fl.* 1991 s. 75–109 och se även *Shleifer* 2000 s. 53–88 för analyser om bestående prisskillnader mellan det sammanlagda marknadspriset på tillgångarna i en investeringsfond (*net asset value*) och det sammanlagda värdet på av investerings-

exempel på misslyckat storskaligt arbitrage omnämns ofta det mytomspunna *Long Term Capital Managements* fall.<sup>145</sup>

*Long Term Capital Management* var en hedgefond som skapade en investeringsstrategi dikterad av exceptionellt vetenskapligt kunnande genom bl.a. nobelpristagarna *Myron Scholes* och *Robert Merton*. Efter en strålande inledning på affärerna med redovisade vinster på upp till 40 % p.a. kraschade fonden bl.a. på grund av misslyckade spekulativa affärer i Royal Dutch Shell, som vid tidpunkten var ett bolag med ”tvillingaktier”, d.v.s. ett bolag med en ägarstruktur bestående av två bolag som vart för sig var börsnoterade. Arbitragerarna strävade efter att göra affärer på att investera rationellt i tvillingaktierna, enligt det rationella förhållande aktierna borde ha haft till varandra. Trots *nomen est omen* hade *Long Term Capital Management* paradoxalt nog inte tid att invänta den anteciperade korrigeringen av felprissättningen och tvingades i stället realisera enorma förluster.<sup>146</sup>

### 3.4 SYNTES OM MILJÖ

Ovan har refererats delar av den vetenskapliga kritik som riktats mot EMH.<sup>147</sup> Kritiken anförs på olika abstraktionsnivåer. Den mest omfattande kritiken är pragmatiskt färgad och hävdar förenklat uttryckt att EMH:s praktiska mervärde är begränsat eftersom verklighetens marknader *de facto* inte är effektiva. Denna kritik bygger på iakttagna anomalier.

Sällan har den kritiska diskursen om EMH varit så aktiv och kraftig som under år 2009. Den globala finanskrisen som råder i världen förklaras vara en följd av en övervärdering av tillgångar som uppstått som bubblor på den marknad som påstås vara effektiv och därmed självkorrigering. I skrivande stund förefaller därför debatten om marknadseffektivitetens vara eller inte vara att tillta. Den ansedda tidningen *The Economist* publicerade den 16.7.2009 en artikel om orsakerna till den globala finanskrisen.<sup>148</sup> Artikeln, som åsyftade att fungera som underlag för en omfattande diskussion om bl.a. EMH, följdes upp av en kolumn av nobelpristagaren *Robert Lucas*. Den följdes av en myck-

fonden emitterade konstanta antal fondandelar i *The Closed End Fund Puzzle*. Se också Mehra – Prescott 1985 s. 145–162 och Kocherlakota 1996 s. 42–71 om *The Equity Premium Puzzle*.

<sup>145</sup> Se Froot – Dabora 1998 s. 189–216.

<sup>146</sup> Se vidare Lowenstein 2000 s. 3–218 för en ingående granskning av *Long Term Capital Management*.

<sup>147</sup> Kritiken har givetvis inte stått oemotsagd. Många framför t.ex. att behavioralisternas anomalier är för ostrukturerade, ofokuserade och oorganiserade för att de skall kunna sammanfattas till en enhetlig teori med ett meningsfullt innehåll. Se t.ex. Choi – Pritchard 2003 s. 10.

<sup>148</sup> *The Economist*: ”What went wrong in economics?”, publicerad 16.7.2009.

et aktiv on-line debatt mellan bl.a. *Brad DeLong*, *Richard Posner*, *Markus Brunnermeier* och *Robert J. Barro*.<sup>149</sup>

Kritiken mot EMH måste läsas försiktigt om syftet är att utveckla en marknads-teori inom finansiell ekonomi. EMH är nämligen uttryckligen produkten av til-lämpningen av en positivvetenskaplig empirisk metodologi där forskningsresul-taten bör tolkas inom den referensram där undersökningen utförts. Kritik mot EMH borde därför primärt sträva efter att träffa rätt inom samma referensram som undersökningen gestaltats.<sup>150</sup> Det gör inte sådan kritik som endast anför att EMH inte fungerar för att det går att peka på fall där effektiviteten på värdepap-persmarknaden stundom uppvisar stora avsteg från den idealmodell EHM är.<sup>151</sup> Att enbart upptäcka anomalier räcker inte, eftersom anomalierna oftast iakttas i en mera specifik konstellation än den mycket generella konstellation där para-digment råder.<sup>152</sup> Upptäckta anomalier förmår inte kullkasta det rådande para-digm som EHM vilar på.<sup>153</sup> I stället leder uppräknigen av anomalier till skugg-boxning där klyftan mellan referensramarna utgör ett hinder för att de kritiska slagen skall träffa.<sup>154</sup> Två sinsemellan ojämförbara helheter jämförs i den veten-skapsmetodologiska diskussion som förs över en oöverbyggbar paradigmklyfta skapad av de divergerande referensramarna.<sup>155</sup>

<sup>149</sup> Se [http://www.economist.com/blogs/freeexchange/lucas\\_roundtable/](http://www.economist.com/blogs/freeexchange/lucas_roundtable/).

<sup>150</sup> Goda exempel på denna vetenskapsteoretiska realitet är flera bidrag i *Journal of Business* 1986 vol 59, som publicerade inlägg från *Conference on Behavioral Foundations of Economic Theory* vid *University of Chicago* i oktober 1985. *Kleindon* 1986 s. 469–498 och *Zeckhauser* 1986 s. 435–449 kan nämnas som goda exempel på (bristande) paradigmöverskridande dialog.

<sup>151</sup> Se *Simon* 1978 s. 336, där *Simon* konkluderar sin Nobelföreläsning *Rational Decision-Making in Business Organisations* med att konstatera: "You can't beat something with nothing. You can't defeat a measure or a candidate simply by pointing to the defects and inadequacies. You must offer an alternative." *Simon* ser konservativ protektionism i förhållande till vetenskapliga idéer som en förhärskande hållning inom finansiell ekonomi och detta ställer ribban högt för alternativ. "We are committed to a strategy of successive approximations, and when we find discrepancies between theory and data, our first impulse is to patch rather than to rebuild from the foundations."

<sup>152</sup> Se *Langevoort* 1992 s. 861.

<sup>153</sup> Omfattar man *Kuhns* paradigmsyn i *Kuhn* 1970 s. 81 förefaller ett paradigmskifte vara omöjligt. Den förhärskande synen på sanningen impregnerar betraktaren och framhäver en konservatism i förhållande till anomalier. "Sanningen" är alltså beroende av betraktarens uppfattning av vad san-ningen bör vara.

<sup>154</sup> *Zeckhauser* 1986 s. 435 förutsåg problemet redan tidigt och konstaterade att "The behavioral-ist-rationalist debate, in contrast, is unlikely to be resolved any time soon because the two schools look for evidence in very different arenas. In some ways, it is more a debate between religions than between scientific theories."

<sup>155</sup> Detta exemplifieras väl av dialogen mellan *Ricciardi* – *Simon* 2000 s. 26–34 och *Choi* – *Pritchard* 2003 s. 14. Den ena sidan listar 40 olika behavioralistiska felbedömningar som är sprickor i EMH-fasaden. Den andra sidan förundrar sig (cyniskt) över hur överhuvudtaget någon investerare förmår göra pengar på värdepapper med tanke på alla de behavioralistiska felbedöm-ningar som samtliga investerare upprepat faller offer för.



Den mera fundamentala behavioralistiska kritiken fokuserar på den modellskapande grund EMH utnyttjar. Den främsta kritiken riktas mot just rationalitetsantagandet i EMH (och samtidigt rationalitetsantagandet i neoklassisk finanstori). Till denna del motsvarar kritiken den diskussion som förts mera allmänt mellan olika skolor inom ekonomi. Denna diskussion handlar bl.a. om betydelsen av realismen i de antaganden en positivistisk undersökning vilar på. Diskussionen berör således realismen i de antaganden som definierar den referensram inom vilken undersökningen levererar resultat. Det är skäl att kort beröra denna diskussion i samband med följande kapitel som analyserar assimilationen av bl.a. kunskap i finansiell ekonomi på väg mot en dogmatisk lagtolkningsmetod. Redan här kan dock avslöjas att denna diskussion – som alla andra metodologiska diskussioner – kretsar kring kunskapsintresset i den undersökning som utförs.

Vid en analys av förbudet mot kursmanipulation är förståelsen för empirisk kunskap om värdepappersmarknaden viktig. Bägge systematiska varianter av förbudet mot kursmanipulation har nämligen en stark koppling till empirisk kunskap om informationens inverkan på värdepapperskurser. För att rättsdogmatiskt kunna tolka och systematisera vad som är vilseledande information i relation till värdepapperskurser (informationsbaserad kursmanipulation) förutsätts en förståelse för relationen mellan information och värdepapperskurser. För att rättsdogmatiskt kunna tolka och systematisera när en värdepapperskurs låsts vid en onormal eller konstlad nivå (marknadskraftsbaserad manipulation) förutsätts en förståelse för när en värdepapperskurs är onormal eller konstlad.

Syntesen av empirisk kunskap om värdepapperskurser är därmed att oavsett vilken den empiriska kunskapen om värdepappersmarknadens funktion är, bör den kritiskt granskas då kunskapen skall utnyttjas i det rättsdogmatiska kunskapsperspektivet.

## 4 Operationalisering: assimilation av motiv och miljö i rättsdogmatiken

### 4.1 INLEDNING

I min avhandling vill jag tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Jag har tidigare konstaterat den abstrakta kontexten för förbudet mot kursmanipulation i form av motivet för rättslig intervention på värdepappersmarknaden. Därutöver har jag presenterat empirisk kunskap om värdepapperskurser – för att konstatera den miljö som utgör den konkreta kontexten för förbudet mot kursmanipulation. Eftersom jag ovan konstaterat att den abstrakta och den konkreta kontexten enligt här företrädd mening utgör externa (utomjuridiska) kunskapsperspektiv på rätten övergår jag nu till att operationalisera denna kunskap (motiv och miljö). Jag skapar således en assimilationsteori för hur motiv och miljö bör föras in i den rättsdogmatiska dialektiken då förbudet mot kursmanipulation tolkas och systematiseras.

Den förhärskande metoden i denna avhandling är rättsdogmatisk. Syftet i avhandlingen är att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation och detta syfte uppnås genom att tillämpa en rättsdogmatisk tolknings- och systematiseringsmetod som traditionellt utnyttjas inom juridiken. Mitt påstående i denna teoretiska del av avhandlingen är dock att en ändamålsenlig tolkning och systematisering av förbudet mot kursmanipulation ständigt är beroende av förbudets kontext. Följaktligen bör rättsdogmatiska tolkningsavgöranden gällande förbudet mot kursmanipulation beakta det abstrakta och konkreta kontextuella kunskapsperspektiv jag ovan presenterat.

Emellertid motsvarar inte dialektiken genom vilken den abstrakta och konkreta kontexten ovan gestaltats den dialektik rättsdogmatiken traditionellt omfattar. Därför måste dessa divergerande kunskapsperspektiv sammanjämkas. Eftersom avhandlingens förhärskande metod är rättsdogmatisk sker sammanjämkningen utgående från rättsdogmatiken. Jag operationaliserar således de icke-rättsdogmatiska kunskapsperspektiven. Detta gör jag genom att assimilera den abstrakta och konkreta kontexten i rättsdogmatiken. Jag för in extern kunskap i rätten.

Assimilationen är emellertid känslig. Å ena sidan leder en okritisk assimilation till att rättsdogmatiken i för hög grad kommer att påverkas av kunskapsperspektiv som är rättsdogmatiken främmande. Rättsdogmatiken överkontextualiseras. Å andra sidan leder en överkritisk assimilation till att rättsdogmatiken i för



låg grad kommer att påverkas av kunskapsperspektiv som utgör den viktiga kontext som jag anser bör tillåtas påverka rättsdogmatiken. Rättsdogmatiken underkontextualiseras. Assimilationen bör därför ske optimalt. Därmed skall i detta kapitel en assimilationsteoretisk diskussion föras. Den syftar till att analysera på vilket sätt en optimal assimilation av den abstrakta och konkreta kontexten bör ske i rättsdogmatiken. Denna optimala assimilation undviker en överkontextualiserad och en underkontextualiserad rättsdogmatisk fallgrop. Assimilationsdiskussionens resultat utnyttjas sedan i kalibreringen av tolkningsmetoden i avhandlingens del III och i konkretiseringen av tolkningen i avhandlingens del IV.

Tillvägagångssättet är följande: Assimilationen utförs genom att en vetenskapsteoretisk diskussion förs om hur utomjuridisk kunskap kan tillåtas påverka juridisk metod – alltså rättsdogmatiken. Först diskuteras assimilationen av marknadsliberalism som motiv för förbudet mot kursmanipulation. Därefter diskuteras assimilationen av empirisk kunskap som miljö för förbudet mot kursmanipulation. Slutligen presenteras syntesen av assimilationsdiskussionen och dess preliminära tillämpning.

## 4.2 ASSIMILATION AV MARKNADSLIBERALISM SOM MOTIV I RÄTTSDOGMATIKEN

Det första externa perspektivet, den abstrakta kontexten för förbudet mot kursmanipulation, nämligen motivet med förbudet mot kursmanipulation bör – innan det används i den rättsdogmatiska argumentationen – assimileras genom en kritisk granskningsprocess. I detta led skall jag presentera en förhållandevis vedertagen modell för assimilation av abstrakt kontext i form av ekonomisk kunskap i rättsdogmatiken. Denna modell – *law and economics* – utnyttjas för att assimilera den marknadsliberalism värdepappersmarknaden vilar på i rättsdogmatiken.

*Law and economics* är ett slags etablerad bro mellan ekonomi och rättsdogmatik.<sup>156</sup> Trots att forskningsinriktningen *law and economics* är mångfasetterad kunde man simplificerat tala om ett vetenskapligt fält som befattar sig med rättens

<sup>156</sup> Jag väljer medvetet att använda begreppet *law and economics* trots att olika svenskspråkiga översättningar existerar. Sådana kandidater är t.ex. rättsekonomi (se Oker-Blom 2002 med titeln *Bakom rätten – en rättsekonomisk argumentationsmodell*) eller jurionomi (se Oker-Blom 1980 s. 245) Jag ger mig inte heller in i en ändamålsenlighetsdebatt om vilket begrepp som bäst beskriver vad det handlar om. *Law and economics* är begreppsligt sett tillräckligt vedertaget för att fylla sin funktion i denna avhandling.

och ekonomins växelverkan.<sup>157</sup> Lite mera preciserat handlar det om att analysera rättens ekonomiska konsekvenser. Man anlägger alltså ett ekonomiskt perspektiv på rätten.<sup>158</sup>

Genom *law and economics* frångås således synen på rätten som ett slutet system. Den systeminterna koherensen kan följaktligen kullkastas av bland annat argument av traditionellt icke-rättslig karaktär.<sup>159</sup> Detta utgör en metod för assimilation av utomjuridisk kunskap i rättsdogmatiken. Man utnyttjar en ekonomisk effektivitetsanalys för att anlägga ett externt perspektiv på rätten.<sup>160</sup> *Ceteris paribus* väljs den lösning som är ekonomiskt mest fördelaktig. Man optimerar rätten ekonomiskt.<sup>161</sup>

Det tänkesätt *law and economics* omfattar kan i mitt tycke utgöra en implicit modell för att införliva det ovan konstaterade motivet med förbudet mot kursma-

<sup>157</sup> *Law and economics* är som brukligt för vetenskapliga skolor bara ett löst samlingsbegrepp för olika teoretiska tappningar av förhållandet mellan rätt och ekonomi. Ett sätt att systematisera de olika inriktningarna i *law and economics* är att uppdelat varianterna i Chicagoskolan och dess alternativ. Chicagoskolan – eller *main stream law and economics* – har blivit en utgångspunkt i *law and economics* och kan förenklat sammanfattas vara ett ekonomivetenskapligt studium av rätten där den ekonomivetenskapliga metoden bygger på neoklassicistiska utgångspunkter. Ett av dess alternativ, den neoinstitutionella *law and economics*, tar fasta på en alternativ ekonomisk utgångspunkt och utgår således inte från de neoklassicistiska utgångspunkterna. Alternativet vilar snarare på premisser som t.ex. *Norths* institutionella teori förfäktar. Icke desto mindre är mycket i de olika varianterna av *law and economics* lika. Ytterst förefaller gemensamt för all *law and economics* vara syftet med metoden, nämligen att utföra ett ekonomiskt studium av rätten. *Law and economics* är därför ett slags effektivitetens helhetsanalys av rättssystemet eller delar däri. Se t.ex. *Oker-Blom* 2002 s. 93–97. Se även *Timonen* 1998 s. 107 för en dylik inledning.

<sup>158</sup> Se t.ex. *Coase* 1960 som behandlar kostnader föranledda av reglering. Se även *Calabresi* 1961 som handlar om riskfördelning och dess kostnadspåverkan. Se även *Posner* 1998. Bokens originalupplaga från 1973 får anses vara ett mycket tungt ställningstagande för användbarheten av *law and economics*. Se även *Cooter – Ulen* 2007 (originalupplaga från 1988) vars allmänna läror för *law and economics* fått en stor genomslagskraft. Se *Lau Hansen* 1999 s. 115–117 för en förtjänstfull inventering av *law and economics* och dess genomslagskraft i nordisk rättsvetenskap. Se vidare *Pöyhönen* 2000 s. 61–62. Se också *Oker-Blom* 2002 s. 243.

<sup>159</sup> *Law and economics* spinner därmed vidare på den amerikanska realismreaktionen som under början av 1900-talet ifrågasatt den rådande formalismen inom rätten i USA. Se *Timonen* 1998 s. 106–107. Se *Lau Hansen* 1999 s. 120–122 som analyserar rättsekonomin användbarhet i rättsdogmatiken.

<sup>160</sup> I Finland förefaller det råda en enhetlig uppfattning om att ekonomiska effektivitetsargument alltid kan platsa i den rättsdogmatiska dialektiken inom det som traditionell rättskällelära benämner reella argument. Se *Timonen* 1997 s. 129. Se *Oker-Blom* 2002 s. 248–249.

<sup>161</sup> Skolan utnyttjar olika instrument för att optimera rätten. Man definierar således den effektivitet man försöker uppnå genom den rättsliga analysen enligt olika parametrar. Två ofta utnyttjade sätt att definiera effektivitet är *Kaldor-Hicks*-optimalitet och *Pareto*-optimalitet. Det förra gör gällande att det är eftersträvsvärt att genomföra förändringar som leder till att den hypotetiska summaförändringen för alla involverade parter är positiv. Det senare definierar det eftersträvsvärda snävare och förutsätter att ingen involverad parts position skall försämrats, medan däremot någons position skall förbättras.

nipulation i den rättsdogmatiska dialektiken.<sup>162</sup> Tänkesättet blir då ett slags motivfunktionalisering i rättsdogmatiken som talar för att låta motivet med regleringen påverka även sättet på vilket rättsdogmatiken struktureras. I föreliggande fall har jag konstaterat att motivet med förbudet mot kursmanipulation är att stävja sådan otillbörlig intervention som marknadsaktörer kan utföra och som rubbar den spontana ordningen i form av marknadens funktion. Detta motiv effektiviserar marknaden. Den otillbörliga interventionen skapar en marknadsstrukturell risk. Den rättsliga interventionen som stävjar den otillbörliga interventionen reducerar denna risk och återinstallerar förutsägbarheten på marknaden.

En dylik motivfunktionalisering av rätten sker så vitt jag kan se genom det tänkesätt *law and economics* förfäktar.<sup>163</sup> Man frågar sig vilket rättsligt argumentationssätt som är ekonomiskt effektivt/optimalt. Eftersom en riskreducerande, effektivitetsökande rättslig intervention är ekonomiskt effektiv/optimal, förefaller det naturligt att även operationalisera motivet för förbudet mot kursmanipulation genom detta tänkesätt. Då uppnås en värdepappersmarknadsreglering som är *Pareto*-optimal, eftersom marknaden effektiviseras. Eftersom den effektiverade marknadens instrumentella funktion i ett marknadsliberalistiskt perspektiv samtidigt ökar samtliga involverade marknadsaktörers möjligheter – *increase the chances of all* – förefaller således reduktionistisk rättslig intervention på marknaden och en förutsägbarhetsbetonande tolkning vid verkställigheten av rättslig intervention samtidigt även uppfylla *Kaldor-Hicks* kriterium för effektivitet. Det är därför motiverat att assimilera det abstrakta kontextuella kunskapsperspektivet genom att uppställa ett tolkningsideal i värdepappersmarknadsrätten som eftersträvar förutsägbarhet i tolkningen av reglering av värdepappersmarknaden.

<sup>162</sup> Ett liknande tänkesätt har tidigare utnyttjats för att analysera just värdepappersmarknadsrättsliga regler i Finland. Se *Timonen* 1997 s. 272–311, se *Rudanko* 1998 s. 188–226, se *Kaisanlahti* 1999 s. 68–130 och se *Oker-Blom* 2002 s. 149.

<sup>163</sup> Jag är medveten om att utnyttjandet av ekonomisk argumentation i rättsdogmatiken är en mångfasetterad frågeställning. Min ansats i detta kapitel av avhandlingen är inte att avgöra frågan. I denna avhandling beaktas den perspektivskillnad som råder mellan ekonomisk kunskap och rättsdogmatisk kunskap i flera olika faser. En assimilationsteori uppställs och tillämpas under avhandlingens gång. Det är således inte ändamålsenligt att här ge sig in i den (visserligen mycket intressanta) teoretiska diskussionen om användbarheten av *law and economics* i nordisk rättsdogmatik. I stället får avhandlingen anses presentera ett förslag på hur dessa divergerande kunskapsperspektiv kan sammanföras vid tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation.

### 4.3 ASSIMILATION AV EMPIRISK KUNSKAP SOM MILJÖ I RÄTTSDOGMATIKEN

Det andra externa perspektivet, den konkreta kontexten för förbudet mot kursmanipulation, nämligen empirisk kunskap om värdepapperskurser bör även – innan det används i den rättsdogmatiska argumentationen – assimileras genom en kritisk granskningsprocess. I detta led skall jag diskutera de utmaningar det divergerande kunskapsintresset mellan empirisk och normativ kunskap skapar för den optimala assimilationen. Mitt mål är att framhäva utmaningarna för att förmå undvika att en okritisk assimilation av empirisk kunskap i rättsdogmatiken tillåts ske.

Positivistiska vetenskaper har som uppgift att objektivt förklara verkligheten.<sup>164</sup> Verkligheten förklaras genom att vetenskapen identifierar lagbundenheter.<sup>165</sup> För att iaktta verkligheten uppställs en hypotes om en lagbundenhet.<sup>166</sup> Lagbundenheterna verifieras genom konkreta erfarenheter d.v.s. empiriska iakttagelser. Förenklat uttryckt är en tillräcklig korrelation mellan hypotes och empiri ett facit för att hypotesen förmår förklara verkligheten. Teoretiskt hållbart uttryckt är en hypotes en hypotes för att den är falsifierbar och gällande för att den inte ännu kunnat falsifierats.<sup>167</sup>

<sup>164</sup> Se Friedman 1953 s. 4: "Positive economics is in principle independent of any particular ethical position or normative judgment. As Keynes says, it deals with 'what is' not with 'what ought to be'." Jfr dock härom mycket kritiskt Jareborg 2001 s. 68.

<sup>165</sup> Se Friedman 1953 s. 4: "Its task is to provide a system of generalizations that can be used to make correct predictions about the consequences of any change in circumstances." Se för en mera poetisk uppgiftsbeskrivning Simon 1978 s. 344: "Much of that inquiry has been driven by the simple urge to understand, to find the beauty of order hidden in complexity."

<sup>166</sup> Se Friedman 1953 s. 7: "The ultimate goal of a positive science is the development of a 'theory' or 'hypothesis' that yields valid and meaningful (i.e., not truistic) predictions about phenomena not yet observed." Jag har ovan medvetet valt att framhäva Milton Friedman i notapparaten. Friedman får anses representera en ortodox positivistisk vetenskapssyn, vilket även framgår av den vetenskapssyn han utvecklat i bl.a. Friedman 1953 (se nedanstående citat).

<sup>167</sup> Se t.ex. Friedman 1953 s. 8–9: "Factual evidence can never 'prove' a hypothesis; it can only fail to disprove it, which is what we generally mean when we say, somewhat inaccurately, that the hypothesis has been 'confirmed' by experience." Friedmans metod är således ett skolexempel på en tillämpning av Poppers vetenskapssyn i Popper 1984 s. 14–15: "Nun wollen wir aber doch nur ein solches System als empirisch anerkennen, das einer Nachprüfung durch die 'Erfahrung' fähig ist. Diese Überlegung legt den Gedanken nahe, als Abgrenzungskriterium nicht die Verifizierbarkeit, sondern die Falsifizierbarkeit des Systems vorzuschlagen; mit anderen Worten: Wir fordern zwar nicht, daß das System auf empirisch-methodischem Wege endgültig positiv ausgezeichnet werden kann, aber wir fordern, daß es die logische Form des Systems ermöglicht, dieses auf dem Wege der methodischen Nachprüfung negativ auszuzeichnen: Ein empirisch-wissenschaftliches System muß an der Erfahrung scheitern können. (Den Satz: 'Hier wird es morgen regnen oder nicht regnen' werden wir, da er nicht wiederlegbar ist, nicht als empirisch bezeichnen; wohl aber den Satz: 'Hier wird es morgen regnen'.)" Se även Sen 2008 s. 622.

Av världens oändligt komplexa natur följer att den positivistiska vetenskapen ställs inför vissa pragmatiska belastningar. Den mest centrala belastningen är att simplifikationer av verkligheten är den enda rimliga utgångspunkten för genomförande av vetenskapliga undersökningar.<sup>168</sup> Simplifikationerna tar sig uttryck i antaganden som uppställs för att operationalisera teorin. Genom att uppställa antaganden förmår den positivistiska vetenskapsmannen begränsa antalet oberoende variabler som kunde tänkas påverka den för forskningen valda beroende variabeln – forskningens objekt. Genom antaganden positioneras således referensramen för iakttagelserna. På basis av gjorda iakttagelser kan slutsatser för hypotesens falsifikation göras, eftersom det positivistiska tankeexperimentet isolerat de tillåtna slutsatser som kan göras på basis av iakttagelserna genom att *ceteris paribus* kunna fastställa vilka kausalsamband som påverkar det undersökta objektet när de oberoende variablerna varierar. Däremot anser den ortodoxa positivisterna att hypotesen aldrig kan falsifieras med hänvisning till sanningsenligheten eller realismen i antagandena.<sup>169</sup>

Denna ortodoxa positivistiska metodologiska deskriptivt realistiska utgångspunkt om att antagandenas bristande realism inte påverkar teorins användbarhet har föga förvånande utsatts för en mycket tung kritik.<sup>170</sup> Simon anser att *Friedmans* metod bygger på det *Simon* kallar *principle of unreality*. Denna metodologi accepteras inte, eftersom den positivistiska vetenskapliga teori som finner empiriskt stöd men utgår ifrån orealistiska antaganden i bästa fall trots allt

<sup>168</sup> Se *Kaisanlahti* 1999 s. 14. Att tala om belastningar är något ignorant i rent positivistisk vetenskapsteoretisk bemärkelse. Belastningen uttrycker här ett alternativ till fullständig analys av verkligheten. Det är således den positivistiska vetenskapsteorins funktionsduglighetsgaranti att teorin bygger på simplifikationer. Utan simplifikationerna uteblir generaliseringsnyttan och då ifrågasätts den nytta positivistisk teori överhuvudtaget erbjuder. Se även *Simon* 1978 s. 346.

<sup>169</sup> Se *Friedman* 1953 s. 18 som argumenterar för att antaganden endast är tekniska hjälpmedel för teorin. Antagandena är däremot under inga omständigheter simplifikationer vars sanningsenlighet bör vara föremål för diskussion. En teori kan alltså inte testas enligt realismen i antagandena. *Friedman* menar således att *Galileis* fysiska lag om fallande kroppars acceleration i vakuum uttryckt genom formeln  $s = \frac{1}{2}gt^2$  är en teori som fungerar eftersom den korrelerar tillräckligt med den verklighet empirin ger stöd för, men inte för att antagandet om perfekt vakuum är realistiskt. (Så vitt jag förstått fysiken kan perfekt vakuum inte konstrueras ens i laboratorium). Med *Friedmans* retorik uttrycks detta träffande i *Friedman* 1953 s. 18: "The formula is accepted because it works, not because we live in an approximative vacuum – whatever that means." En fördel med vetenskapsmetodiken som frånsäger sig ett beroende av realismen i antagandena är att den kan avskaka sig *a priori*s kunskap som gör teoriformuleringen konservativ. Nya teorier behöver då inte bygga på den kunskapsmassa som redan existerar. En sådan metod kan främja äkta innovativitet. Se *Green – Shapiro* 1994 s. 30–31. Se för en insiktsfull diskussion om antagandenas förhållande till verkligheten *Sen* 1977 s. 318. Se även *Sen* 2009 s. 177.

<sup>170</sup> Frågeställningen är givetvis en klassiker. Se för två tidiga och ofta citerade metodologiska diskussioner *Smith* 1756 s. 192 och *Edgeworth* 1881 s. 16. Se för en sammanfattande diskussion *Samuelson* 1962 s. 231–236 och *Simon* 1962 s. 231–236. Se för övrigt även *Sen* 2008 s. 626–627.

endast anger hur den positivistiska verklighetens *idealtyp* ter sig.<sup>171</sup> Samuelson kallar *Friedmans* metodologiska argument för ”*the F-twist*”<sup>172</sup> och accepterar inte detta metodologiska steg, vilket han utförligt bevisar genom formell logik.<sup>173</sup>

Den positionering referensramen utgör möjliggör det tänkesätt den positivistiska vetenskapen utnyttjar. Samtidigt uppställer positioneringen begränsningar för de slutledningar som kan göras på basis av de vetenskapliga resultaten inom andra än den valda referensramen.<sup>174</sup> Tillåtna slutledningar är endast sådana slutledningar som är logiska konsekvenser *inom samma referensram* som undersökningen utförts i. De antaganden den positivistiska vetenskapen uppställt blir därför centrala rāmärken för slutledningar på basis av de vetenskapliga resultaten. Vidare blir antaganden också ett interdisciplinärt kommunikationshinder som uppstår mellan olika delar av den positivistiska vetenskapen som opererar med olika och sinsemellan oförenliga antaganden, d.v.s. opererar inom olika referensramar.<sup>175</sup>

Jag har ovan ytligt orienterat läsarna i två inriktningar eller skolor inom finansiell ekonomi. Den första inriktningen, EMH, kan anses vila på den neoklassiska positivistiska ekonomivetenskapens centrala antagande om de ekonomiska aktörernas (obegränsade) rationalitet.<sup>176</sup> Den andra varianten, en behavioralistisk teori, kan anses vila på en modernare neoinstitutionalistisk teorimodell.<sup>177</sup> Den

<sup>171</sup> Se *Simon* 1962 s. 230: ”I am not satisfied with the answers to Friedman’s argument that he has as much right as the physicists to make unreal assumptions. Was Galileo also guilty of using the invalid principle of unreality? I think not. I think he was interested in the behavior in the perfect vacuums not because there aren’t any in the real world, but because the real world sometimes sufficiently approximates them to make their postulation interesting.”

<sup>172</sup> Se *Samuelson* 1962 s. 232.

<sup>173</sup> Se *Samuelson* 1962 s. 236. ”The empirical harm done by the F-Twist is this. In practice it leads to Humpty-Dumptiness. Lewis Carroll had Humpty-Dumpty use words any way he wanted to. I have in my mind something different: Humpty-Dumpty uses the F-Twist to say, ‘What I choose to call an admissible amount of unrealism and empirical invalidity is the tolerable amount of unrealism.’ The fact that nothing is perfectly accurate should not be an excuse to relax our standards of scrutiny of the empirical validity that the propositions of economics do or do not possess.” Se vidare för en kritik av det *Sen* kallar deskriptiv realism *Sen* 2008 s. 617–628 och *Sen* 2009 s. 177.

<sup>174</sup> Se *Kaisanlahti* 1999 s. 19 som sammanfattar: ”Keskeinen kysymys taloudellisen analyysin soveltamisessa oikeuteen koskeekin normatiivisuutta: voidaanko taloustieteen avulla määrittää tavoitteet yhteiskunnalliselle päätöksenteolle?” [Den centrala frågan vid tillämpning av ekonomisk analys inom juridiken gäller normativitet: kan man med hjälp av ekonomivetenskapen definiera målen för samhälleligt beslutsfattande?] (min övers.) Se även *Timonen* 1997 s. 142.

<sup>175</sup> De olika antagandena definierar således ett paradigm inom vilket man rör sig.

<sup>176</sup> Se *Becker* 1976 s. 14. Se *Arrow* 1951 s. 3–31. Se *Sen* 2009 s. 176 Se *Green m.fl.* 1994 s. 14–17. Se *Kaisanlahti* 1999 s. 26. Se *North* 1990 s. 19. Se även *North* 1981 s. 20–32.

<sup>177</sup> Se *Timonen* 1997 s. 50 som för fram att det torde vara något av en smaksak om man kallar neoinstitutionalismen för en skola, ett forskningsprogram eller en systematiseringskategori.



bygger således på andra antaganden än de neoklassiska inriktningarna.<sup>178</sup> Man kunde hävda att det neoinstitutionalistiska tänkesättet breddar antagandena om utgångspunkterna och gör teoribilden mera dynamisk, adaptiv och verklighetsnära.<sup>179</sup> Således förändras t.ex. utgångspunkten från den neoklassiska fullständiga rationalitetsmodellen till en utgångspunkt som bygger på aktörers begränsade rationalitet.<sup>180</sup>

Jag ser ovan beskrivna paradigmdiskussion som en teoretisk problematisering av ett för vetenskapsteorin mycket allmängiltigt *generaliseringsproblem*. Problemet kan beskrivas av den konflikt som råder mellan å ena sidan radikala simplifikationer som mynnar ut i en mycket enkelt användbar undersökningsmetod och å andra sidan mindre radikala simplifikationer som mynnar ut i en mindre enkelt användbar undersökningsmetod, vars förtjänst dock är större samstämmighet med verkligheten – men bara i individuella fall. Av denna konflikt följer att frågan om antagandet om rationalitet håller streck är fel ställd om frågan ställs kategoriskt, utan att frågan förankras i den undersökning i vilken metoden används. I stället måste frågan relateras till det kunskapsintresse undersökaren har när undersökning utförs.

Om kunskapsintresset är ett *generellt intresse* för typifierade konsekvenser och lagbundenheter till följd av vissa variationer i de oberoende variablerna som påverkar den beroende variabel som undersöks, kan antagandet om rationalitet verka väl lämpat. Till antagandets förtjänster hör att den uppställda hypotesen blir förhållandevis lätthanterlig. Om kunskapsintresset är att förutspå hur människor rent allmänt taget brukar reagera på att undersökaren placerar en slant på trottoaren längs vilken människor vandrar, är förutspåelsen, betingad av antagandet om rationalitet, att människor kommer att stanna och plocka upp slanten, generellt och typiskt riktig.

Om däremot kunskapsintresset är ett *speciellt intresse* för individens beteende i ett speciellt fall, är det skäl att kritiskt granska om antagandet om rationalitet förmår greppa verkligheten i den givna situation där det specifika fallet utspelar sig. Om kunskapsintresset är att förutspå hur en speciell individ A kommer att reagera som en följd av att undersökaren placerar en slant på trottoaren längs vilken A vandrar, är förutspåelsen, betingad av antagandet om rationalitet, att människor kommer att stanna och plocka upp slanten, generellt och typiskt rik-

<sup>178</sup> Se North 1990 s. 27 som presterar sin *theory of institutions* som fått en framstående roll i den neoinstitutionalistiska skolan.

<sup>179</sup> Se Timonen 1997 s. 50, speciellt fotnot 51. Se även North 1990 s. 3–11.

<sup>180</sup> Se Simon 1978 s. 354: "All of these, and others, fit the general rubric of 'bounded rationality', and it is now clear that the elaborate organizations that human beings have constructed in the modern world to carry out the work of production and government can only be understood as machinery for coping with the limits of man's abilities to comprehend and compute in the face of complexity and uncertainty." Se även Sen 2009 s. 176.

tig, men föga intressant för undersökningen om hur individen A reagerar. Det kan tänkas att individ A är irrationell och därför inte kommer att plocka upp slanten. Omständigheterna kan även vara sådana att A är blind och inte upptäcker slanten, vilket gör generella funderingar kring A:s mentala preferenser/rationalitet irrelevanta eftersom informationsunderlaget för A:s del inte möjliggör det potentiella valet mellan att stanna och plocka upp slanten eller oberörd gå vidare.<sup>181</sup>

Så vitt jag kan se åskådliggör exemplet ypperligt den klassiska perspektivskillnad som råder mellan den empiriska positivismens generella kunskapsintresse (i sin ortodoxa form baserad på obegränsad rationalitet eller i en mindre ortodox form baserad på begränsad rationalitet) och den rättsdogmatiska juristens fallspecifika kunskapsintresse.<sup>182</sup> Hart och Honoré uttrycker denna perspektivskillnad förträffligt i sin analys av kausala samband inom rätten:

*"The lawyer and the historian are both primarily concerned to make causal statements about particulars, to establish that on some particular occasion some particular occurrence was the effect or consequence of some other particular occurrence."<sup>183</sup> [...] By contrast, in the experimental sciences, by which so much of the philosophical discussion of causation has been influenced, the focus of attention is the discovery of generalizations and the construction of theories. What is typically asserted here is a connection between kinds of events, and particular causal statements, made in the tidy controlled settings of the laboratory, have only derivative interest of instances and present no special difficulties."<sup>184</sup>*

Rättsdogmatikens kausala samband påminner således om det författarna kallar vardagslivets kausalitet. Det rättsdogmatiska perspektivet är således intresserat av att identifiera individuella samband i komplexa sammanhang.<sup>185</sup> Däremot är inte intresset (preliminärt) att identifiera generella samband och formulera generaliserande kausala lagar.<sup>186</sup>

<sup>181</sup> Däremot fungerar nog antagandet om individ A är så rik att individ A:s rationella beslut blir att skynda vidare till mötet som väntar, eftersom det inte är värt A att spela två sekunder på att stanna till och plocka upp småpengar.

<sup>182</sup> Se Sen 2009 s. 176 för en motsvarande uppställning av problemställningen.

<sup>183</sup> Se Hart – Honoré 1985 s. 9–10. Se även Nuotio 1998 s. 135 för en distinktion mellan så kallad vardagskausalitet och övriga modeller om kausalitet.

<sup>184</sup> Se Hart – Honoré 1985 s. 10.

<sup>185</sup> Se Hart – Honoré 1985 s. 10. "In this and other respects the causal statements of the lawyer and the historian are like the causal statements most frequent in ordinary life: they are singular statements identifying in complex situations certain particular events as causes, effects, or consequences of other particular events."

<sup>186</sup> Se Hart – Honoré 1985 s. 10: "Their characteristic concern with causation is not to discover connections between types of events, and so not to formulate laws or generalizations, but is often to apply generalizations, which are already known or accepted as true and even platitudinous, to particular concrete cases."



*Jareborg* noterar samma perspektivskillnad i form av det dubiösa förhållande som råder mellan att utnyttja empirisk kunskap och faktiska sannolikhetsbedömningar i konkreta fall. Därmed problematiserar han assimilationen av utomjuridisk kunskap i rättsdogmatiken genom att betona skillnaden mellan det generella och det speciella:

”Ibland kan sannolikhet uttryckas i exakta tal. Då förutsätts antingen logisk-matematiska fördelningar eller empiriska frekvensmätningar rörande korrelationer mellan klasser av företeelser. Sådana är i allmänhet till liten hjälp, när det gäller att avgöra hur sannolikt det är att en konkret gärning skall följas av en på visst sätt beskriven följd. Frekvensmätningar är ju beroende av hur klasserna bildats; även om det undantagsvis skulle finnas en relevant frekvensmätning att åberopa, beaktar den inte omständigheterna i det särskilda fallet, vilka gör att sannolikheten kan vara helt annorlunda än som framgår av frekvensmätningen.”<sup>187</sup>

Perspektivskillnaden mellan empirisk och normativ kunskap återspeglar därmed den skillnad i kunskapsintresse som råder mellan det generella intresset och det speciella intresset. Denna skillnad bör accepteras då konkret kontextuell kunskap om värdepappersmarknadens funktion assimileras i rättsdogmatiken. Det är därför motiverat att assimilera det konkreta kontextuella kunskapsperspektivet genom att uppställa ett konkretiseringsideal vid tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation som efterstävar en kontextuell lyhördhet för empirisk kunskap utan att dock tumma på den kritiska distans som bör upprätthållas till empirisk kunskap på grund av det divergerande kunskapsperspektivet som råder mellan empirisk kunskap och normativ dogmatik.

<sup>187</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 169. Det är för övrigt skäl att notera att *Jareborgs* begreppsapparat i denna kontext anammar ett följbegrepp som är mera omfattande än den följd som avses i t.ex. effektdelikt.

---

## 5 Syntes om kontext – preliminär tillämpning

### 5.1 SYNTES

Syntesen gällande assimilationen av motiv och miljö har i denna avhandling ett tydligt budskap: jag vill med detta påpeka att en entydig sanning gällande assimilationen av utomjuridiska kunskapsperspektiv i den rättsdogmatiska metoden endast kan växa fram som ett resultat av en kritisk analys av kunskapsintresset i den dogmatiska analysen. De externa kunskapsperspektiv som finansiell ekonomi kan omfatta ger således inte rättsdogmatikern ett homogent perspektiv utan ett heterogent kalejdoskop av varierande perspektiv. Assimilation av empirisk kunskap i rättsdogmatiken är och bör således vara förenat med stora betänkligheter och kritik. Rättsdogmatikens kunskapsintresse begränsar kombinationsmöjligheterna av perspektiven men förhindrar inte kontextualiseringen av rätten.

När en kontextualisering av rätten sker bör kontextualiseringen således genomföras kritiskt, vilket i tillägg till assimilationen innebär att kontextualiseringens resultat bör relateras till den rättsdogmatiska dialektik som redan existerar inom rätten och som i denna avhandlings frågeställning borgar för den defensivitet rättsstatligheten vilar på.

### 5.2 PRELIMINÄR TILLÄMPNING – KALIBRERING (DEL III)

Syntesen av motivet för förbudet mot kursmanipulation betonar ett behov av förutsägbarhet i tolkningen av regler på värdepappersmarknaden. Assimilationen av denna motivkunskap som presenterats som ett abstrakt-kontextuellt perspektiv på förbudet mot kursmanipulation bör ske genom en motivfunktionalisering av rätten. Om så sker blir funktionen av motivet en verkställighetsmetod för rätten som beaktar kontext och framhäver ett förutsägbarhetsideal.

Receptionen av denna assimilation av motiv som abstrakt-kontextuellt perspektiv på rätten sker genom att lagtolkningsmetoden tillåts kontextualiseras. En ändamålsbejakande funktion förs då in i den rättsliga tolkningsmetod som tillämpas på tolkningen av regler på värdepappersmarknaden. Resultatet av receptionen av syntesen blir ett teoretiskt tolkningsargument som bidrar till att kalibrera den tolkningsmetod som utarbetas i del III av avhandlingen. Detta teore-

tiska tolkningsarguments bärkraft är beroende av övriga tolkningsargument som ingår i den rättsdogmatiska dialektiken. Dessa tolkningsargument skall därför närmare presenteras och granskas i avhandlingens del III.

### 5.3 PRELIMINÄR TILLÄMPNING – KONKRETISERING (DEL IV)

Förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation måste tolkas och systematiseras utgående från empirisk kunskap om värdepappersmarknaden eller med andra ord en förståelse för värdepappersmarknadens funktion. Den ovan utförda teoretiska analysen av förbudets konkreta kontext ger i förhållande till informationsbaserad kursmanipulation upphov till följande iakttagelser.

Förbudet mot *informationsbaserad kursmanipulation* kan förenklat betecknas vara ett förbud mot att sprida sådan information som är vilseledande och påverkar värdepapperskurser. Informationsbaserad kursmanipulation genomförs enligt lagstiftningen genom att någon sprider falsk eller vilseledande information om värdepapper. Grundtypen i informationsbaserad kursmanipulation i VPML 5:12.2,4 definieras i tillämpliga delar enligt följande:

”Med kursmanipulation avses [...] offentliggörande eller annan spridning av falsk eller vilseledande information om värdepapper [...]”<sup>188</sup>

Denna normativa konstruktion har därför en essentiell relation till förbudets konkreta kontext. Den som konkret tolkar förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation måste göra upp om vilken syn man antar i förhållande till kontextuell kunskap om miljön för förbudet. *Det gäller att skapa sig en motiverad åsikt om vilken information som träffas av förbudet.* Denna åsikt kommer att – så som i avhandlingens konkretiserande del (del IV) konstateras – vara beroende av synen på hur informationen påverkar värdepapperskurser.

En kontextuell konkretiserad tolkning av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation utförs genom att tolkningen av förbudet mot kursmanipulation förankras i en omfattande kännedom om marknadens funktion. Denna kunskap är oundgänglig för den rättsdogmatiska tolkningen och systematiseringen av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation, men kunskapen får inte assimileras okritiskt.

Förbudet mot *marknadskraftsbaserad kursmanipulation* kan förenklat betecknas vara ett förbud mot att låsa fast priset för ett värdepapper vid en onormal eller

<sup>188</sup> Också andra former av informationsbaserad kursmanipulation innehåller samma krav på den vilseledande informationen. Se VPML 5:12.2,1 och 5:12.2,2.

konstlad nivå. Marknadskraftsbaserad kursmanipulation definieras enligt VPML 5:12.2,3 i tillämpliga delar enligt följande:

”Med kursmanipulation avses [...] (3) affärstransaktioner och andra åtgärder genom vilka en person eller flera i samarbete låser fast priset på värdepapper [...] vid en onormal eller konstlad nivå”.

Denna normativa konstruktion har därför en om möjligt ännu starkare relation till förbudets konkreta kontext än den ovan påpekade essentiella relationen som råder vid informationsbaserad kursmanipulation. Den som tolkar förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation måste göra upp om vilken syn man antar i förhållande till kontextuell kunskap om miljön för förbudet. *Det gäller att skapa sig en motiverad åsikt om hurudan värdepapperskursen är om den inte är onormal eller konstlad.* Först därefter är det logiskt möjligt att definiera när de normativa kriterier som uppställts i förbudet kan anses uppfyllda. Denna åsikt kommer att – så som i avhandlingens konkretiserande del (del IV) konstateras – vara beroende av synen på hur information påverkar värdepapperskurser.

Också här måste en kontextuell tolkning av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation utföras genom att tolkningen av förbudet förankras i en omfattande kännedom om marknadens funktion. Inte heller här får assimilatio- nen ske okritiskt.

Därmed är nödvändigheten av förståelsen för kursmanipulationsförbudets kontext – värdepappersmarknadens funktion – fastställd. Jag utvecklar resone- manget nedan i avhandlingens konkretiserande del (del IV). Före det, i avhand- lingens kalibrerande del (del III), skall jag dock undersöka värdepappersmark- nadsrättens lagtolkningsmetod. Denna metod bör konstrueras genom att cali- brera värdepappersmarknadsrättens tolkningsmetod enligt närliggande existe- rande dogmatiska lagtolkningsmetoder. Då relateras motivfunktionaliseringen till rättsdogmatikens dialektik. Samtidigt sammanförs den offensiva och den defensiva sidan av min liberalistiska grundideologi.



# III

## KALIBRERING – LAGTOLKNINGS- METODOLOGISK DEL



# 1 Allmänt om kalibrering

Denna lagtolkningsmetodologiska del av avhandlingen kalibrerar den lagtolkningsmetod som senare (i del IV) används för att konkret tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Denna del syftar således till att utverka den lagtolkningsmetod med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas och systematiseras. Objektet för undersökningen i denna lagtolkningsmetodologiska del är därmed den *lagtolkningsmetod* med vilken gärningsrekvisitet i VPML 5:12 tolkas.

Det är enkelt att fastslå *att* lag bör tolkas.<sup>189</sup> Rättsvetenskapens existensberättigande bygger på att regler är abstrakta uttryck som måste tolkas i förhållande till en konkret verklighet.<sup>190</sup> Rättsvetenskap är att tolka lag.<sup>191</sup> Det är däremot betydligt svårare att fastslå *hur* lag bör tolkas.<sup>192</sup> Lagtolkning är alltid ett val mellan divergerande synpunkter – för och emot. Krav på konsekvens, systematik, ytterst vetenskaplighet, innebär dock att lagtolkarens godtycke begränsas. Den fria kreativiteten hos den som tolkar lagen reduceras till något bundet och förutsägbart. Denna reduktion resulterar i en lagtolkningsmetod.<sup>193</sup>

<sup>189</sup> Se t.ex. *Jareborg* 2001 s. 106. Se *Roxin* 1997 s. 104–105 som avskriver *Beccarias* tankegångar om domaren som enbart en subsumtionsautomat. Se *Hart* 1997 s. 126.

<sup>190</sup> Se t.ex. RP 44/2002 s. 34 som framför att lagstiftaren alltid använder uttryck som fordrar tolkning, eftersom de uttryck lagstiftaren använder är typbegrepp. Se även *Tapani* 2004 s. 75. Se vidare *Klami* 1969 s. 179, se *Nuutila* 1996 s. 160. Jfr dock *Lindroos-Hovinheimo* 2006 s. 368–369 som problematiserar vad som egentligen avses med att tolka lag och sammanfattar med att vedertagen lagtolkning är tolkning i mycket vidsträckt bemärkelse samt att det vore mera ändamålsenligt att begränsa tolkning till att gälla mer begränsade situationer.

<sup>191</sup> Man kan göra semantiska distinktioner mellan tolkning, tillämpning, subsumtion, analogi, tillräcklig likhet, motsvarighet, förekomst av isomorfier osv. Gemensamt i alla ovan nämnda uttryck är det syllogistiska tankeled som jämför en abstrakt norm med konkreta omständigheter.

<sup>192</sup> Se t.ex. *Thornstedt* 1955 s. 336 som efterlyser lätthanterliga lagtolkningsmetoder för att gemene jurist skall kunna bemästra dem. Han vill undvika en situation där lagtolkningsmetoder är utformade så att ”de fordra ett stort mått av skarpsinne”. Jag håller med om målet men tenderar misstro att det kan uppnås.

<sup>193</sup> Se *Thornstedt* 1955 s. 336–337: ”Lagtolkningen bör m.a.o. normalt vara ett enkelt och prosaiskt hantverk och icke ett svindlande intellektuellt äventyr. Icke heller med denna målsättning torde man behöva befara, att lagtolkningen blir en intresselös verksamhet, eftersom man naturligtvis aldrig kan undgå, att svårbedömbara situationer uppstå, vilka kräva ett stort uppbåd av juridiska kunskaper och skarpsinne.” *Dworkin* 1977 s. 14 uttrycker detta genom att konstatera: ”*These are not puzzles for the cupboard, to be taken down on rainy days for fun. They are sources of continuing embarrassment, and they nag our attention. They embarrass us in dealing with particular problems that we must solve, one way or another.*”



Denna del av avhandlingen handlar om valet av rätt metod. Valet av rätt metod görs genom att kalibrera den rätta metoden med hjälp av flera vedertagna lagtolkningsmetodvarianter samt därefter genom att med hjälp av assimilation integrera den valda metoden med den kontext som presenteras ovan i del II. Så utverkas en metod för tolkning av förbudet mot kursmanipulation. Målet med denna del av avhandlingen är därmed att kalibrera den rättsdogmatiska lagtolkningsmetod som används i den dogmatiska delen av avhandlingen. Denna kalibrering görs genom att återkoppla till den djupgående intressekonflikt jag inledningsvis noterat att är genomgående för denna avhandling. Denna intressekonflikts transcendentia projektion kan upptäckas i olika vedertagna lagtolkningsmetoder. Jag beskriver fortsättningsvis denna djupgående intressekonflikt genom motsatsparet defensiv-offensiv.<sup>194</sup> Uppgiften blir därmed att på ett tolkningsmetodologiskt plan försöka sammanjämka straffrättens klassiska defensiva ledstjärna – legalism – med det moderna samhällets nya ledstjärna – effektivitet, utan att ge avkall på den liberalistiska grundideologi som omfattats.<sup>195</sup>

Denna lagtolkningsmetodologiska del av avhandlingen är uppbyggd på följande sätt: Utgående från den djupgående intressekonflikten som råder mellan det defensiva och det offensiva kommer jag att presentera och jämföra tre vedertagna varianter av rättsdogmatiska lagtolkningsmetoder, två defensiva och en offensiv. Först presenteras i kapitel 2 den utpräglad defensiva straffrättsliga lagtolkningsmetod som följer av den straffrättsliga legalitetsprincipen. Denna lagtolkningsmetod undersöks genom att granska HD:s rättspraxis. Därefter presenteras i kapitel 3 en annan variant av den föregående defensiva lagtolkningsmetoden. Denna variant följer av den Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna.<sup>196</sup> Denna lagtolkningsmetod undersöks genom att granska Europadomstolens rättspraxis. Sist presenterar jag i kapitel 4 den EG-rättsliga lagtolkningsmetod som dikteras av i EG-rätten omhuldad dynamisk, integrationsfrämjande lagtolkningsmetod. En sådan dynamisk tolkningsmetod får en offensiv skepnad till den del en EG-rättskonform lagtolkning konfronterar defensiv legalitet.<sup>197</sup> Denna lagtolkningsmetod undersöks genom att granska EG-domstolens rättspraxis. De undersökta meto-

<sup>194</sup> Se ovan I.1.1.1. Se *Jareborg* 2001 s. 70–71. Se *Nuotio* 1998 a s. 1344.

<sup>195</sup> Motsatsparet defensiv-offensiv är, förutom att det är ett ideologiskt motsatspar, ett motsatspar av viss kameleontnatur. Det går således igen i lagtolkningsmetoder, men gestaltar sig också i argumentationsteorier. På samma sätt har motsatsparet en skepnad i rättskälleläran. Se även *Nuotio* 1998 a s. 1341–1354.

<sup>196</sup> Jag använder framöver förkortningen EMRK eller konventionen då jag hänvisar till den Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna.

<sup>197</sup> Jag återkommer till en begreppsprecisering nedan. Viktigt är dock att redan här påpeka att en EG-rättskonform lagtolkningsmetod inte *per se* är offensiv, men att den ofta kan få ett offensivt uttryck.

derna, deras funktion, deras objekt och deras roll i denna del av avhandlingen kan sammanfattas i tabellform:

**Tabell 2.** Tabell över undersökta lagtolkningsmetoder.

| Metod                                     | Funktion | Objekt                       | Kapitel |
|-------------------------------------------|----------|------------------------------|---------|
| Straffrättslig legalitet                  | Defensiv | HD:s rättspraxis             | 2       |
| EMRK-legalitet                            | Defensiv | Europadomstolens rättspraxis | 3       |
| EG-rättskonform positiv lagtolkningsmetod | Offensiv | EG-domstolens rättspraxis    | 4       |

Ovan redovisade tre metodvarianter är samtliga identifierade för att de utgör sådana metodvarianter som är förhållandevis vedertagna inom de normativa kontexter där metoderna är förhärskande. Gemensamt för dessa normativa kontexter är i sin tur att samtliga kontexter har tydliga beröringspunkter med den normativa kontext i vilken förbudet mot kursmanipulation bör tolkas. Det synes alltså finnas goda argument för att (element ur) alla tre lagtolkningsmetodvarianter kunde utnyttjas för att kalibrera den lagtolkningsmetod som används när förbudet mot kursmanipulation tolkas.<sup>198</sup>

Eftersom förbudet mot kursmanipulation är ett straffrättsligt förbud (SL 51:3) påverkar straffrättslig legalitet tolkningen av förbudet mot kursmanipulation. Eftersom även den lättare administrativa varianten av förbudet mot kursmanipulation (LOF 4:41–42) är (så som nedan visas) ett sådant ingrepp i individens integritet att EMRK bör tillämpas på den administrativa varianten av förbudet mot kursmanipulation påverkar EMRK-legalitet tolkningen av förbudet mot kursmanipulation. Eftersom förbudet mot kursmanipulation är en nationell implementering av ett EG-rättsligt direktiv påverkar EG-rättskonform lagtolkningsmetod tolkningen av förbudet mot kursmanipulation.

<sup>198</sup> Se *Ulväng* 2009 s. 206 som träffande förutspår denna problemställning då han uttrycker: ”Jag tror på samma sätt att den snabba utvecklingen som sker inom den internationella rätten visar att många rättsliga system ingalunda är så interna och självständiga som man ibland föreställer sig. Uppenbara influenser på den svenska nationella straffrätten kan idag ses komma från EKMR och det EU-rättsliga samarbetet. Ytan har kompletterats med såväl aktörer som beståndsdelar som måste inordnas och tolkas inom ramen för den rättsliga (straffrätts)kulturen. Detta är ingalunda någon enkel process att beskriva och införandet av nya skäl i det redan existerande normativa systemet behöver ingalunda vara friktionsfritt.” Jag håller fullständigt med *Ulväng* om att uppgiften ingalunda är lätt. I denna avhandling försvaras uppgiften dessutom av den kontextuella inverkan marknadsmässigheten bidrar med. *Ulväng* fortsätter emellertid (se *Ulväng* 2009 s. 258): ”Jag skulle våga påstå att nästan alla svåra frågor har sin lösning – eller att man åtminstone hittar argumenten för sina svar – i principerna.” Jag håller fortsättningsvis fullständigt med *Ulväng*. Även här bör nog svaret gå att finna i lagtolkningsprinciperna.

Var och en av de tre metodvarianterna ägnas ett kapitel. I varje kapitel presenteras först de allmänna utgångspunkterna för metodvarianten, därefter positioneras metodvariantens innehåll mera ingående genom en granskning av rättspraxis. Avslutningsvis sammanfattas metodvariantens kalibreringseffekt på den metod som utarbetas och som skall användas vid tolkningen av förbudet mot kursmanipulation.

Presentationen av de tre lagtolkningsmetodvarianterna utmynnar således slutligen i ett försök att skapa en lagtolkningsmetod som optimalt lämpar sig för att användas vid tolkningen av förbudet mot kursmanipulation. Hela detta kapitel är därför ett sätt att kalibrera den lagtolkningsmetod som används i avhandlingens normativa del (del IV) på ett sätt som assimilerar den kontext (del II) förbudet mot kursmanipulation opererar i.

## 2 Den straffrättsliga legalitetsprincipen

### 2.1 INLEDNING

Denna avhandling syftar till att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Detta kapitel i avhandlingen presenterar den första defensiva lagtolkningsmetoden som har en beröringspunkt med förbudet mot kursmanipulation för att undersöka hur denna metod påverkar kalibreringen av den metod med vilken förbudet mot kursmanipulation senare skall tolkas.

Den straffrättsliga legalitetsprincipen utgör grundbulten i straffrättslig rättsdogmatik och påverkar således även den lagtolkningsmetod med vilken straffrättsliga förbud tolkas. Jag presenterar och analyserar denna lagtolkningsmetod samt konkretiserar metodens tolkningsstyrande effekt genom att analysera HD:s rättspraxis. Metoden utnyttjas sedan för att kalibrera den metod med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas i den konkretiserande delen av avhandlingen (del IV).

Tillvägagångssättet är följande: För att positionera den legalitetsprincipenliga metodvarianten analyserar jag först obestämdhetsförbudet. Jag vill fastställa hur relativ obestämdhet i form av värdeöppenhet och vaghet i en norm tar sig uttryck i den lagtolkningsmetod med vilken densamma tolkas. Eftersom jag ser på obestämdhetsförbudet och analogiförbudet integrerat är det en given utgångspunkt att först undersöka normens (o)bestämdhet för att sedan se hur denna (o)bestämdhet påverkar tolkningen av normen.<sup>199</sup> Samtidigt tas också ställning till om förbudet mot kursmanipulation är en obestämd eller bestämd norm.

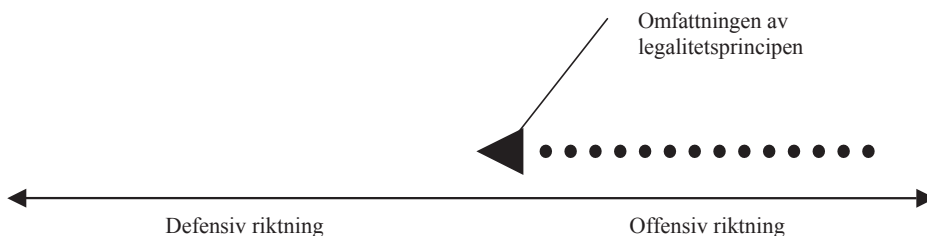
Innan jag genom en analys av rättspraxis konkret positionerar den praktiska tolkningspåverkan legalitetsprincipen medför, skall först teleologisk lagtolkningsmetod i straffrätten presenteras. Jag ser nämligen den omfattande diskursen om teleologisk lagtolkningsmetod i straffrätten som ett tidstypiskt uttryck för en uppluckring som genom kontextualisering relativiserar den strikta legalism straffrätten traditionellt omhuldat.<sup>200</sup> Teleologin får därmed spela rollen av den

<sup>199</sup> Jag väljer att tala om att undersöka tolkningen i stället för att tala om att undersöka hur analogiförbudet fungerar i praktiken. Eftersom förbjuden tolkning enligt legalitetsprincipen definieras genom analogiförbudet är det just analogiförbudets konkreta tolkningspåverkan jag undersöker efter att jag undersökt obestämdhetsförbudet.

<sup>200</sup> Det är uppenbart att teleologi, som är en målinriktad tolkningsmetod, även kan utnyttjas på ett defensivt sätt, förutsatt att man fastställer *telos* vara att fria den fällande. Med tanke på denna avhandlings frågeställning är emellertid endast den teleologi som är offensiv av intresse, eftersom

konfrontativa pol som bildar ett spänningsfält i förhållande till klassisk defensiv legalitet. Det är därmed systematiskt motiverat att behandla det offensiva fragment teleologin uttrycker redan inom ramen för en presentation av den defensiva lagtolkningsmetod legalitetsprincipen ger upphov till. Då möjliggörs att den fortsatta metodkalibrerande analysen gestaltas mot bakgrunden av det konfrontativa spänningsfält som bildats. Därmed kan också kontexten för förbudet mot kursmanipulation (del II) tillåtas spela in i den metodkalibrerande undersökningen.

I en visuell tappning handlar detta kapitel således om att fastställa den straffrättsliga legalitetsprincipens defensivitet genom att inordna omfattningen av den straffrättsliga legalitetsprincipens tolkningsstyrande effekt på den skala där defensivitet respektive offensivitet utgör skalans yttersta punkter – motpolerna.



## 2.2 UTGÅNGSPUNKT – INDIVIDENS FRIHET

Legalitetsprincipen är straffrättens ledande princip.<sup>201</sup> Den uttrycker ett liberalistiskt samhällsideal där presumtionen är att individen är fri och ingrepp i indivi-

endast en offensiv teleologi utmanar den defensiva legalitetsprincipen. Det ligger därmed i sakens natur att fokusera undersökningen av teleologisk metod i straffrätten på en offensiv teleologi och dess konfrontativa spänning i förhållande till en defensiv legalitet. På just detta sätt brukar även teleologin undersökas i straffrättsliga sammanhang.

<sup>201</sup> *Frände* 2004 s. 31 kallar legalitetsprincipen en grundläggande garanti för hur den samhälleliga maktutövningen i förhållande till individen fungerar. *Jareborg* 2001 s. 57 tillskriver legalitetsprincipen rollen av att behärska modern straffrättslagstiftning i varje stat som gör anspråk på att kalla sig rättsstat. RP 44/2002 s. 28 omnämner legalitetsprincipen som en vital del av rättsstaten. *Nuutila* 1997 s. 47 beskriver legalitetsprincipen inom det kapitel han kallar straffrättsvetenskapens stenfot. *Roxin* 2006 s. 138 konstaterar att rättsstatens uppgift inte begränsar sig till blott att skydda individerna genom straffrätten utan också utsträcks till att skydda individerna mot straffrätten. *Ulväng* 2005 s. 37 konstaterar att legalitetsprincipens ställning som grundläggande princip för hela straffrätten inte kan ifrågasättas. *Tapani* 2002 s. 940 ser legalitetsprincipen som straffrättens ledande princip, se även *Tapani* 2006 s. 333. Se *Matikkala* 2006 s. 15 som inleder sin analys av uppsåtet i straffrätten med att redovisa forskningens referensram, vilken utgår från legalitetsprin-

dens frihet bör ske endast när synnerligen goda grunder för ingrepp existerar. Eftersom straffrätten ekiperats med särdeles tunga ingreppsmöjligheter i individers frihet (i värsta fall berövad frihet) accentueras behovet av särdeles tunga garantier som säkerställer ett civiliserat användande av ingreppsmöjligheterna.<sup>202</sup>

Legalitetsprincipens institutionella stöd är numera väldokumenterat i den nationella rätten i GL 8 och SL 3:1.<sup>203</sup> Internationellt erkänns legalitetsprincipen i EMRK artikel 7<sup>204</sup> och i FN-konventionen om medborgerliga och politiska rättigheter artikel 15.<sup>205</sup> Eftersom legalitetsprincipen förfäktar det samhällsideal som t.ex. redan upplysningstidens filosofi etablerade är givetvis dokumenteringen av legalitetsprincipen i olika skrivna regelsamlingar bara ett sätt att konkretisera, förtydliga och bekräfta innehållet i det inom straffrätten etablerade tänkesättet. Det råder alltså inget tvivel om att legalitetsprincipen varit gällande rätt redan en långre tid före ovan nämnda kodifieringar.<sup>206</sup>

Den straffrättsliga legalitetsprincipen uttrycks vanligen genom en uppdelning i fyra underprinciper.<sup>207</sup> Uppdelningen är delvis av pedagogisk natur och accepterar att underprinciperna både kompletterar och överlappar varandra. Av det pedagogiska greppet i uppdelningen följer att man oftast särskiljer mellan adressaten för de olika underprinciperna. Man påpekar att legalitetsprincipen dels vänder sig till lagstiftaren, dels till lagtillämparen.<sup>208</sup>

För det första innehåller legalitetsprincipen en underprincip som gör gällande att lagtillämparen vid sin tillämpning inte får gå utanför lagen, det s.k. *praeter legem*-förbudet.<sup>209</sup> För det andra innehåller principen ett förbud mot analog til-

---

cipen. Se *Melander* 2008 s. 197 som anser legalitetsprincipens roll i straffrätten vara synnerligen viktig. Se *Koponen* 2004 s. 29–36.

<sup>202</sup> Se t.ex. RP 44/2002 s. 28.

<sup>203</sup> Legalitetsprincipen fick explicit lagstöd i Finland redan vid grundrättsreformen 1995 då den intogs i RF 6 a. Principen förflyttades till GL 8 när den nya grundlagen trädde i kraft 1.3.2000. I SL intogs legalitetsprincipen i samband med reformen av straffrättens allmänna läror år 2003.

<sup>204</sup> Finland ratificerade EMRK år 1990.

<sup>205</sup> Finland är bundet av FN-konventionen sedan år 1976.

<sup>206</sup> Se *Forsman* 1893 s. 47 där han fastslår att: "Ingen handling är ett brott, om den icke i den positiva rätten är betecknad såsom brottslig och straffbar (*nullum crimen sine lege*)". Se *Serlachius* 1909 s. 43 där han fastslår att: "en straffdom, som inte grundade sig på skriven lag är under vår tid en fullständig omöjlighet." Se *Honkasalo* 1965 s. 43 där han fastslår: "Den omständighet att principen ännu inte fått positivrättsligt uttryck betyder att principen måste anses gälla i den form den getts av HD:s rättspraxis." Se *Frände* 1989 s. 4. Se även *Melander* 2008 s. 196 fotnot 11 för legalitetsprincipens historiska rötter.

<sup>207</sup> Se t.ex. *Frände* 1989 s. 4, se *Roxin* 2006 s. 141–143, se *Tapani* 2006 s. 334, se *Backman* 2003 s. 24–25, se *Koponen* 2004 s. 29 och *Melander* 2008 s. 196. Se även RP 44/2002 s. 29–30.

<sup>208</sup> Se *Melander* 2008 s. 199 som speciellt undersöker legalitetsprincipen i relation till lagstiftaren.

<sup>209</sup> Av hävd hänvisas beträffande *praeter legem*-förbudet till de latinska uttrycken *nullum crimen sine lege* och *nulla poena sine lege*. Inget brott utan lag, ej heller straff utan lag.

lämpning av strafflagstiftning *in malam partem*. Denna underprincip är ett pragmatiskt förtydligande av *praeter legem*-förbudet, eftersom den förbjuder ett rättsdogmatisk-tekniskt kringgående av grundsatsen uttryckt i den första underprincipen.<sup>210</sup> Också analogiförbudet har tydligt lagtillämparen som adressat. För det tredje innehåller legalitetsprincipen ett obestämdhetsförbud som ställer ett minimikrav på normformuleringen inom straffrätten. Här är adressaten främst lagstiftaren. Obestämdhet leder alltså till att straffrättsnormen underkänns och i så fall kan fällande domar inte grundas på normen.<sup>211</sup> Slutligen, för det fjärde, innehåller legalitetsprincipen en underprincip som förbjuder retroaktivitet i strafflagstiftningen. Lagstiftaren förhindras alltså att stifta en lag som verkar bakåt i tiden. Detta är logiskt sett en stödprincip för att säkerställa att legalitetsprincipens övriga underprinciper inte skall kunna kringgå – just retroaktivt.<sup>212</sup>

Den straffrättsliga legalitetsprincipen omsatt i lagtolkningsmetod betyder anammandet av en restriktiv grundton vid lagtolkningsexercisen.<sup>213</sup> Den restriktiva grundtonen får en efterklang i form av försiktighet, återhållsamhet och betoning av förutsägbarhet.<sup>214</sup> Detta innebär följaktligen att legalitetsprincipen uppställer ett krav på prognostiserbarhet i lagtolkning.<sup>215</sup> Denna prognostiserbarhet innebär ett krav på att det bör existera möjligheter för den juridiskt invigde att göra pålitliga prognoser av hur straffrättssystemet kommer att reagera på konkreta impulser i form av gärningar.<sup>216</sup>

I mitt tycke motsvarar detta krav det allmänna krav som ställs på vetenskaplighet.<sup>217</sup> Rättsordningen som ett kluster av en ständigt växande mängd normer i en koherent inbördes relation bör brukas så att vetenskaplig regelbundenhet upp-

<sup>210</sup> Frände 1989 s. 165 uttrycker detta fyndigt genom att konstatera att: "Analogiförbudet igen befriar standardpersonen från den juridiska tolkningslärans spetsfundigheter."

<sup>211</sup> Frände 1989 s. 165 ser att obestämdhetsförbudets efterlevnad garanterar att de av standardpersonen konsulterade bestämmelserna ger begriplig information.

<sup>212</sup> Se Frände 2004 s. 46–50.

<sup>213</sup> Se Frände 2004 s. 34.

<sup>214</sup> Se Thornstedt 1955 s. 331–333 som ser det som ett socialt anständighetskrav att medborgare, som i förväg vill skaffa sig kännedom om gränserna för det tillåtna och påföljderna av lagöverträdelser, har möjlighet att få denna önskan uppfylld. Utan förutsägbarheten i lagtolkningen är detta inte möjligt. Se även Jareborg 1984 s. 40 som ser legalitetsprincipen bidra till att medborgarna kan förutse att de kan komma att bli föremål för straffrättsliga ingripanden. Se även Aarnio 1982 s. 33 som ser medborgarnas rättssäkerhetsförväntan ställa krav på icke-godtycklig lagtillämpning. Sådan lagtillämpning som är icke-godtycklig skapas uttryckligen av förutsägbarheten. Se även Peczenik 1986 s. 31.

<sup>215</sup> Se Frände 1989 s. 169. Se även Peczenik 1995 s. 45–46 som presenterar spänningen mellan lagen och samhällets dynamik som ett uttryck för en problematisering av förutsägbarheten.

<sup>216</sup> Denna prognostiserbarhet uppkommer enligt Frände 1989 s. 169 via straffrättsdoktrinen brottsbegrepp.

<sup>217</sup> Denna slutsats ligger inte långt ifrån Alf Ross prognosteorin om gällande rätt, enligt vilken gällande rätt är en prognos om hur domstolen kommer att döma. Se Ross 1966 s. 63. Jfr Peczenik 1995 s. 105–109 för en kritisk framställning över prognosteorin.

står vid användningen. Vetenskaplig regelbundenhet konstitueras av upprepbara kausalrelationer mellan orsak och verkan, rättsfakta och rättsföljder. Att detta krav på vetenskaplig regelbundenhet accentueras i straffrätten är en enkel konsekvens av den positiva korrelation, d.v.s. proportionalitet, som råder mellan systematiserade ingrepp i individens integritet och ett krav på ingreppets berättigande. Kravet på att det systematiserade ingreppet är berättigat ökar i takt med att ingreppets allvar ökar. Legitimiteten i ingreppet ställer accentuerade krav på motiv, akribi, och humanitet hos ingriparen. Om så inte är fallet närmar sig straffrättens systematiserade ingrepp oundvikligen former som påminner om organiserad statsterrorism.<sup>218</sup>

Jag övergår nu till att analysera den metodvariant som den straffrättsliga legalitetsprincipen ger upphov till då en lagtolkningsmetod som är lyhörd för legalitetsprincipen konstrueras. Analysen fokuserar på en kombination av två av de fyra underprinciper som legalitetsprincipen består av. Den praktiska tillämpningen av legalitetsprincipenlig metodvariant på förbudet mot kursmanipulation är till syvende och sist en undersökning av analogiförbudet. Denna undersökning av analogiförbudet är dock enligt här omfattad syn inte isolerad, utan integrerad med obestämdhetsförbudet.<sup>219</sup> *Det gäller i det följande att ta reda på var gränsen för analogiförbudet ligger då normer, som uppvisar vissa drag av obestämdhet eller värdeöppenhet, tolkas.*

## 2.3 OBESTÄMDHETSFÖRBUDET

### 2.3.1 Obestämdhetsförbudets innehåll

Obestämdhetsförbudet uttrycker ett minimikrav på konkretisering och precision i strafflagstiftningen. Förbudet är en logiskt nödvändig del för att övriga underprinciper i legalitetsprincipen skall ha en praktisk betydelse: Om strafflagen får skrivas utan krav på konkretisering och precision blir regler om hur strafflagen

<sup>218</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 71 som ser statsterrorism vara resultatet av vissa (enligt författaren felaktiga) ideologiska val inom straffrätten. Antecknas kan att det läge *Jareborg* beskriver i mitt tycke snarare uppvisar drag av det man kunde benämna oorganiserad statsterrorism. Se för övrigt även *Mill* 1859 s. 3: "Society can and does execute its own mandates and if it issues wrong mandates instead of right or any mandates at all in things with which it ought not to meddle it practices a social tyranny more formidable than many kinds of political oppression since though not usually upheld by such extreme penalties it leaves fewer means of escape penetrating much more deeply into the details of life and enslaving the soul itself."

<sup>219</sup> Så även *Koponen* 2004 s. 29 som påpekar att det vid praktisk lagtolkning ofta är svårt att separera obestämdhetsförbudet och analogiförbudet från varandra. Slutsatsen bör dock ytterst handla om att bedöma förutsägbarheten i lagtolkningsavgörandet.



skall tolkas av kosmetisk natur eftersom strafflagen kunde utformas som en *catch all* paragraf av typen ”alla skurkar skall straffas”.<sup>220</sup> Av detta följer att man vanligen systematiserar obestämdhetsförbudet som ett förbud med lagstiftaren som adressat.<sup>221</sup> Däremot är så som nedan skall konstateras denna systematisering snarare pedagogiskt illustrativ än determinerande för tolkningsresultatet då objektet för tolkning är en förhållandevis obestämd regel.

Obestämdhet är föga överraskande något obestämt. Obestämdhet kan därför dels bestå av ovan beskrivna (för) allmänna och därför obestämda regler, men obestämdhet kan även bestå av luckor i lagen, de klassiska svåra fallen för lagtolkaren.<sup>222</sup> Dessutom kan obestämdhet bestå av ord som på grund av språkets abstrakta natur i och för sig täcker en lucka, utan att för den skull täcka allting tänkbart på ett *catch all* sätt, men som trots detta fortsättningsvis är värdeöppna på ett sådant sätt att orden bör anses vara obestämda.<sup>223</sup> Värdeöppna ord är således ord som är obestämda för att deras betydelse förutsätter ett värdemässigt ställningstagande.<sup>224</sup> Sådana värdeöppna ord är t.ex. ordet *oskäligen*<sup>225</sup> i oskäligen avtalsvillkor, ordet *vållande*<sup>226</sup> i vållande av en skada, ordet *orättmätigt*<sup>227</sup> i flera straffrättsliga rekvisit<sup>228</sup> och ordet *otillbörlig* i t.ex. otillbörlig marknadspåverkan.<sup>229</sup> Denna värdeöppenhet är ett särfall av vaghet och mångtydighet, med andra ord något obestämt.<sup>230</sup> Då objekten för tolkningsoperationen är ord som är värdeöppna finns automatiskt ett större tolkningsutrymme än i fall då objekten

<sup>220</sup> Se *Frände* 2004 s. 41. Se *Nuutila* 1997 s. 66–67.

<sup>221</sup> Finlands författningsanatomi understödjer detta tänkesätt. Obestämdhetsförbudet ingår i grundlagen, men vi saknar en författningsdomstol som i efterhand tar ställning till om en norm varit tillräckligt bestämd d.v.s. grundlagsenlig. Se *Melander* 2008 s. 246.

<sup>222</sup> Se *Aarnio* 1989 s. 171. Se *Peczenik* 1995 s. 292–294. Se *Ulväng* 2005 s. 68–69.

<sup>223</sup> Se *Melander* 2008 s. 246–249 för en analys av obestämdhetsförbudet.

<sup>224</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 77 som konstaterar att det inte är ovanligt att lagtext innehåller det han kallar värdetermer, d.v.s. ord med en värdemässigt påstående. Som främsta exempel på en värdeterm nämner *Jareborg* just ordet otillbörlig.

<sup>225</sup> Se *Pöyhönen* 1988 s. 249–364 för en tillämpande, djuplodande analys av oskäligheten i finländsk civilrätt.

<sup>226</sup> Se *Nuutila* 1996 s. 272–569 för en tillämpande, djuplodande analys av vållandet i finländsk straffrätt.

<sup>227</sup> Se *Thorstedt* 1955 s. 325.

<sup>228</sup> Se exempelvis högförräderi i SL 13:1 och övergrepp i rättsak i SL 15:9. Se även om ordet *otillbörligt* *Peczenik* 1995 s. 294. Se *Dworkin* 1977 s. 2 som sammanfattar det problematiska i att tolka innebörden av rättsliga begrepp med att konstatera att: ”*These concepts, like those I mentioned earlier, are troublesome because lawyers use them even though they do not understand exactly what they mean.*”

<sup>229</sup> Se även den svenska kriminaliseringen av kursmanipulation d.v.s. otillbörlig marknadspåverkan i 8 i Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Se för kommentarer om otillbörlighetsrekvisitet *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 282–290. Se även *Cavallin* 2002 s. 251–279. Se även *Jareborg* 2001 s. 77.

<sup>230</sup> Detta motsvaras så vitt jag kan se av *open texture* i *Hart* 1994 s. 124–136. Se för övrigt *Schröder* 2007 s. 148–149 för samma slutsats gällande det tyska förbudet mot kursmanipulation.

för tolkningsoperationen är ord som är mycket bestämda. Ur ett defensivt perspektiv är därför kombinationen av stor obestämdhet och långtgående acceptans av analogier problematisk. En sådan kombination stöter sig lätt med legalitetsprincipen och förutsägbarheten i lagtolkningen.

Av detta följer att det konkreta analogiförbudet opererar integrerat, så att hänsyn även bör tas till den tolkade normens obestämdhet. Obestämdhetsförbudet är då en irreducibel, holistisk del av den lagtolkningsmetod den straffrättsliga legalitetsprincipen betingar och gäller inte endast lagstiftaren utan påverkar också lagtolkaren vid tillämpning av analogiförbudet. Då så är fallet granskar jag nedan först förbudet mot kursmanipulation ur obestämdhetssynvinkel.

### 2.3.2 Obestämdhetsförbudet och förbudet mot kursmanipulation

Det är svårt att på ett teoretiskt plan avgöra vilka normer som bör anses vara obestämda. Av koherenstankegångar följer dock att det är av intresse att analysera hurdana normer som i praktiken ansetts vara tillräckligt bestämda respektive för obestämda.

SL 17:13.1,1 punkten kan tas som ett exempel på en straffrättslig norm som närmar sig det oacceptabelt obestämda.<sup>231</sup> I paragrafen förbjuds gärningsmannen att i vissa situationer föra oljud eller på ett annat sådant sätt orsaka störning. Oljudsrekvisitet kan i detta fall av pedagogiska skäl anses förhållandevis klart.<sup>232</sup> Däremot är det mera utmanande att bedöma vad som bör anses utgöra *att på ett annat sådant sätt orsaka störning*.<sup>233</sup> Förarbetena omnämner (sammanträffande nog) *manipulation* av belysningsystem så att det slår av och på som ett exempel på ett med oljud jämförbart beteende.<sup>234</sup> *Frände* ser inte detta som ett tecken på att paragrafen är för obestämd. Jag är övertygad om att det finns goda argument för även motsatt åsikt: t.ex. synes varken i normalspråklig eller i juridisk-teknisk bemärkelse det vi förstår med ljud och därmed oljud motsvara det vi förstår med ljus. Emellertid är det beskrivna ljusfenomenet även normalspråkligt sett störande.<sup>235</sup>

Ett annat intressant exempel på när en norm *de facto* ansetts vara oacceptabelt obestämd ingick tidigare i (förslaget till) SL 29:4 a.1. I lagrummet föreslog re-

<sup>231</sup> Se *Frände* 2004 s. 42.

<sup>232</sup> Denna slutsats gäller förstas endast om man undviker att problematisera värdeöppenheten i ordet *oljud*. Föräldrars och tonåringars divergerande musiksmak kunde här illustrera att uppfattningen av vad som är oljud inte alltid är bestämd.

<sup>233</sup> Se *Frände* 2004 s. 42.

<sup>234</sup> Se RP 6/1997 s. 130.

<sup>235</sup> På motsvarande sätt innehåller definitionen av hemfridsbrott ett visst mått av obestämdhet då SL 24:1.1,2 definierar det som hemfridsbrott om någon obehörigen stör någons hemfrid genom att föra oväsen, kasta föremål, ringa telefonsamtal eller agera på *något annat motsvarande sätt*.

geringen en kriminalisering av arbetspensionsförsäkringsavgiftsbedrägeri.<sup>236</sup> I förslaget ingick en variant av bedrägeriet som får anses ha varit ett slags general-klausul genom vilken lagstiftaren ville förekomma den som tänkte försöka sig på ett arbetspensionsförsäkringsavgiftsbedrägeri på något annat sätt än i någon av de former som brottet definierats i punkterna 1–3. Således föreslogs att den som *i övrigt bedrägligt* försökte få till stånd t.ex. en reducerad arbetspensionsförsäkringsavgift skulle dömas för arbetspensionsförsäkringsavgiftsbedrägeri. Emellertid stötte formuleringen på patrull i lagutskottet.<sup>237</sup> Formuleringen ansågs vara för obestämd.

Enligt första punkten i förbudet mot kursmanipulation i VPML 5:12.2,1 avses med kursmanipulation vilseledande köp- eller säljanbud, skenavslut och *andra svikliga förfaringssätt*.<sup>238</sup> I förarbetena ges ett exempel som eventuellt kunde anses<sup>239</sup> falla inom tillämpningsområdet för andra svikliga förfaringssätt: det skall anses förbjudet att köpa eller sälja värdepapper strax innan marknaden stänger på ett sådant sätt att de investerare som handlar på grundval av slutkursen vilseleds.<sup>240</sup>

Problematiskt i detta fall är åtminstone det faktum att det exempel som inkluderats i förarbetena på ett kännbart sätt avviker från de mera bestämt definierade formerna (vilseledande köp- eller säljanbud respektive skenavslut) av kursmanipulation. Det givna exemplet involverar nämligen en transaktion där värdepapper juridiskt giltigt byter ägare.<sup>241</sup> Så är givetvis inte fallet vid vilseledande köp- eller säljanbud eftersom anbud stannar vid anbudsstadiet.<sup>242</sup> Så är inte heller fallet vid skenavslut som per definition är en *skentransaktion* d.v.s. en transaktion som egentligen inte är en transaktion för att en giltig äganderättslig överlåtelse inte sker i transaktionen. Är då *andra svikliga förfaringssätt* exemplifierat som lagstiftaren ovan gjort bestämt på ett sådant sätt att det kan anses förutsägbart att den som utför en faktisk transaktion inom ramen för en handelsteknik som kallas *marking the close* gjort sig skyldig till ett sådant annat svikligt förfaringssätt som motsvarar vilseledande köp- eller säljanbud eller skenavslut? Det kan nog be-tvivlas. Viktigare än ett ställningstagande i denna specifika fråga är dock insikten att förbudet mot kursmanipulation är ett mångfasetterat förbud. Den yttersta gränsen för förbudet – förbudets konturer – är så som den korta jämförelsen med

<sup>236</sup> Se RP 45/2005 s. 109. Se *Tapani – Tolvanen* 2008 s. 145 som upptäckt detta fascinerande exempel.

<sup>237</sup> Se LaUB 8/2004.

<sup>238</sup> Se RP 137/2004 s. 72 där rekvisitet för kursmanipulation konstateras vara öppet.

<sup>239</sup> Det framgår dessvärre inte klart av lagstiftningen huruvida lagstiftaren ansett exemplet vara ett exempel på just den form av kursmanipulation som definierats i VPML 5:12.2,1.

<sup>240</sup> Se RP 137/2004 s. 72.

<sup>241</sup> Se RP 137/2004 s. 72 som uttryckligen talar om *att* köpa eller *att* sälja.

<sup>242</sup> Anbud som överskrider anbudsstadiet är som bekant inte längre anbud utan transaktioner.

övriga förbud gjort gällande emellertid förhållandevis vag. Denna insikt ställer krav på den lagtolkningsmetod med vilken förbudet mot kursmanipulation senare tolkas och systematiseras. Det är således skäl att återkomma till denna insikt senare.

Jag har därmed ovan fastställt att obestämdhetsförbudet och analogiförbudet är integrerade, samt att förbudet mot kursmanipulation påvisar en icke-försumbar grad av obestämdhet i form av värdeöppenhet. På väg mot analysen av hur analogiförbudet under dessa förutsättningar bidrar till att upprätthålla en defensiv lagtolkningsmetod skall först den offensiva motkraft som teleologisk funktionalism i lagtolkningsmetoden utgör presenteras. Värdeöppenheten i förbudet mot kursmanipulation öppnar nämligen porten för sådana funktionalistiska argument som teleologin bygger på. I det följande analyseras därför teleologisk lagtolkningsmetod inom straffrätten. Jag vill redovisa den teleologiska argumentationsteori som resulterar i offensiva sprickor i den traditionellt defensiva straffrättsliga lagtolkningsfasaden, för att senare förmå beakta argumentationsteorin vid kalibreringen av lagtolkningsmetoden.

## 2.4 TELEOLOGISK LAGTOLKNINGSMETOD INOM STRAFFRÄTTEN

### 2.4.1 Allmänt

Man kan påstå att straffrättsdogmatiken i Finland genomgått en funktionaliseringsutveckling under senare årtionden.<sup>243</sup> Tidigare efterkrigstida nihilistiska initiativ har ersatts av alternativa initiativ mera öppna för värderingar.<sup>244</sup> Trots att den funktionalistiska straffrättsdogmatiken har sin största funktion i tolkningen och systematiseringen av de allmänna läroren i straffrätten<sup>245</sup> lämnar funktionalismen även spår i konkret lagtolkningsmetod tillämpad på strafflagens speciella del. Detta sker främst genom betoningen av *ratio legis* i straffrättslig lagtolkningsmetod. Samtidigt knyts *ration* ofta till kriminalpolitiken.<sup>246</sup>

<sup>243</sup> Se Lappi-Seppälä 1987 s. 61–68, se Nuutila 1996 s. 122, se Tolvanen 1999 s. 160, se Tapani 2003 s. 121–144, se Tapani 2004 s. 76, se Koponen 2004 s. 14–19 och Tapani – Tolvanen 2008 s. 127. Den funktionalistiska skolans inspiratörer finns framför allt i Tyskland. Se t.ex. Roxin 1973 s. 4 och Roxin 1997 s. 154–157. Se även Frisch 1983. Se Nuotio 1998 s. 120–132 för en framställning om variationer i funktionalistisk straffrättslära och dess kritik. Se även Matikkala 2006 s. 43–44.

<sup>244</sup> Roxins funktionalistiska straffrättsdogmatik är ett utpräglat exempel på ett sådant värdebundet initiativ.

<sup>245</sup> Se t.ex. Tapani 2004 s. 84–86.

<sup>246</sup> Se t.ex. Koponen 2004 s. 14–15.

Något tidigare än funktionaliseringstankens genombrott i straffrätten framlades i det nordiska rummet en frekvent citerad lagtolkningsmetod av *Ekelöf*.<sup>247</sup> Essensen i denna lagtolkningsmetod är acceptansen av att juridiska bedömningar är bundna vid värderingar.<sup>248</sup> Metoden var således ett avståndstagande från en rent nihilistisk, logiskt deducerande lagtolkningsmetod. En ofta angiven värderingskandidat att binda tolkningen vid var det *ändamål* normen eftersträvar att uppnå, d.v.s. normens funktion. En sådan tolkningsmetod kan beskrivas vara teleologisk.<sup>249</sup> Genom att tolka normen i en riktning som överensstämmer med normens ändamål förverkligas de värderingar som eftersträvs med normen. Följaktligen är normens ändamål ofta i blickfånget.<sup>250</sup>

Motsvarande ändamålsbejakande tolkningsmodeller förekommer i ett stort antal varianter. Ömsom betonas *lagstiftarens* vilja att identifiera det centrala ändamål, enligt vilket normen skall tolkas. Den subjektiva teleologins kritiska angelägenhet blir då att fastställa lagstiftarens vilja. Ömsom betonas normens funktion i normkontexten som drivkraften för tolkningen. Rättskulturella predikament i form av oredovisad lagstiftarvilja eller lagstiftarens otydliga vilja leder då till den objektiva teleologin där *lagstiftningens* vilja är en bättre beskrivning av ändamålet för normen.<sup>251</sup>

I straffrätten är teleologisk lagtolkning – trots kriminalpolitiseringsen – inte problemfri. Detta beror på det accentuerade förutsägbarhetskravet som gäller för straffrättslig lagtolkningsmetod. Då utpräglat teleologisk lagtolkningsmetod an-

<sup>247</sup> Se *Ekelöf* 1991 s. 92–126. (Artikel publicerades ursprungligen redan 1951.) Se t.ex. *Peczenik* 1995 s. 367–375. I denna framställning är teleologisk lagtolkningsmetod personifierad av *Ekelöfs* modell. Jag läser också *Ross* 1966 s. 63–65 som en aspirerande funktionalist.

<sup>248</sup> Se *Peczenik* 1995 s. 366–367 som ser detta som ett arv efter *von Jhering*. Grundtankegången var här att lagtolkaren skulle beakta de rättsligt skyddade intressena, vilka i sin tur bestod av allt som gav livet ett värde. Småningom transplanterades dessa tankegångar till den tyska frirättsskolan, företrädd av bl.a. *Ehrlich* och utmynnade i en radikalteleologi. Se även *Aarnio* 1988 s. 124–130.

<sup>249</sup> Man talar ofta om normens ändamål som normens *telos*.

<sup>250</sup> I *Ekelöfs* teleologi kan normens ändamål identifieras genom att tillämpa kärnan av normen i ordinära fall. Då identifieras nämligen normens ändamål. Ändamålet kan slutligen användas för att lösa säregna – icke-ordinära – fall. *Ekelöf* standardiserar alltså normens ändamål enligt ett ordinärt fall som träffar kärnan. Mera perifera fall än sådana som träffar normens kärna kan då motiverat anses falla inom normens tillämpningsområde. Motivet är att de perifera fallen ändå uppvisar en tillräcklig grad av motsvarighet med kärnfallet, varför det är skäl att tolka även de perifera fallen enligt samma ändamål som kärnfallet. När slutligen fallvarianter framträder som man bedömer vara för perifera, kan inte ändamålsmagnetens kraft längre förmå dra till sig fallvarianten, utan när fallvarianten är för distanserad från normen bör följaktligen tolkningen vara att normen inte tillämpas. Se *Ekelöf* 1991 s. 92–126.

<sup>251</sup> Exempelvis inom *common law* där lagstiftaren inte använder samma viljekommunicerande verktyg som lagförarbetena i vårt rättssystem kan man eventuellt se den objektiva teleologin ha en större uppgift. Se *Hart* 1997 s. 135–136 som konstaterar: "In England this fact is often obscured by forms: for the courts often disclaim any such creative function and insist that the proper task of statutory interpretation and the use of precedent is, respectively, to search for the 'intention of the legislator' and the law that already exists."

vänds till den åtalades nackdel uppstår en fundamental intressekonflikt i förhållande till den straffrättsliga legalitetsprincipens grundsatser. Legalitetsprincipenlig förutsägbarhet och innovativa, stundom överraskande tolkningsresultat motiverade av lagens ändamål står åtminstone i teorin i bjärt kontrast i förhållande till varandra. Det teleologiska tänkesättet, som förflyttar avgörandet från normens ordalydelse till normens ändamål, rimmar illa med legalitetsprincipen. Trots detta anses det finnas utrymme för teleologi även i straffrättslig lagtolkningsmetod.<sup>252</sup>

## 2.4.2 Typfallstänkandet som den teleologiska tolkningsmetodens hjälpmedel

Praktiska lagtolkningsmetodvarianter som bejakar en teleologisk tolkning tar ofta till en hjälpkonstruktion som får symbolisera ett tredje element (*tertium comparationis*) mellan abstrakt och konkret, norm och verklighet. Man introducerar gärna ett typfallstänkande som ett pedagogiskt hjälpmedel för teleologin.<sup>253</sup> Typen blir ett slags bro mellan de två ting man jämför, ett identifikationsinstrument för fastställandet av tillräcklig motsvarighet. Nyckeln i detta typfallstänkande – precis som i *Ekelöfsk* teleologi – är att konstruera ett slags standardfall som träffar mitt i prick, d.v.s. träffar normens kärna. Därefter jämförs mera perifera fallexemplars rättsfakta med det typfall som utgör praktexemplaret. Om man bedömer att tillräcklig motsvarighet kan iaktas anser man att det perifera fallexemplaret faller inom samma typkategori som praktexemplaret. Den logiska slutsatsen blir att samma norm då bör tillämpas på bägge falltyper.<sup>254</sup>

Förutom att typfallet erbjuder ett pedagogiskt hjälpmedel för att greppa motsvarighetsproblemet och utföra jämförelsen kan typfallstänkandet också anses väl lämpat för att tillskriva den *kontext* i vilken typfallet utspelar sig en särskild betydelse.<sup>255</sup> Genom denna kontextualisering som gör att typfallet kan konstrueras så att det beaktar typfallets omgivnings särdrag bildar typfallet även en bro mellan rättsprincipers, rättsliga standarders, sociala rollers och dogmatiska konstruktioners (t.ex. allmänna läror) tillämpning och det konkreta tolkningsproblemet.<sup>256</sup> T.ex. rättsprincipers kärntillämpningsområde kunde då utstakas med hjälp av typfallet och när man rör sig ut mot periferin blir rättsprincipens tyngd allt mindre.

<sup>252</sup> Se *Tapani* 2004 s. 77–78. *Tapani* har även annorstädes förtjänstfullt arbetat för att implementera ett *ratio legis*-tänkesätt i straffrätten, dels i själva tolkningsläran, dels i systematiseringen. Se t.ex. *Tapani* 2002 a s. 145–175 och *Tapani* 2006 s. 295–397.

<sup>253</sup> Se *Nuutila* 1996 s. 160–172.

<sup>254</sup> Se *Nuutila* 1996 s. 165–169.

<sup>255</sup> Se *Nuutila* 1996 s. 170.

<sup>256</sup> Se *Nuutila* 1996 s. 170–171.

Förstår man typfallstänkandet enligt ovan angiven modell kan typfallet kanske anses underlätta den rättsliga betraktelseprocessen. Detta sker då genom att tänkesättet erbjuder en möjlighet att jämföra två fall med varandra, i stället för att utföra en induktionsövning där det prövade fallets fakta skall abstraheras eller en deduktionsövning där en abstrakt norm skall tillämpas. Typfallstänkandet blir då ett eftersträvarsvärt vapen att angripa motsvarighetsproblemet med. Extra växlar kan dras om typfallstänkandet används i anslutning till normer av obestämd eller värdeöppen karaktär. Då möjliggör nämligen typfallstänkandet ett hjälpmedel till konkretisering av vad den obestämda eller värdeöppna normen bör täcka. Dessutom uppnås en kontextuell förankring som ökar typfallstänkandets situationskänslighet. Detta tänkesätt förefaller också ha inspirerat mången i den straffrättsdogmatiska generation som vuxit upp under inflytande av *Nuutilas* tankar och det *Roxinska* funktionalistiska tänkesättet.

*Tolvanen* för indirekt fram en metod som påminner om typfallstänkandet, trots att just detta begrepp används sparsamt. Den funktionalistiska grundinställningen och mera konkret den roll det probleminriktade tänkesättet tillskrivs motsvarar typfallstänkandet.<sup>257</sup> Åter är kriminalpolitiseringsen av straffrätten en nyckel.

*Tapani* beskriver typfallstänkandet som en kombination av konkretisering av normen och abstraktion av rättsfakta.<sup>258</sup> Denna metod ser han påminna mycket om *Ekelöfsk* teleologi och den tillskrivs en funktionsduglighet i dagens straffrätt.<sup>259</sup> Jag läser *Tapanis* avhandling som en tillämpning av typfallstänkandet för att tolka ansvarsförutsättningarna i bedrägeribrottet. Betoningen ligger dock på att låta typfallstänkandet influera systematiseringen av brottsförutsättningarna.<sup>260</sup>

*Koponen* argumenterar i sin rättskällelära för fördelarna av att utnyttja reella argument.<sup>261</sup> De reella argumenten blir i denna argumentationsteori ett sätt att förena fördelarna i statisk och dynamisk lagtolkningsmetod. Således godkänns en kriminalpolitisk – eller funktionalistisk – straffrättsdogmatik.<sup>262</sup> De reella argumenten symboliserar i denna modell en variant av kontextualiseringen av typfallstänkandet, eftersom de reella argumenten sörjer för upprätthållandet av relationen mellan rättsliga avgöranden och samhällsverklighet.<sup>263</sup> Detta resulterar i en användbarhet som *Koponen* anser korrelera omvänt med tillämpningsfrågans position längs axeln centrum – periferi. Ju närmare normens kärna tillämp-

<sup>257</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 243–251. Jag läser *Tolvanen* som förhållandevis starkt influerad av *Nuutila*.

<sup>258</sup> Se *Tapani* 2004 s. 79.

<sup>259</sup> Se *Tapani* 2004 s. 80.

<sup>260</sup> Se *Tapani* 2006 s. 295–397.

<sup>261</sup> Se *Koponen* 2004 s. 15.

<sup>262</sup> Se *Koponen* 2004 s. 14.

<sup>263</sup> Se *Koponen* 2004 s. 15.



ningsfrågan landar, desto mindre är nyttan av reella argument och vice versa.<sup>264</sup> Detta utmynnar i en teleologisk lagtolkningsmetod som tillskriver straffrätten en beteendestyrande funktion i samhället och nedtonar det som *Koponen* ser vara alternativet, nämligen legalitetsprincipen.<sup>265</sup>

Också i mer pragmatiskt inriktad värdepappersmarknadsstraffrättslig forskning bejakas det kontextuella, teleologiska typfallstänkandet. *Kurenmaa* beskriver typfallstänkandet i sin teoretiska uppställning av ansvarsförutsättningarna för missbruk av insiderinformation. Hos författaren är typfallstänkandet nyckeln mellan det abstrakta och det konkreta. Han kallar typfallstänkandet det epicentrum, runt vilket det rättsliga tänkandet kretsar.<sup>266</sup> Härav följer att domstolsavgöranden är i en central position, eftersom dessa på ett praktiskt plan är det bästa sättet att skapa typfall. Sedan vill *Kurenmaa* utnyttja i rättspraxis uppkomna typfall så att dessa vid behov framöver tillämpas analogt vilket då borgar för att systemkoherens uppnås. Emellertid är detta enligt författaren något av ett problem i just den undersökta insiderfrågan, eftersom rättspraxis, speciellt HD:s prejudikatur, är minst sagt knapp.<sup>267</sup> Vad som då sker framgår inte helt klart av författarens undersökning.<sup>268</sup>

## 2.4.3 Kritik av teleologisk metod i straffrätten

Teleologin och straffrätten har givetvis inte tillåtits kombineras utan en ström av kritiska röster. Kritiken kan i ett nötskal sammanfattas genom följande fråga: Är teleologisk lagtolkningsmetod något annat än en omskrivning av försök att kringgå de ideal som legalitetsprincipen (och den lagtolkningsmetod den formar) upprätthåller? Den fundamentala kritiken kan reduceras till följande två springande punkter: Där teleologin vill frigöra sig vill legalismen förbli bunden, där teleologin är relativistisk är legalismen absolutistisk. Detta ger upphov till en

<sup>264</sup> Se *Koponen* 2004 s. 15: ”Tärkein soveltamistarve on kuitenkin tilanteissa, joissa oikeuslähdetuen painoarvo eri vaihtoehtojen välillä jää epävarmaksi. Mitä selvempi soveltamistilanne on, sitä vähemmän merkitystä reaaliset argumentit saavat ja vastaavasti mitä tulkinnanvaraisempi tapaus on, sitä merkittävämpi on niiden painoarvo.” (Det mest essentiella tillämpningsbehovet uppstår i de fall där det stöd för olika alternativ rättskällorna erbjuder är oklarare. Ju tydligare tillämpningssituationen är, desto mindre vikt får de reella argumenten. Ju otydligare tillämpningssituationen är [d.v.s. ju mera utrymme för tolkning situationen har] desto större vikt får de reella argumenten. [Min övers.]) Se även för en praktisk tillämpning av reella argument i en mera perifer situation *Koponen* 2004 s. 101–102 där författaren kommenterar HD 2002:11. Se även *Klami* 1995 s. 1079.

<sup>265</sup> Se *Koponen* 2004 s. 17. Se även *Hakamies* 2005 s. 192–196.

<sup>266</sup> Se *Kurenmaa* 2003 s. 74.

<sup>267</sup> HD gav sin första dom i en materiell insiderfråga den 29.12.2006. Se HD 2006:110. Se även HD 2000:82 för ett avgörande med processuella implikationer för värdepappersmarknadsbrott.

<sup>268</sup> Se *Kurenmaa* 2003 s. 74.



presentation av tre kritiska inspel, tre strömmar av kritiska röster: *Thornstedts* kritik av teleologins värderrelativism, *Frändes* kritik av den teleologiska metodens fallspecifika tillkortakommanden samt *Jareborgs* kritik av teleologins (reducerade) funktionsduglighet i straffrätten.

*Thornstedt* fastslår det centrala problemet i all teleologisk lagtolkning vara frågan om enligt vilka värderingsgrunder ändamålet för normer – tolkningens ledstjärna – bestäms.<sup>269</sup> Tanken om att finna ändamålet genom att söka medel, som kunde förverkliga ändamålet, är, enligt *Thornstedt*, dubiös.<sup>270</sup> Mera konkret uppstår problemet i att välja vilket som är det socialt önskvärda ändamålet i en norm. Om detta val måste utföras med utgångspunkt i normen, med beaktande av bundenhet till normen, förflyttas den logiska deduktionsövningen som utförs vid valet av ändamål till en annan omgivning än lagtolkningsomgivningen. Däremot löser inte detta problemet. Om detta val inte måste utföras med utgångspunkt i normen och med beaktande av bundenhet till normen, förloras boskillnaden mellan tolkningsteori och rättspolitik.<sup>271</sup>

Att använda skyddsintresset/ändamålet som rättesnöre vid straffrättslig lagtolkning förefaller därför svårt att förena med legalitetsprincipen. Skyddsintressetänketsättet bygger nämligen alltid på ett val av vilket ifrågavarande skyddsintresse är. Valet blir dock lätt relativistiskt, eftersom det kan vara oklart vilken normens funktion eller vilket normens skyddsintresse skall anses vara.<sup>272</sup> Till den del detta inte är uttryckt i de rättskällor strafflagstolkaren av hävd skall ty sig till, blir funktionstolkningen därför lätt ett sätt med vilket man kringgår legalitets-

<sup>269</sup> Se *Thornstedt* 1955 s. 345.

<sup>270</sup> Den jämförs med den vilsegångna vandraren som förlitar sig på sina fotspår i snön för att reda ut vart han skall ta vägen. *Thornstedts* metafor är inte helt övertygande. Eftersom vandraren enligt *Thornstedt* är vilsegången, får vandrarens ändamål presumeras vara att hitta rätt (d.v.s. till ett ställe där han inte längre är vilsen). Att utnyttja sina gamla spår är vandrarens medel. Vandraren går därför tillbaka längs spåren och hittar ut ur skogen, vilket förefaller förverkliga den vilsegångna vandrarens ändamål (att hitta rätt). Problemet i teleologin ligger enligt mitt förmenande snarare däri att det finns situationer där medlet är mycket osäkrare och relativare än egna spår i snön: Den vilsegångna ökenvandren, som efter sandstormen har som ändamål att hitta vatten, går mot oasen för att snart inse att det blott var en hägring. Han har då mycket konkret upplevt relativiteten i teleologin. Först när han *inser* att oasen var en hägring, förstår han att han gått i *fel* riktning eftersom hans ändamål varit att hitta vatten. För ökenvandren kan insikten dessvärre komma för sent. Klart är dock att ändamålsrelativismen avgör om ökenvandren gått i fel riktning. Om ökenvandren önskat hitta vatten blev det fel. Om ökenvandren önskat ta sig en ökenpromenad blev det rätt.

<sup>271</sup> Se *Thornstedt* 1955 s. 348. Och, kunde man fortsätta, förloras boskillnaden mellan tolkningsteori och rättspolitik finns väl inga skäl att upprätthålla en teoretisk tolkningsmetod – man kan överlämna den dömande makten åt den upplysta tyrannen (läs: rättspolitikern). Jfr dock t.ex. *Ross* 1966 s. 63. Se även *Nuutila* 1996 s. 62–172 för en teoretiskt välmotiverad boskillnad mellan tolkningsteori och rättspolitik.

<sup>272</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 111 som menar att argument rörande skyddsintressen sällan ger ledning, delvis på grund av att skyddsintressen inte närmare definieras i auktoritativa formuleringar. Alternativt hänvisar man till dem i mycket allmänna formuleringar.

principen. Lagtillämparen skapar då ett skyddsintresse eller en funktion som bejakar de egna valen och öppnar dörren för överraskningar och godtycke.

Som ett exempel kan nämnas fastställandet av skyddsintresset för ett förbud mot marknadsmissbruk i marknadsmissbruksdirektivet. Goda argument kan presenteras för att skyddsintresset med förbudet är något av följande: finansmarknadens integritet<sup>273</sup>, allmänhetens förtroende för värdepapper och derivatinstrument<sup>274</sup>, investerarnas förtroende för finansmarknader<sup>275</sup>, värdepappersmarknadens funktion<sup>276</sup>, bevarandet av låga kapitalanskaffningskostnader<sup>277</sup>, upprätthållandet av investerares jämlikhet genom att säkerställa en rättvis och samtidig tillgänglighet till information<sup>278</sup>, samhällsekonomisk tillväxt<sup>279</sup> utan att förglömma skapandet av en gemensam, integrerad, europeisk finansmarknad med harmoniserad reglering<sup>280</sup>. Denna ofullständiga lista över tänkbara skyddsintressen för ett förbud mot marknadsmissbruk får i detta skede illustrera det problem straffrättslagtolkningen ställs inför då ett förutsägbart och tydligt skyddsändamål skall bestämmas.<sup>281</sup>

I takt med att argumentationsteorin relativiseras och öppnas för annat än den klassiska straffrättsliga rättskälleläran urvattnas också legalitetsprincipen. Man

<sup>273</sup> Marknadsmissbruksdirektivet, preambel punkt 2.

<sup>274</sup> Marknadsmissbruksdirektivet, preambel punkt 2. Se även *Grøngaard och Bang*-fallet (2005) p. 22, där EG-domstolen uttalade att syftet med förbudet mot insiderhandel i insiderdirektivet var att skydda investerarnas förtroende för sekundärmarknaden för värdepapper och därmed säkerställa landet av marknadens funktionsduglighet.

<sup>275</sup> Marknadsmissbruksdirektivet, preambel punkt 12.

<sup>276</sup> RP 137/2004 s. 7. Se även *Grøngaard och Bang*-fallet (2005) p. 22 ovan.

<sup>277</sup> Marknadsmissbruksdirektivet, preambel punkt 12. Marknadsmissbruk innebär nämligen en förhöjd riskpremie för marknadsaktörerna vilket negativt påverkar kostnaderna för anskaffandet av kapital på marknaden.

<sup>278</sup> Marknadsmissbruksdirektivet, preambel punkt 12.

<sup>279</sup> Marknadsmissbruksdirektivet, preambel punkt 12. Eftersom marknadsmissbruk förhöjer finansieringskostnaderna för företag leder marknadsmissbruk till en ineffektivitet i samhällsekonomin som hämmar den generella tillväxten.

<sup>280</sup> Detta övergripande mål måste anses givet på grund av de politiska strävanden EU genomfört på området. Till dessa skyddssyften kan ännu tilläggas mera allmänna skyddssyften som rätten till egendom, eftersom marknadsmissbruk i värsta fall direkt kan fränta ägare av aktier delar av den egendom de har investerat.

<sup>281</sup> Se även *Ziouvass* 2005 s. 103–104 för en kritisk analys av skyddsintresset som legitimation för en kriminalisering av förbudet mot missbruk av insiderinformation. Se vidare *Hild* 2004 s. 183–189 för en analys av straffrättens duglighet som styrningsmedel på värdepappersmarknaden. Se även *Nuotio* 1998 a 1342 som träffande redovisar den kritik t.ex. *Hassemer* fört fram mot ett okontrollerat tilltagande av kriminaliseringar med hänvisning till förhållandevis allmänna och ospecificerade rättsgoda. Se *Ulväng* 2009 s. 241 som ser det han kallar diffusa kränkningar och avsaknad av skyddsintresse som ett exempel på att straffrätten på normnivå börjar orientera sig bort från grundläggande principer. Förbudet mot kursmanipulation ligger nära detta läge. Detta får konsekvenser för hur förbudet bör tolkas om målet med tolkningen är att fortsättningsvis upprätthålla ett koherent straffrättsystem som erkänner etablerade rättsstatliga principer.

ger då avkall på förutsägbarheten i lagtolkningen. Grundfrågeställningen i straffrättslagtolkningsuppgiften är därför enkel (i teorin). Grundfrågeställningen består av ett värderingsval som avgör vilka värderingar (strafflags)tillämparen vill betona. Värderingsvalet är beroende av vilken roll man vill tillskriva straffrätten i samhället. Ingen omskrivning av den i strafflagstillämpningen använda lagtolkningsmetoden kan likt en *deus ex machina* kringgå den inneboende intresseavvägning som (strafflags)tillämparen ställs inför vid lagtolkning. Innovativitet och relativitet i lagtolkningsmetoden är svårförenliga med legalism.<sup>282</sup>

*Frände* har hävdat att det skyddsintressetänkande, som är en form av teleologisk metod, är logiskt ohållbart i det konkreta fallet. Orsaken är att argumentation med stöd av skyddsintresset där en *de facto* kränkning av skyddsintresset redan inträffat, ofrånkomligen leder till ett cirkelresonemang. Enligt *Frände* är det meningslöst att motivera valet av tolkningsalternativ med hänvisning till skyddsintresset.<sup>283</sup> Meningslösheten består såvitt jag kan se däri att den som argumenterar i rekvisitenlighetsfrågan med skyddsintresseargument låter två på varandra följande led i tankeekvationen sammansmälta på ett sätt som närmar sig en logisk kullerbytta.<sup>284</sup>

Det går givetvis att arbeta sig runt den logiska kullerbytta jag beskrivit ovan. Ett sätt är att göra en generalisering av den konstaterade kränkningen och genom induktion uppställa det *allmänna* skyddsintresset för denna *typs* kränkningar och genom denna generella abstraktion försöka fastställa gränserna för tolkningen av den kränkta normen. Samma logik förekommer i den modell som genom ett hypotetiskt test undersöker – för det fall att en kränkning skulle konstateras – vilket skyddsintresse som den hypotetiska kränkningen i så fall skulle inkräkta på. Jag kan inte se hur dessa alternativ märkbart skulle råda bot på det tillkortakommande jag ovan beskrivit. Att ersätta en faktisk kränkning med en identisk men hypotetisk kränkning förmår inte navigera runt det logiska successionsproblem som förorsakar kullerbyttan.<sup>285</sup>

<sup>282</sup> Se *Thornstedt* 1955 s. 349. Trots att domare inte anses löpa samma risk som teoretiker att falla för frestelsen att visa sig intelligentare än lagstiftaren är det dock ett slöseri med resurser om domaren skall repetera samma avvägning om ändamålet i lagstiftningen som lagstiftaren redan gjort.

<sup>283</sup> Se *Frände* 2004 s. 58.

<sup>284</sup> Det kränkta skyddsintresset definieras av att en kränkning av skyddsintresset konstituerats eftersom en gärning har varit rekvisitenlig. Då är det däremot för sent att återvända till rekvisitenlighetsfrågan för att argumentera för att skyddsintresset, som konstituerats av att gärningen redan fastställts vara rekvisitenlig, påverkar rekvisitenlighetsfrågan.

<sup>285</sup> Rent allmänt kan invändas att framför allt tysk straffrättsdogmatik på denna punkt av hävd utnyttjat rättsgodatänkandet. Se *Ziouvass* 2005 s. 138–150 för en teoretisk diskussion om rättsgoda tillämpat på missbruk av insiderinformation.

*Jareborg* är generellt kritisk till att använda teleologi i straffrätten eftersom dess funktionella mervärde är mycket reducerat.<sup>286</sup> Orsaken är det ändamålstänkande straffrättsliga normer alltid är ett uttryck för. Eftersom straffrättsliga normers *fundamentala ändamål* är att förbjuda något, blir det problematiskt att motivera att en straffrättslig norm kränkts med hjälp av argument som bygger på ändamålet med normen. En sådan logik förändrar snabbt alla straffrättsliga normer till *catch all*-paragrafer. Det är heller inte klokt att konstruera andra supplerande ändamål som kunde bidra till avgörandet av huruvida det fundamentala ändamålet uppfyllts.<sup>287</sup> Till detta kommer att trots att man stundom kan identifiera speciella ändamål med straffnormer, t.ex. att skydda vissa samhälleliga värden, är detta skyddsändamålstänkande – radikalt uttryckt – för flummigt för att tillföra den straffrättsliga lagtolkningsmetoden något av värde. Detta beror på att skyddsändamålet sällan formulerats genom auktoritativa formuleringar.<sup>288</sup> Dessutom är skyddsändamålet ofta mycket generellt.

## 2.4.4 Analys

Jag ställer mig generellt kritisk till innovationer inom rättsdogmatiken. Detta beror dels på min vetenskapssyn, dels på rättsdogmatikens natur. Jag menar nämligen att vetenskapens mest centrala uppgift är att kritiskt granska världen. Därtill kommer rättsdogmatikens natur, nämligen strävan efter att lösa ständigt återkommande intressekonflikter i form av tolkningsproblem iklädda nya kontexter. I ett sådant upplägg förmår sällan innovativa dogmatiska figurer vara annat än omskrivningar av klassiska problem i nya kontexter. Utsikterna för att skapa några innovationer i en tolkande och systematiserande vetenskap – jämförbara med naturvetenskapliga upptäckter – är alltså generellt sett mycket dåliga.

Samtidigt är dessvärre frestelsen ofta stor att anamma innovationen i form av omskrivningar av klassiska problem på ett något okritiskt sätt. Då gör fartblindheten ibland att den grundläggande intressekonflikten – endast partiellt – överflyttas till den nya kontexten. Man överför då den behagliga hälften av intressekonflikten och utelämnar den hälft av intressekonflikten som är obehaglig för betraktaren. Den dogmatiska figuren ger då ett falskt sken av att vara något nytt.<sup>289</sup>

<sup>286</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 111.

<sup>287</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 111. Denna synpunkt anför således implicit kritik mot kriminalpolitiseringen av straffrätten, åtminstone till den del man låter kriminalpolitiken bli ett allom tillämpligt argument och berättigande ideal för dogmatiska avvägningar i form av fällande domar.

<sup>288</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 111.

<sup>289</sup> Skulle man lyckas omskriva hela intressekonflikten kan innovationerna vara berikande. Bl.a. kan en större förståelse bibringas betraktaren, dessutom kan en lyckad omskrivning göra analysen mera finförgrenad. Fastän överflyttningen är lyckad i sig, händer det oftast att rekontextualise-

Delar av den teleologiska lagtolkningsmetodens avknoppningar är därför problematiska. För det första synes det mig omöjligt att kringgå den definitoriska intressekonflikt mellan defensivitet och offensivitet som rätten, accentuerat straffrätten, tvingas leva med i sin tolkningsmetod. Det är ifrågasatt huruvida man kan arbeta sig runt den beskrivna, inherent intressekonflikten genom att formulera olika versioner av den teleologiska lagtolkningsmetoden. Intressekonflikten mellan förutsägbarhetens defensivitet och effektivitetens offensivitet kvarstår. Man väljer vilkendera man önskar prioritera. Avgörande är värderingar.

För det andra uppstår samma grundläggande problematik i typfallstänkandet. Att typfallet utgör ett *tertium comparationis* – en ny dimension – eliminerar inte de problem som belastar lagtolkningsproblemets ursprungliga dimension. Jag ser inte hur detta typfallstänkande avviker från problemet om hur normen skall tolkas. Typfallstänkandet är fortsättningsvis belastat av det komparativa problemet senast i det tankeskede då det är dags att fastställa om det prövade fallet uppvisar tillräcklig motsvarighet jämfört med typfallet eller inte. Jag ser inte hur detta avviker från det komparativa elementet i att bedöma om en abstrakt norm kan tillämpas på ett konkret fall för att fallet uppvisar tillräcklig motsvarighet med den uppfattning vi får om den abstrakta normen genom deduktion. Dessutom är det oklart hur typen skall konstrueras.<sup>290</sup> Typfallstänkandet – som det oftast framställts – är nära att vara en ren omskrivning av lagtolkningsfrågan.

För det tredje, vad värre är, synes det inte helt ovanligt att innovativa dogmatiska figurer utnyttjas för att legitimera ett kringgående – inte ett lösande – av de klassiska problemen. Man blundar då gärna för hälften av den ursprungliga intressekonflikten. Så är fallet om man tillåter typfallstänkandet utgöra en *deus ex machina*, genom vilken motsvarighetskravet mellan typfallet och det prövade fallet sänks för lågt. Detta avviker inte så vitt jag kan se från att acceptera en analogi i lagtolkningen. Samma slutsats uppnås om man släpper argumentationsteorin fri med hänvisning till skyddsändamålet.<sup>291</sup> Mycket nära en sådan situation kommer man om man för fram att rättspraxis skapar nya falltyper, vars analoga tillämpning erbjuder lösningsmöjligheter vid värdeöppna rekvisit.<sup>292</sup> Så vitt jag

---

ringen inte erbjuder något nytt. Man betraktar då samma problem ur en ny synvinkel, men det är fortsättningsvis samma problem. Om så är fallet kan man med hänvisning till minimalism gärna försöka undvika att komplicera saker i onödan.

<sup>290</sup> Detta hänger givetvis samman med vad en typ egentligen är. Aarnio 1988 s. 63 ställer t.ex. tre krav på rättsnormer; de skall direkt eller indirekt beröra myndighetsutövning, de skall vara abstrakta och de skall vara allmänna. Om abstraktheten fastslår Aarnio: ”*Oikeusnormeille on myösidetty luonteenomaista abstraktisuutta. Se sääntele tyypitapauksia.*” (Karaktéristiskt för rättsnormer är även dess abstrakta karaktär. Rättsnormer reglerar typfall. [Min övers.])

<sup>291</sup> Se Koponen 2004 s. 14–19.

<sup>292</sup> Se Kurenmaa 2003 s. 74.

kan se är detta en långsam men ond cirkel för förutsägbarheten i lagtolkningen. Sakta men säkert, fall för fall, tillåts då argumentationsteorin i straffrättsdogmatiken förskjutas mot en öppen argumentation.

En teoretisk analys av den motpol teleologisk lagtolkning i straffrätten kan utgöra i förhållande till traditionell straffrättslig legalism gör således gällande att man bör förhålla sig kritisk till teleologins påstådda innovativitet och dess förtjänster. Däremot erbjuder teleologin ett nytt perspektiv på lagtolkningsuppgiften som kan bredda betraktarens horisont och kan möjliggöra att den tolkade normens kontext kanaliseras så att även den beaktas vid lagtolkningsuppgiften. En teoretisk analys av teleologisk lagtolkning i straffrätten förmår ändå inte ge svaret på de konkreta lagtolkningsfrågor domaren möter. Det är därför skäl att i det följande konkretisera den hittills teoretiska betraktelsen genom att granska rättspraxis för att därigenom iaktta – mot bakgrunden av den teoretiska fond där legalism och teleologi konfrontativt sammanflyter – hurudan lagtolkningsmetod HD tillämpat i konkreta rättsfall.

## 2.5 ANALOGIFÖRBUDETS OMFATTNING I HD:S RÄTTSPRAXIS

### 2.5.1 Problemställningen

Ovan har presenterats legalitetsprincipen i form av obestämthetsförbudet samt den motkraft mot legalitetsprincipen ett teleologiskt perspektiv på lagtolkningsmetod är ett uttryck för. Jag övergår nu till att granska operationaliseringen av legalitetsprincipen i själva lagtolkningen och granskar analogiförbudet i HD:s rättspraxis. Denna granskning sker mot den fond jag målat upp genom de förberedande positioneringarna.

I den straffrättsliga tolkningsläran är analogiförbudet centralt. Utgångspunkten vid lagtolkningsuppgiften är behovet av att besvara frågan om vissa konkreta omständigheter är sådana att de uppfyller en abstrakt definition av brott i lagstiftningen. Att denna lagtolkningsuppgift därmed blir en logisk exercis i en språklig värld är uppenbart. Den logiska syllogismen ikläds en språkdräkt. Därför betingas lagtolkningsresultatet av vad domaren språkligt sett förstår att är förbjudet enligt lagen, samt om domaren anser att gärningsmannens gärning motsvarat den språkliga utformningen av det förbjudna. Vid denna lagtolkningsuppgift är analogiförbudet centralt, eftersom analogiförbudet – i teorin – anger de yttersta gränserna för hur långt, extensivt eller kreativt det abstrakta förbudet får töjas (till svarandens nackdel) i förhållande till de rättsfakta som föreligger. Analogiförbudet innebär således att frågan om brott föreligger får besvaras jakande om – och

endast om – företedda rättsfakta i tillräcklig grad *motsvarar* ordalydelsen i det åberopade lagrummet.

Primärt bör motsvarighet råda inom det som kallas ordens normalspråkliga bemärkelse. Detta avser en språklig bemärkelse som kan förstås även utan juridisk bevandring. Sekundärt godkänns även att motsvarighet råder inom det som kallas ordens juridisk-tekniska bemärkelse. Detta avser en språklig bemärkelse som inte nödvändigtvis kan förstås utan juridisk bevandring. Detta sekundära tillägg är synnerligen nödvändigt då ordalydelsen i det abstrakta förbudet beskriver ett ord eller ett begrepp som är värdeöppet på ett sådant sätt att dogmatiska överväganden krävs för att överhuvudtaget kunna ge begreppet en normalspråklig bemärkelse. Exempel på sådana begrepp är orden *lös egendom*, *handling*, *motorfordon* och *skjutvapen*.<sup>293</sup>

Det är dock tydligt att analogiförbudets tolkningshämmande effekt inte är absolut eller ens klar och enhetlig.<sup>294</sup> Den främsta orsaken torde vara den fundamentala relativitet som ingår i även konsekvent språkbruk.<sup>295</sup> Det går inte enligt min uppfattning att uppnå en sådan precision när ett språk används som uttrycksverktyg för att så exakta gränser skulle kunna uppställas att inget utrymme för tolkning längre existerade.<sup>296</sup>

Analogiförbudets roll som garant för legalitetsprincipen urholkas ytterligare av det faktum att man accepterar också det juridisk-tekniska språkbruket vid lagtolkningsuppgiften. Det är uppenbart att detta är nödvändigt för att man skall förmå upprätthålla en fungerande dogmatik och en begreppsapparat som strävar efter systematik och enhetlighet. Men samtidigt gör just denna begreppsapparat ibland det juridisk-tekniska språkbruket till ett sådant fikonspråk att endast den som sysslat väldigt länge och intensivt med juridik kan påstå att detta juridisk-tekniska språkbruk vore förståeligt för den oinvigde.

Vad bör man då göra? Jag ser två möjligheter: Antingen kan man försöka skapa en teori som bidrar till att förtydliga gränsdragningen. En sådan teori är

<sup>293</sup> Exempelen är återgivna i RP 44/2002 s. 34. Tilläggas kan att exemplen för mig ter sig som ord som kraftigt varierar på öppenhetsskalan. Där *lös egendom* på grund av öppenhet ter sig förhållandevis oförståeligt i normalspråklig bemärkelse (ett hus som ägs är t.ex. inte normalspråkligt sett särdeles löst) menar jag att *skjutvapen* är förhållandevis enkelt att förstå även utan större juridisk finess.

<sup>294</sup> Rättsdogmatiken och språkfilosofin har ägnat mycket tid åt att ifrågasätta huruvida ett språk är tillräckligt enhetligt för att språkliga gränser skall kunna identifieras. Se t.ex. *Lindroos-Hovinheim* 2006 s. 364–380 för en uppställning av problemet.

<sup>295</sup> Se t.ex. *Frände* 2004 s. 56, se även *Klami* 1969 s. 178–179.

<sup>296</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 73 som fördjupar resonemanget genom att konstatera att man inte kan argumentera utanför ett kulturimpregnerat språk. För mig innebär detta att alltför radikala uppfattningar som språkets för rättsvetenskapen inadekvata precisionsfäihighet bör förkastas, förutsatt att inte uppfattningarna förs fram som ett argument för att avskaffa all den interpersonliga kommunikation rättsvetenskapen är så beroende av.



tvunget synnerligen teoretisk och som jag ser det kan den teorin alltid ifrågasättas genom tankar om språkets relativitet. Eller så kan man ta sig an frågan om analogiförbudets utsträckning på ett praktiskt plan. Målet blir då att se efter var gränsdragningen mellan tillåten tolkning och förbjuden analogi går i praktiken. Jag väljer detta praktiska angreppssätt och ställer följaktligen in siktet på analogiförbudets omfattning i rättspraxis. Eftersom analogiförbudet påverkar hur högsta rättsinstans dömer fall är det skäl att analysera dessa domar för att kunna utreda vilken lagtolkningsmetod som är förhärskande i straffrätten i vår rättsordning. Jag analyserar nedan rättsfall där analogiförbudet varit centralt för lagtolkningsuppgiften i fallen. Ansatsen är att precisera vilken begränsning legalitetsprincipen inneburit. Fallen är valda för att illustrera de faktiska problemställningarna. Då objektet för undersökningen i denna del av avhandlingen uttryckligen är lagtolkningsmetoden är det viktigaste i analysen att granska vilka principiella avvägningar domstolen gjort för att komma till ett resultat om legalitetsprincipens omfattning i det språkliga spel som lagtolkningsuppgiften oundgängligt innebär. Jag indelar nedan rättspraxis i en linje av s.k. defensiva fall och en linje av s.k. offensiva fall. Bägge linjer ligger dock på den defensiva sidan av huvudsakallan, där endast EG-rättskonform lagtolkning (så som nedan kommer att konstateras) är genuint offensiv.

## 2.5.2 Defensiv rättspraxis

I fallet HD 1999:51 tolkades ordalydelsen *den som olovligen brukar någon annans lösa egendom*. Begreppet ingår i gärningsrekvisitetet i olovligt brukande i SL 28:7. Den åtalade hade underlåtit att återlämna en hyrbil. I saken hade inte ens åberopats att den åtalade använt, d.v.s. kört bilen, under tiden efter hyreskontraktets utgång, men åklagaren menade dock att underlåtenheten att återlämna bilen var tillräckligt motsvarande ett konkret användande av bilen för att talan för olovligt brukande borde bifallas.

HD konstaterade med hänvisning till förarbetena att olovligt brukande föreligger när gärningsmannen olovligen använder någon annans egendom, antingen enligt egendomens användningsändamål eller på något annat sätt. Däremot utgör enbart flyttandet eller gömmandet av föremålet inte olovligt brukande. Med stöd av detta och med hänvisning till legalitetsprincipen drog HD slutsatsen att endast underlåtenheten att återlämna bilen – då den ej använts – inte kunde utgöra en sådan gärning som var förbjuden.<sup>297</sup> Åtalet förkastades.

I fallet HD 1999:51 verkar HD ha omfattat en defensivt legalistisk tolkningsmetod. Ordalydelsen i lagstiftningen är helt avgörande medan utrymmet för funk-

<sup>297</sup> Se HD 1999:51.



tionalistisk argumentation är reducerat. Motiven för det defensiva upprätthållandet av legalitetsprincipen uttalas inte av domstolen, utan förefaller presumerade. Måhända är en bidragande orsak till avgörandet det delikata upplägg som fallet bistod med tack vare att en normalspråkligt diametral motsats uppstår mellan dels att bruka en bil, dels att uttryckligen inte bruka en bil, i fall där bilen lämnats oanvänd. Det hade helt enkelt lett till ett förhållandevis radikalt brott mot analogiförbudet att tolka att ett faktiskt icke-brukande kunde anses motsvara brukande. Detta trots att även icke-brukandet i detta fall hade samma funktionella konsekvenser för bilens rättmätiga ägare som ett olovligt brukande hade haft.<sup>298</sup>

I fallet HD 1998:164 stod domstolen inför uppgiften att tolka omfattningen i begreppet *förfarande för skuldsanering*. Begreppet ingår i gärningsrekvisitetet i SL 39:2 och anger där en av flera tänkbara situationer under vilken den gäldenär som orättmätigt försöker bereda sig eller någon annan ekonomisk vinning genom att t.ex. underlåta att anmäla en skuld, skall dömas för gäldenärsbedrägeri.

I fallet hade gäldenären lämnat in en skuldsaneringsansökan till tingsrätten. Det var ostridigt att ansökan i sig var sådan att den konstituerade ett försök att orättmätigt bereda sig eller någon annan ekonomisk vinning genom att underlåta att anmäla skuld. Ansökan var till denna del alltså rekvisitenlig. Stridigt var däremot huruvida blotta inlämnandet av ansökan till tingsrätten kunde tolkas utgöra *förfarande för skuldsanering* när den inlämnade ansökan återtagits utan att skuldsaneringsförfarandet inletts. Enligt L om skuldsanering för privatpersoner 8 hade skuldsaneringen blivit *anhängig* redan på ansökan av gäldenären, däremot hade skuldsaneringen inte *inletts* på det sätt som definieras i 3 i samma lag.<sup>299</sup>

HD fastslog i fallet att *förfarande för skuldsanering* bör tolkas innebära ett krav på att skuldsaneringsförfarandet inletts. I domskälen fastställdes att SL 39:2.1.4 skyddar borgenärernas rättigheter. Det centrala syftet med normen är skyddet av borgenärerna mot potentiella rättsförluster i det egentliga skuldsaneringsförfarandet, däremot inte tidigare i förfarandet vid olika dispositioner som mynnat ut i förfarandet. Denna slutsats gäller trots att redan själva anhängiggörandet av skuldsaneringsansökan medför vissa rättsföljder som är relevanta för borgenärerna.<sup>300</sup> Åtalet förkastades.

<sup>298</sup> Se *Jaatinen* 1999 s. 404–405. Han kommenterar fallet och anser att goda skäl funnits att tolka att även underlåtenheten att återlämna bilen som förhindrat den rättmätige ägaren att använda bilen utgjort olovligt brukande. Jfr *Frände* 2004 s. 56 som förefaller vara av en annan åsikt, vilken betonar den defensivt statiska gräns ordalydelsen i normen uppställer. Det faktum att skyddsintresset för olovligt brukande kanske kränkts medger inte att ordalydelsegränsen överskrids. Se även *Koponen* 2004 s. 32.

<sup>299</sup> Se HD 1998:164.

<sup>300</sup> Dessa rättsföljder uppkommer automatiskt i relation till en anhängiggjord konkursansökan mot samma gäldenär enligt L om skuldsanering för privatpersoner 20, eftersom av anhängiggörandet av ansökan om skuldsanering följer att behandlingen av en samtidigt anhängig konkursansökan skall uppskjutas i väntan på beslutet om inledandet av skuldsaneringsförfarandet. Skuldsaneringen ges alltså förtur. Därutöver kan på sökandens yrkanden enligt L om skuldsanering för privatperso-

HD utnyttjade i rättsfallet HD 1998:164 en tolkning som i och för sig kan beskrivas vara teleologiskt funktionell och stödjade sig på normens skyddssyfte, men som denna gång ledde till ett tolkningsresultat som var utpräglat defensivt eftersom det gick till den åtalades fördel.<sup>301</sup> Skyddssyftet med den norm som tolkades utgör alltså i detta fall en grund för att inskränka tolkningen av normen mera än vad som i sig kunde anses ha varit nödvändigt med stöd av den semantiska ordalydelse i begreppet *förfarande för skuldsanering*. Således är lagtolkningsmodellen som HD omfattar i detta fall mycket nära den *Frände* beskriver som en situation där den generella intentionstolkningen ger vika för ett faktiskt argument.<sup>302</sup> *Tapani* som kommenterat fallet ser HD:s lagtolkningsmetod som enkel och konsekvent, men samtidigt förhållandevis formell och statisk.<sup>303</sup> Jag delar inte *Tapanis* mening om kategoriseringen av domstolens lagtolkningsmetod som särdeles statisk, utan menar i stället att domstolen tolkat normen förhållandevis dynamiskt enligt de omständigheter och det skyddsändamål som domstolen identifierat.<sup>304</sup> För mig är begreppsparet statik-dynamik i denna metodbeskrivning nihilistiska ord, som endast anger att domstolen tolkat normen med betoning på ändamål (dynamik), inte med betoning på lagens bokstav (statik). Att dynamiken i detta fall ledde till en friande dom för svaranden kunde bättre uttryckas genom att konstatera att domstolen omfattade en defensiv tolkningsmetod. HD:s metod kunde lämpligen benämnas dynamiskt defensiv, där defensiviteten är värdeladdningen som anger att lagtolkningen varit restriktiv och därmed legalitetsprincipsenligare jämfört med eventuella alternativ, till exempel det hovrätten företrädde i fallet.<sup>305</sup>

---

ner 21 flertalet av rättsföljderna som uppkommer vid inledandet av skuldsaneringsförfarandet beviljas interimistiskt under tiden mellan anhängiggörandet av skuldsaneringen genom inlämnandet av ansökan och inledandet av skuldsaneringsförfarandet. I föreliggande fall hade dessutom svaranden *de facto* fått skydd mot anhängiggjord konkursansökan och yrkat på interimistiskt skydd i väntan på inledandet av skuldsaneringsförfarandet, så de rättsföljder som uppkom av inlämnandet var i detta fall verkliga.

<sup>301</sup> Lagtolkningsmetoden förefaller därmed ha varit inskränkande teleologisk, vilken följaktligen inte är problematisk med tanke på legalitetsprincipen.

<sup>302</sup> Se *Frände* 2004 s. 57.

<sup>303</sup> Se *Tapani* 2002 s. 945. En sådan tolkningsinställning ser han inte vara teleologisk, och av den statiska tolkningen följer vissa problem, eftersom prejudikatet banar väg för att göra rättsliga dispositioner som utförs när gäldenärens insolvens närmar sig. Dessa rättsliga dispositioner kan då utföras i skydd av de rättsföljder som uppkommer av det anhängiggjorda, men ännu inte inledda skuldsaneringsförfarandet.

<sup>304</sup> Se *Tapani* 2002 s. 944 som faller tillbaka på *Tolonens* begreppsapparat i *Tolonen* 2000 s. 156–157.

<sup>305</sup> I övrigt ser jag ingen orsak att kritisera *Tapanis* analys av lagtolkningsmetoden i fallet. Att prejudikatet kunde tänkas leda till en lucka i rättstillämpningen som blottar borgenärerna ser jag inte som ett direkt problem, eftersom själva ordalydelsen i det tolkade lagrummet även kunde medge en offensivare tolkning, och HD själv, t.ex. i HD 2004:46, uttalat att legalitetsprincipen inte ställer några hinder för att genom tolkning precisera och förtydliga rättsläget. Skulle alltså omstän-

I fallet HD 2000:39 stod HD inför uppgiften att tolka begreppet *döljer sin egendom*. Begreppet ingår i gärningsrekvisitetet i gäldenärsbedrägeribrottet i SL 39:2.1,1. En del av den fastighet svaranden ägt hade utmätts. Ingen utsökningsutredning hade uppgjorts om den utmätte (svaranden), men svaranden hade varit närvarande vid utmätningsförrättningen. Vid denna förrättning hade svarandens utredning om huruvida eventuella medel som skulle komma att inflyta på basis av svarandens ägarskap i fastigheten inte efterfrågats, ej heller hade svaranden självant uppgett att han väntade på betalning i stöd av det avtal om skogsavverkning som hänförde sig till fastigheten. Den betalning som gjordes till svaranden på basis av avtalet om skogsavverkning kom således inte att bli utmätt.

Majoriteten i HD friade svaranden med motiveringen att det ifrågavarande rekvisitetet inte kunde tolkas innebära en aktiv skyldighet att uppge den information som svaranden underlåtit att uppge. I vid tidpunkten gällande utsökningslag 3:33 stadgades om utmätningsmannens möjlighet att göra en utsökningsutredning. Vid en sådan utredning skulle gäldenären lämna uppgifter om sina tillgångar, skulder och inkomster samt uppge sin adress och arbetsplats. Även andra informationsförpliktelser var knutna till utsökningsutredningen. I fallet hade ingen sådan utsökningsutredning gjorts, ej heller hade det visats att utmätningsmannen i övrigt skulle ha bett svaranden uppge information om sin förmögenhet. Av dessa orsaker, och eftersom gäldenären inte enligt lag hade en förpliktelse att självant ge utmätningsmannen information om sin förmögenhet och sina inkomster, kunde svaranden inte dömas för gäldenärsbedrägeri.<sup>306</sup>

HD intog i rättsfallet en defensiv attityd. Eftersom en positiv informationsförpliktelse endast uppstår om utmätningsmannen väljer att utföra en utsökningsutredning existerar ingen positiv informationsförpliktelse med mindre än att utmätningsmannen företar detta val. Därav följer alltså att någon positiv informationsförpliktelse inte existerar *per se* och svarandens underlåtenhet att uppge framtida inflytande penningströmmar kan inte uppfylla rekvisitetet *döljer sin egendom*.<sup>307</sup>

digheterna i ett senare fall visa sig vara sådana att i prejudikatet HD 1998:164 beskrivet rättsläge utnyttjas för att göra förmögenhetsrättsliga dispositioner med mål att kränka borgenärer, torde inget hinder, HD 1998:164 till trots, finnas för att senare döma en sådan gärningsman enligt SL 39:2.1,4. Se om legalitetsprincipens förhållande till ändring av rådande doktrin, *Knuts* 2009 a s. 675.

<sup>306</sup> Se HD 2000:39.

<sup>307</sup> Minoriteten i HD enade sig med hovrättens och tingsrättens fällande domar och betonade att gäldenärsbedrägeri kan konstitueras också av passivitet, d.v.s. t.ex. genom att inte korrigera myndighetens felaktiga uppfattning. I föreliggande fall ansågs att svaranden genom sitt förtigande upprätthållit myndigheternas felaktiga uppfattning och därmed medverkat till att inkomsten för skogsavverkningsavtalet icke blev utmätt. Således borde svaranden dömas för gäldenärsbedrägeri.

I fallet HD 2008:86 tolkades ordalydelsen *ringa telefonsamtal eller på något annat motsvarande sätt*. Denna något kryptiska passus ingår i gärningsrekvisitet i hemfridsbrottet i SL 24:1. Den åtalade hade bl.a. skickat åtskilliga osakliga textmeddelanden till svarandens mobiltelefon. Den kritiska tolkningsfrågan gällde således om dessa textmeddelanden utgjorde ett sådant annat motsvarande sätt<sup>308</sup> som lagen förutsatte för att hemfridsbrott skulle kunna konstateras.

Majoriteten i HD friade svaranden. Motiveringen tog fasta på att lagens förarbeten (RP 184/1999) visserligen exemplifierade dessa andra motsvarande sätt, men att exemplen inte innehöll just skickandet av textmeddelanden. Därtill hade lagstiftarens behandling av paragrafen SL 24:1 (LaUB 6/2000) uttryckligen konstaterat att informations- och kommunikationsbrotten i SL 38 inte i sin nuvarande form syftade till att skydda personer mot icke-önskvärda textmeddelanden. Däremot fanns det enligt lagstiftaren skäl att vid lämplig tidpunkt överväga att genom en lagändring utsträcka SL 38 att täcka även denna form av gärningar. Mot bakgrunden av detta ansåg HD att lagstiftaren avsett lämna skickandet av textmeddelanden utanför den grupp av gärningar man ansåg kunde uppfylla hemfridsbrottet.<sup>309</sup>

HD får i fallet anses ha tagit en synnerligen defensiv attityd och tolkat lagen genom en strikt legalistisk metod. Den rätt tekniska slutsatsen HD drar *e contrario* på basis av lagstiftarens vilja ger HD möjligheten att utan närmare omsvep konstatera att legalitetsprincipen leder till att endast det explicit förbjudna skall leda till en fällande dom samt – och fortsättningen är mycket viktig – att oklara fall skall tolkas inskränkande och till svarandens fördel.<sup>310</sup> Däremot undviker HD att uppställa analytiska bedömningskriterier för när en norm skall anses förbjuda något explicit, samt när en icke-explicit norm är tillräcklig icke-explicit för att en inskränkande tolkning skall tillgripas. Det fascinerande i fallet utgör i mitt tycke *varför* HD väljer att anamma just den defensiva attityden i detta rättsfall. Så som nedan skall konstateras inom ramen för HD:s offensiva rättspraxis förefaller det nämligen allt oftare uppstå tolkningssituationer där HD tillgriper en kvalificerat teleologisk tolkningsmetod för att genom en tolkning av normens skyddssyfte

<sup>308</sup> Med tanke på förbudet mot kursmanipulation är det intressant att påpeka att formuleringen i VPML 5:12.2,1 har en nästan motsvarande semantisk utformning som det rekvisit i hemfridsbrottet som HD tolkade. I VPML 5:12.2,1 förbjuds vilseledande köp- eller säljanbud, skenavslut och andra svikliga förfaringsätt.

<sup>309</sup> Se HD 2008:86. Avgörandet var för övrigt inte enhälligt. Se *Frände* 2008 s. 548 för en kommentar av fallet.

<sup>310</sup> Se HD 2008:86, speciellt punkt 6 och 7. På denna punkt är det skäl att notera att den skiljaktige ledamoten (och föredraganden) inte ansåg att den prövade normen utgjorde ett oklart fall. Se även *Frände* 2008 s. 548 som klassar HD:s bedömning som en tolkningslinje han kallar lindrighetsmetoden. HD låter alltså utan invecklad argumentation eller värdeladdade bedömningar avgörandet i oklara falla gå i svarandens defensiva riktning.

töja dess tillämpningsområde, förutsatt att resultatet anses vara rimligen förutsägbart för gärningsmannen. I just detta fall förefaller det ha funnits rätt goda grunder för att överväga utnyttjandet av denna metod.<sup>311</sup>

### 2.5.3 Offensiv rättspraxis

Före ikraftträdandet av den reviderade strafflagen 1.1.2004 avgjordes ett flertal fall där HD gick in för en offensiv tolkning av subjektssfrågan, d.v.s. frågan om vem som skulle tillräknas det konstaterade brottet. Man kan se detta som ett preludium till den offensiva kvalificerade teleologiska tolkningsmetod som jag anser att HD i modern tid stundom använt sig av. Det offensiva bestod däri att domstolen tolkade ordalydelsen i gärningsmannarekvisitet i s.k. specialdelikt<sup>312</sup> dynamiskt. Detta resulterade i att de personer som *de facto* agerat för ett bolag, men som vid detta agerande saknade den särskilda gärningsmannaställning som ordalydelsen i lagen förutsatte, trots denna formella brist tillräknades brottet. Vid en analys av lagtolkningsmetoden i dessa fall är det angeläget att påpeka att ikraftträdandet av den reviderade strafflagen innebar en kodifiering av SL 5:8 som reglerar handlande på en juridisk persons vägnar. Denna revidering uppluckrade delvis formalismen *vis-à-vis* subjektssfrågan i straffrätten.<sup>313</sup>

Ur rättspraxis före lagrevideringen kan fallen HD 2000:74, HD 2001:86 och HD 2002:11 nämnas för att illustrera argumentationsmönstret.<sup>314</sup> Den gemensamma nämnaren i fallen är den offensiva tolkningen av respektive specialdelikt

<sup>311</sup> Jag hade inte haft några problem med att förlika mig vid tanken att den som skickar åtskilliga osakliga textmeddelanden under en längre tid rimligtvis bör förstå (inte minst vid en läsning av SL) att dessa textmeddelanden kan vara hemfridsstörande på ett sätt som motsvarar telefonsamtal. Den kraftiga tekniska konnexiteten som uppstår mellan telefonsamtal och textmeddelanden talar för att en mera ändamålsbejakande tolkning hade kunnat omfattas. Därtill är det anmärkningsvärt att HD inte motiverade sin dom genom att analytiskt granska åtskilliga osakliga textmeddelandens hemfridsstörande potential i jämförelse med telefonsamtal. Allmänt kan kanske konstateras att domen överlag får anses vara rätt ytlig och att en mera djuplodande argumentation för den defensiva tolkningsinställningen hade kunnat övervägas (inte minst med tanke på av HD under senare år lanserad tolkningsmetod som jag nedan benämner kvalificerad teleologi).

<sup>312</sup> Jag avser med specialdelikt sådana brott där kretsen av potentiella gärningsmän är begränsad till en särskild klass av subjekt. Det ställs alltså ett kvalificerat krav, utöver ett allmänt existenskrav (oftast uttryckt i lagstiftningen genom "den som..."), för att någon skall kunna betraktas som gärningsman vid specialdelikt. För denna framställning är det inte nödvändigt att göra en distinktion mellan s.k. propriedelikt och övriga brottstyper med särskilda gärningsmannarekvisit. Se vidare t.ex. RP 44/2002 s. 162–163 och *Frände* 2004 s. 307–310.

<sup>313</sup> Se RP 44/2002 s. 161–168.

<sup>314</sup> Man kan spekulera i varför just dessa subjektssfrågor blev en grogrund för den offensiva tolkningsmetod som jag nedan identifierar och benämner kvalificerad teleologisk. En hypotes är att det rättspolitiskt är mindre laddat att ge avkall på legalismen i den s.k. subjektssfrågan än i frågan om ett brott överhuvudtaget föreligger. Detta beror på att subjektssfrågan till denna del är subordinerad den primära frågan om brott/icke-brott.

som resulterade i att brotten tillräknades den person som domstolen fann vara den faktiska aktören, trots att en legalitetsprincipiell defensiv tolkning hade möjliggjort ett motsatt resultat.

I fallet HD 2000:74 handlade lagtolkningsfrågan om vem som uppfyllde subjektskriteriet definierat i SL 39:7. HD stod inför uppgiften att tolka begreppet *den som för en gäldenärs räkning har begått ett brott*.<sup>315</sup> I fallet var utrett att bolaget X Oy utan godtagbart skäl avhändert sig egendom och därigenom väsentligt förvärrat sitt obestånd. Svarande A hade emellertid i stöd av bolagsstämmoprotokoll utträtt ur bolagets styrelse. Frågan gällde därför huruvida A kunde anses ha begått brottet för gäldenärens (X Oy:s) räkning.

HD konstaterade att svarande A, efter sitt utträde ur styrelsen innehåft faktisk bestämmanderätt i bolaget. Detta framgick av den bevisning som presenterats.<sup>316</sup> När så ansågs vara fallet dömde HD svarande A för oredlighet som gäldenär och tolkade följaktligen att A begått brottet för bolagets räkning.<sup>317</sup>

Med hänsyn till ordalydelsen i SL 39:7 förefaller HD:s tolkning i fallet inte gå exceptionellt långt. För mig innebär den semantiska utformningen *för en gäldenärs räkning har begått ett brott* – trots att uttrycket inte är det mest nyanserade – knappast något större problem i förhållande till förutsägbarheten. Givetvis kunde man anföra att den som saknar formell ställning i ett aktiebolag omöjligt kan företa juridiskt bindande rättshandlingar för bolaget och därför inte heller giltigt kan bidra till att avhända egendom eller i övrigt företa sådana rättshandlingar för gäldenärens räkning som är ett krav i SL 39:1. Vidare kunde man anföra att även om giltiga rättshandlingar, trots det ovarsagda, kunde företas t.ex. i stöd av konkludenta fullmakter är sådana rättshandlingar inte utförda *för* en gäldenärs räkning, utan *mot* gäldenären.<sup>318</sup> Därför skulle inte heller brottsrekvisitet vara uppfyllt. Ingendera invändningen är i mitt tycke övertygande. För det första

<sup>315</sup> Se SL 39:7 enligt vilken paragraf den som för en gäldenärs räkning har begått ett brott som nämns i 1–6 skall dömas som gäldenär.

<sup>316</sup> Hovrätten utförde bevisvärderingen av om svarande A hade haft faktiskt bestämmanderätt i bolaget och HD ändrade inte till denna del hovrättens dom. Hovrätten fäste uppmärksamhet bl.a. vid att A hade överfört ägarskapet i bolaget till sina barn men fortsatt som ordförande i bolagets styrelse. Det exakta datumet för faktiskt utträde ur styrelsen var höljt i dunkel och både bolagsstämmor och styrelsemöten föranstaltades av hävd utan att sammanträda, vilket ytterligare gjorde dateringen av utträdet ifrågasatt. A hade dessutom undertecknat styrelseprotokoll efter det påstådda utträdet ur styrelsen. A hade varit en ansenlig finansör i bolaget. Enligt vittnen hade A även haft den faktiska bestämmanderätten i bolaget framför allt i frågor som gällde finansiering. Se även *Tapani* 2002 s. 948.

<sup>317</sup> Se *Salminen* 1998 s. 307–310 som analyserar bland annat vilken betydelse förmögenhetsrättens regler om juridiska personers representanter spelar för subjektbestämningen. Se även *Tapani* 2002 s. 947 som ser legalitetsprincipen kunna ställa gränser för huruvida formellt utomstående personer kan falla inom ramen för SL 39 kap. tillämpningsområde.

<sup>318</sup> Se t.ex. *Salminen* 1998 s. 308.



är gärningsmannarekvisitet i SL 39:7 uttryckligen en definition av den personkrets som kan betraktas som gärningsmän vid gäldenärsbrott, varför en rimlig tolkning av definitionen bör anses vara att kretsen av subjekt som kan komma ifråga är större än den strikt formella krets av aktörer som kan företa juridiskt bindande rättshandlingar för en juridisk person. Redan skrivningen av definitionen tyder på detta, annars hade väl lagstiftaren definierat kretsen med hänvisning till de personer som kan företa juridiskt bindande rättshandlingar för gäldenären. För det andra anser jag att en normalspråklig tolkning av satsen *den som för en gäldenärs räkning har begått ett brott* rimligtvis inte kan läsas som om prepositionen *för* skulle avgränsa sådana brott som riktas *mot* gäldenären. Den normalspråkliga betydelsen av ordet *för* i ovanstående sats uttrycker en anknytning till gäldenären som är värdeneutral på ett sådant sätt att det inte torde spela någon roll om resultatet av handlingen är till nytta eller skada för gäldenären.<sup>319</sup> Mig bekymrar alltså HD:s tolkning inte.

I HD 2001:86 var åter gärningsmannarekvisitet i fokus. Fallet gällde vem som skulle tillräknas bokföringsbrott. HD ansåg att svarande A uppfyllde det krav som ställts på en företrädare i rekvisitet i SL 30:9 som fastslog att *en bokförings-skyldig, en företrädare för honom eller den åt vilken bokföringen uppdragits* kunde vara gärningssubjekt i bokföringsbrott.

Svaranden ansågs uppfylla subjektsrekvisitet, trots att svaranden inte ägde aktier i aktiebolaget och inte heller hade en formell position i bolaget, vars bokföring varit lagvidrig. Enligt domskälen kunde den faktiska verksamheten och hur bolaget organiserats påverka vem som utgjorde en representant för bolaget. I fallet fästes uppmärksamhet vid att svaranden hade omhändertagit bolagets hela verksamhet och använt faktisk bestämmanderätt i bolaget. Genom detta har svaranden kommit att få ansvar för även sådana uppgifter som enligt bolagslagstiftningen hör till styrelse och verkställande direktör och kan därför dömas för brottet. Stöd för sin tolkning hittar HD i tidigare rättspraxis (HD 1998:39) och argumentet att straffansvar inte bör kunna kringgåas genom artificiella, formella arrangemang.

I fallet meddelade två skiljaktiga ledamöter en friande dom. Motivet för den friande domen var en klassisk legalitetsprincipsbetonande syn på lagtolkningsmetod. Det ansågs inte i ljuset av lagens ordalydelse vara möjligt att utvidga ansvaret för ett brott till en sådan person som inte benämns som gärningsman i den skrivna lagen.<sup>320</sup>

<sup>319</sup> Man kunde ha övervägt ett alternativt, mera nyanserat uttryckssätt i definitionsparagrafen. Men ur normalspråklig synvinkel anser jag att ett alternativ som t.ex. utsträckt subjektskretsen till ”den som faktiskt agerat genom rättshandlingar som haft anslutning till gäldenären” i själva verket är mindre informativ, således mindre förutsägbar, på grund av satsens normativa öppenhet, än den vid tidpunkten aktuella utformningen i SL 39:7.

<sup>320</sup> Se HD 2001:86.

Rättsfallet illustrerar ypperligt frågeställningen om defensiv kontra offensiv lagtolkningsmetod. Legalitetsprincipens regler är inte absoluta och den språkliga utformningen av juridiska normer är oprecis på ett sådant sätt att utrymme för tolkning existerar. Vid denna tolkningsuppgift är det ytterst fråga om en avvägning mellan två divergerande intressen – i detta fall rättsskydd och effektivitet – och avgörandet kan ofta falla genom omröstning. En extra tyngd i avvägningen utgjorde förmodligen det faktum att domstolen inte ville låta legalitetsprincipen möjliggöra ett kringgående av ansvar genom att formellt organisera ett bolags verksamhet så att en ansvarsposition inte uppkom. Med fallet bekräftade HD därmed det som tidigare omfattats på lägre domstolsnivå.<sup>321</sup>

Även i andra än subjektfrågor förefaller HD numera omfatta en kvalificerad teleologisk tolkningsmetod. I fallet HD 2002:11 tolkades begreppet *gäldenär* i SL 39:1. Rättsfrågan gällde här huruvida svarande A som varit styrelseordförande och verkställande direktör respektive C som varit styrelsemedlem i X Oy, gjort sig skyldiga till oredlighet som gäldenär. De hade tecknat proprieborgen för X Oy samt accepterat och indosserat växlar som X Oy utställt, så att A och C varit sekundära växelgäldenärer. I denna situation hade A och C avhänt sig egendom (A till sin hustru, C till sin dotter), då det redan var klart att X Oy varit i betalningssvårigheter. X Oy försattes senare i skuldsanering och konkurs. När A och C avhänt sig egendom hade emellertid någon betalningsförpliktelse i stöd av borgen och växel inte ännu fastställts av domstol. Det var dock möjligt att beskriva det som sannolikt att en betalningsförpliktelse för A och C till följd av X Oy:s trångmål skulle komma att uppstå.

HD avgjorde fallet genom att tillämpa en tolkning som bejakar det skydd som eftersträfvats med straffhotet. För att balansera detta teleologiska argument uppställdes dock ett krav på rimlig förutsägbarhet för gärningsmannen. Med beaktande av att proprieborgen innebär en utfästelse att svara för annans gäld som för egen gäld och med beaktande av den sekundära växelgäldenärens ställning då utställaren av växeln har ekonomiska problem ansågs att senast när A och C fått vetskap om huvudgäldenärens ekonomiska svårigheter hade A och C haft skäl att förbereda sig på att fullgöra sina förpliktelser. Av denna orsak kunde A och C anses vara gäldenärer i den bemärkelse som framgår av SL 39:1 vid den tidpunkt de avhänt sig egendom.<sup>322</sup>

<sup>321</sup> Se *Tapani* 2002 s. 950–951 som alldeles riktigt konstaterar att svarande A:s faktiska inflytande inte särdeles ingående beskrivits i domskälen, varför analytiska slutsatser om vad som uppfyller kravet på faktiskt inflytande svårligen låter sig dras. Däremot kan domskälen läsas som att HD omfattar teleologisk tolkningsinställning i förhållande till just subjektfrågan, åtminstone så att ansvar inte skall kunna kringgåas i stöd av artificiella arrangemang. Se *Koponen – Sahavirta* 2003 s. 59–60 som ser domen som ett bekräftande av tidigare utbredd tolkningspraxis på underrätts- och hovrättsnivå.

<sup>322</sup> Se HD 2002:11.



I skaran av fall där HD omfattat en dynamisk tolkning av i straffrätten definierade begrepp som medfört ett offensivt resultat är detta fall synnerligen intressant.<sup>323</sup> Det förefaller som om HD å ena sidan uppriktigt och analytiskt opererat med skyddssyftet i den norm som tolkats.<sup>324</sup> Samtidigt har HD å andra sidan inskränkt tolkningen av begreppet *gäldenär* jämfört med inom obligationsrätten företrädd syn på begreppet, möjligen med förutsägbarhetsidealet i tankarna. I förhållande till legalitetsprincipen kan konstateras att begreppet *gäldenär* inte definierats i lagstiftning eller i förarbeten på ett sätt som kunde ge avgörande ledning för tolkningsproblematiken i fallet. Tolkningen av begreppet *gäldenär* i obligationsrätten förefaller å sin sida att vara vidare än den tolkning som HD omfattade i straffrättslig bemärkelse.<sup>325</sup> HD gör i stället en fristående bedömning av *gäldenärs*begreppet i straffrätten inom ramen för legalitetsprincipens tänkbara tolkningsalternativ. Först konstateras att skyddssyftet med *gäldenärs*brottet är att säkerställa borgenärernas ekonomiska förmåner samt det allmänna förtroendet för *gäldenärs*ers redlighet. I synnerhet borgenärernas behov av skydd är inte beroende av vilken rättsgrund *gälden* bygger på. Av detta drar HD slutsatsen att det var skäl att tolka begreppet *gäldenär* så dynamiskt att A och C ansågs vara *gäldenär* enligt SL 39:1.

Mot denna bakgrund kan man i nyare HD-praxis identifiera flera fall där en lagtolkningsmetod som betonar tolkning enligt normens skyddsändamål, kvalificerad med kravet på rimlig förutsägbarhet, använts. I HD 2004:46 vidareutvecklade domstolen därmed sin syn på offensiv straffrättslig lagtolkning genom att uppställa en nyckelregel som innebar att lagtolkning är tillåten om resultatet av tolkningen överensstämmer med avsikten med det skydd som erbjuds av brottsrekvisitet och som eftersträfvats med straffhotet. Detta positiva villkor kompletteras dock av ett negativt krav på att ett sådant resultat måste vara rimligen förutsägbart för gärningsmannen.<sup>326</sup>

Lagtolkningsuppgiften i fallet HD 2004:46 gällde hur ordet *betalningsoförmåga* i skatteförseelse enligt SL 29:4 skulle tolkas. Enligt SL 29:4 skall den som

<sup>323</sup> Se *Koponen* 2004 s. 30–31.

<sup>324</sup> Se *Sahavirta* 2008 s. 117.

<sup>325</sup> Se *Tapani* 2002 b s. 71–72. Borgenären kan kräva betalning av borgensmannen som ingått *proprie*borgen så fort *gälden* förfallit till betalning. Huvud*gäldenärs*ens betalningssvårigheter är inte en förutsättning för att *proprie*borgensmannen skall vara *obligerad* att betala. Ett slags *gäldenärs*-ekvivalent status uppstår för *proprie*borgensmannen då *gälden* förfallit till betalning. Rättpositionen för den som *accepterat* och *indosserat* en växel motsvarar rättspositionen hos en borgensman. Se *växellagen* 9 och 15. Se även *Koponen* 2004 s. 32.

<sup>326</sup> Se HD 2004:46 punkt 9. Se *Frände* 2008 s. 549 som ser just detta rättsfall som en premiär för den lagtolkningsmetod han benämner ED-metoden (med hänvisning till Europadomstolen som *lanserat* en liknande formulering som HD (se även III.3.4)). Se vidare *Tapani – Tolvanen* 2008 s. 131 där författarna ser fallet som ett exempel på att man genom *teleologisk* tolkning kan över-skrida ordalysgränsen.

av någon annan orsak än bl.a. betalningsoförmåga lämnar skatter obetalda dömas. Tolkningsfrågan i rättsfallet gällde således om gärningsmannen varit betalningsoförmögen eller inte. Delar av problematiken i fallet bottnade i det faktum att till vissa delar motsvarande (inte samma)<sup>327</sup> begrepp används i brottet oredlighet som gäldenär i SL 39:1. Vissa transaktioner som leder till att gärningsmannen försätter sig på obestånd eller förvärrar sitt obestånd förbjuds.

HD undersökte således först vilken funktion begreppet som tolkades hade i den norm som aktualiserades. Om funktionen konstaterade HD att begreppet betalningsoförmåga/obestånd hade olika funktioner i de två ovan redovisade lagrummen.

I skatteförseelsen var begreppet ett negativt rekvisit, d.v.s. ett krav som när det uppfylldes resulterade i att rekvisitenlighet inte uppstod, medan begreppet i brottet oredlighet som gäldenär utgjorde ett positivt rekvisit, d.v.s. ett krav som när det uppfylldes resulterade i att rekvisitenlighet (eventuellt) uppstod. Därefter argumenterade HD för att även skyddssyftet var olika för begreppen beroende på i vilken kontext de framställdes.

I skatteförseelsen var skyddssyftet att ge ett accentuerat skydd åt skattetågaren (*fiscus*), eftersom *fiscus* hade sämre förutsättningar som borgenär än andra borgenärer att säkerställa att betalning kom att inflyta från gäldenären. Syftet var således att förstärka eller överprioritera *fiscus* ställning som borgenär så att sådana fall där gäldenären hade betalningsproblem inte av gäldenären skulle hanteras så att alla andra (och mera aggressiva) borgenärer prioriterades på *fiscus* bekostnad. Detta talade för en inskränkt tolkning av undantaget, följaktligen även ett högt krav på betalningsoförmågan.

I oredlighet som gäldenär var skyddssyftet mera allmänt taget borgenärskollektivet och betalningsoförmågan hos gäldenären var således mera abstrakt och normen sörjde för att säkerställa att gäldenären på ett allmänt plan skulle fullgöra sina förpliktelser gentemot borgenärerna. Detta talade för att obestånd borde tolkas omfattande, för att på detta sätt judiciellt beskära transaktioner som avhänder egendom.

Detta mynnade ut i ett konstaterande att gäldenären vid samma tidpunkt kan vara på obestånd (*maksukyvytön*) i den bemärkelse begreppet har i SL 39:1,

<sup>327</sup> Detta gäller endast den svenskspråkiga versionen av strafflagen. HD 2004:46 behandlades på finska. Det är här skäl att påpeka att lagtolkningsproblemet blir draget till sin spets i det finska språket, eftersom lagstiftaren i SL 29:4 så väl som i SL 39:1 använder samma begrepp – *maksukyvyttömyys* – för att dels (i) beskriva det tillstånd som utgör ett undantag från brottsbeskrivningsenlighet i SL 29:4, dels (ii) beskriva det tillstånd som gäldenären inte får försätta sig i eller förvärta genom sina transaktioner i brottsbeskrivningen i oredlighetsbrottet i SL 39:1. Den identiska begreppsapparaten i den finskspråkiga lagstiftningen ställde därför HD bl.a. inför frågeställningen huruvida samma begrepp kunde tolkas olika, beroende på kontext. Om svaret vore ja, kunde bägge brott samtidigt begås, trots att motsvarande ord har diametralt motsatta funktioner (betalningsoförmåga = skydd mot 29:4 och oredlig = krav för 39:1) i de olika lagrummen. Delar av detta delikata upplägg i fallet går därför förlorat då det redovisas på svenska. Se *Hakamies* 2005 för en mycket ingående kommentar av fallet på finska. Se även *Tapani* 2006 s. 534–541. Se *Sahavirta* 2008 s. 117. Se mera ingående *Sahavirta* 2007 s. 224–225.

men ändå inte vara betalningsoförmögen (*maksukyvytön*) i den bemärkelse begreppet har i SL 29.4. En gäldenär kan alltså välja att underlåta att betala en skatteskuld på grund av andra orsaker än betalningsoförmåga, oberoende av att gäldenärens situation uppfyller obeståndskravet i SL 39.1, d.v.s. att gäldenären inte förmår betala samtliga sina skulder i takt med att de förfaller till betalning. Man kan alltså (enligt HD) samtidigt vara på obestånd (*maksukyvytön*) utan att vara betalningsoförmögen (*maksukyvytön*) (i olika normers bemärkelse, bör tilläggas). Följaktligen kan även bägge brott begås samtidigt. Av bl.a. dessa anledningar ansåg HD att det inte fanns skäl att frångå tidigare praxis gällande tolkningen av begreppet betalningsoförmåga.<sup>328</sup>

Slutsatsen av HD:s argumentation måste således vara att tolkningen av ett och samma begrepp kan variera beroende på kontext utan att detta skulle kränka det krav på rimlig förutsägbarhet *vis-à-vis* lagtolkningsresultatet som legalitetsprincipen uppställer. Än mera nyanserat synes HD anse att det även går att dela upp strafflagen i olika subkontexter som berättigar att samma begrepp tolkas olika i olika rekvisit i strafflagen. Begreppen må alltså vara identiska, men tolkningarna kan variera. Denna slutsats om tillåten tolkning stöds i föreliggande fall ytterligare av det faktum att även tidigare rättspraxis tolkat ifrågavarande begrepp i just skatteförseelseerekvisitet på samma sätt som nu HD gjorde.<sup>329</sup>

I fallet HD 2005:27 bekräftade domstolen sin syn på möjligheten att tillgripa kvalificerad teleologi i straffrättslig lagtolkning. HD uppställde igen sin avvägningsmodell: Den offensiva tolkningen kan motiveras med upprätthållandet av det skyddssyfte som framgår av normen och som eftersträfvats med straffhotet, men tolkningsresultatet måste vara rimligen förutsägbart för gärningsmannen.<sup>330</sup>

Lagtolkningsuppgiften handlade om vad *anordnande av lotteri* omfattar. Frågeställningen var huruvida Åländska Penningautomatföreningen (PAF) (och vissa nyckelpersoner) gjort sig skyldiga till lotteribrott enligt Lotterilagen 6:1.

<sup>328</sup> Se HD 2004:46.

<sup>329</sup> HD uttalade ytterligare att legalitetsprincipen inte ställer något hinder för att precisera och förtydliga omfattningen av en brottsbeskrivning genom tolkning. HD noterade även att detta varit möjligt under EMRK i fallet *S.W. mot Förenade kungariket*. Trots detta valde så vitt jag kan se HD inte att utnyttja denna möjlighet utan vidhöll tidigare praxis, i stöd av vilken i föreliggande fall en fällande dom kunde meddelas. Jag har därför svårt att se syftet med HD:s hänvisning till EMRK. Möjligtvis kan yttrandet läsas som ett påpekande om att till och med när straffhotet är ett synnerligen allvarligt ingrepp i individens integritet (*S.W. mot Förenade kungariket* handlade om lagtolkningen när svarande stod åtalad för våldtäkt inom äktenskapet, vilket i stöd av brittisk sedvanerätt (före det prövande fallet) inte ansågs vara straffbart), har legalitetsprincipen enligt EMRK inte medfört exceptionellt defensiv tolkning utan stundom snarare offensiv tolkning. Läser man hänvisningen på detta sätt bör den tolkas vara ett yttrande om att HD anser sig ha större friheter i den straffrättsliga lagtolkningen än den verkliga utnyttjat sig av i HD 2004:46. Närmare om legalitetsprincipen i EMRK-kontext se III.3.4.

<sup>330</sup> HD 2005:27 punkt 21. Se *Frände* 2008 s. 550.

PAF hade erbjudit ett internetlotteri. Denna tjänst erbjöds tekniskt genom en server som fanns på Åland, och samtidigt administrerades PAF från Åland. Emellertid hade PAF marknadsfört tjänsten i riket och därutöver bl.a. översatt spelet till finska. Frågan gällde om PAF därmed anordnat lotteri i Finland.

HD ansåg att man kunde tolka rekvisitet *anordnande av lotteri* uppfyllt. PAF, som saknade myndighetstillstånd för anordnande av lotteri, kunde dömas för lotteribrott. Nyckeln till HD:s argumentation var ett funktionellt betraktande av skyddssyftet med ifrågasatt norm. Detta syfte tolkade HD vara att upprätthålla begränsningar som skyddar den (exklusiva) rätt som lotterianordnare får genom myndighetstillstånd. Regleringen går ut på att endast den verksamhet för vilken riket beviljat tillstånd skall vara tillåten i riket, medan all annan verksamhet skall vara otillåten.<sup>331</sup>

I fallet HD 2006:99 gällde för HD att tolka begreppet *bryter sig in* i SL 28:2.1,5. Enligt lagstiftningen skall den person som bryter sig in i en bebodd bostad dömas för grov stöld om stölden även som helhet bedömd är grov.

Gärningsmannen hade tillskansat sig ett allmänt nyckelkort i ett hotell och änat tolv hotellrum varav tre hade innehållit sådan värdefull egendom som gärningsmannen hade tagit. Enligt HD utgjorde den normalspråkliga tolkningen av begreppet *bryter sig in* utgångspunkten för bedömningen, men det var möjligt att avvika från betydelsen om begreppet getts en annan vedertagen innebörd. Så var fallet med hänvisning till tidigare rättspraxis och lagstiftningens förarbeten. HD dömde därför gärningsmannen.<sup>332</sup>

HD omfattade således en teleologisk tolkningsmetod utan att dock explicit skriva ut att man utnyttjade skyddssyftet i normen för att uppnå ett omfattande tolkningsresultat.<sup>333</sup> Samtidigt stödde man sig även på en form av historisk-systematisk tolkning.<sup>334</sup>

I fallet 2007:67 bekräftade HD explicit den linje som jag kallat kvalificerat teleologisk. Fallet gällde tolkningen av begreppet *förvärvats*<sup>335</sup> *genom brott*. Be-

<sup>331</sup> *Ibid.* punkt 12–19. Se för en kommentar av fallet *Nuotio* 2007 s. 399–401.

<sup>332</sup> Se HD 2006:99. Se även *Frände* 2008 s. 548–549.

<sup>333</sup> Implicit förefaller nog HD ha uttalat detta, eftersom domstolen motiverade att det faktum att gärningsmannen lyckades ta sig in i bebodda rum gjorde att risken för en konfrontation med den som bebodde rummet ökade, vilket i sin tur motiverade att man ansåg att grov stöld förelåg. HD uttalade heller inte det begränsningskriterium som ofta används för att kvalificera teleologin. Implicit kan dock detta läsas ingå i den utgångspunkt om den tillåtna tolkningens omfattning som HD:s argumentation tar avstamp i.

<sup>334</sup> Se om systematisk tolkning t.ex. *Tapani – Tolvanen* 2008 s. 130–131.

<sup>335</sup> Jfr dock *Frände* 2008 s. 548 som anser att tolkningsfrågan gällde begreppet *anskaffats genom brott*. Jag betonar gärna skillnaden trots att den kan förefalla rätt minimal, eftersom HD i fallet uttryckligen tvingades tolka begreppet och dess omfattning i en legalistisk miljö. Rent språkligt är jag dessutom av den uppfattningen att begreppet *förvärv* har tydligare normativa systematiska röt-

greppet ingick i gärningsrekvisitetet för häleri i SL 32:1, vilket aktualiserades till den del fallet gällde händelserna före 1.4.2003.

Häleri kan typiskt begås så att gärningsmannen säljer egendom som förvärvats (av en annan gärningsman) genom ett tidigare brott (förbrott). Den som t.ex. säljer stöldgods gör sig således skyldig till häleri, eftersom stöldbrottet utgjort det förbrott genom vilket tjuven förvärvat egendom genom att ta den från egendomens rättmätiga ägare. I fallet HD 2007:67 hade egendomen som potentiellt varit föremål för häleri kraftigt samband med ett brott. Däremot var det tänkbart att egendomen inte hade förvärvats genom brottet, eftersom förbrottet varit ett skattebrott, genom vilket förbrottets gärningsman endast undanhållit (uppgifter om) sin egendom, undvikit beskattning och därmed fått behålla (orättmätig) egendom till följd av skattebedrägeriet.

HD motiverade i fallet att det kritiska ledet i normen historiskt och systematiskt tolkats mera omfattande än ifrågavarande ordalydelse möjligtvis *prima facie* kunde tänkas medge. Slutligen presenterade HD sin kvalificerade teleologiformel om att legalitetsprincipen gäller och analogier är förbjudna, men att tolkning är nödvändig och så länge tolkningen överensstämmer med normens skyddsobjekt och är rimligen förutsägbart för gärningsmannen är detta i linje med legalitetsprincipen. För detta fall medförde den kvalificerade teleologin att det inte fanns några hinder för att tolka det kritiska ledet i normen omfatta även skattebedrägeri som förbrott, varför även häleri kunde konstateras eftersom egendom till följd av skattebedrägeriet skulle anses som egendom som förvärvats genom skattebedrägeri.<sup>336</sup>

Det teleologiska i den linje HD omfattade bestod däri att domstolen fastställde normens funktion eller ändamål och lät detta påverka tolkningen av normen. Kvalifikationen bestod däri att det tolkningsresultat som uppkom genom den förutbeskrivna manövern måste anses vara rimligen förutsägbart för svaranden för att kunna accepteras av domstolen. Självfallet kvarstår även framöver problemet i att vid tolkningsoperationen värdemässigt positionera dels normens skyddssyfte (telos), dels begränsningarna (kvalifikationen).<sup>337</sup> Den rimliga förutsägbar-

ter i civilrätten än begreppet *anskaffning*. Den semantiska skillnaden kunde således även tänkas ge utslag i den juridisk-tekniska dimensionen av den tillåtna tolkningen av begreppet *förvärv/anskaffning* enligt legalitetsprincipen.

<sup>336</sup> Se HD 2007:67. Se *Frände* 2008 s. 550. På ett liknande sätt motiverade HD sin tolkning av begreppet *bevismedel* i SL 33:6 i fallet HD 2007:81. I fallet hade gärningsmannen förfalskat signaturen på ett konstverk. Åter presenterades det offensivitetstryck som normens skyddssyfte utgjorde, dessutom presenterades systematiskt-funktionella argument om hur signering av konstverk normativt klassificeras inom immaterialrätten och slutligen presenterades den teleologiska kvalifikationen om att tolkningsresultatet bör vara rimligen förutsägbart för svaranden. Se även *Sahavirta* 2008 s. 118.

<sup>337</sup> På denna punkt bör framhåvas att kvalifikationens yttersta gräns i den kvalificerade teleologin hittills ännu inte har definierats av HD. Det är således tillsvidare normativt svärmeri att tala om att kvalifikationen *rimligen förutsägbart* skulle kvalificera den teleologiska tolkningsmetoden. Så länge allting är rimligen förutsägbart fungerar inte kvalifikationskriteriet som den begränsning det

heten är ju i sig ett värdemässigt något oförutsägbart uttryck. Således förefaller den teoretiska diskussion jag tidigare fört om legalitet och teleologisk metod i straffrätten fortsättningsvis vara av intresse.

## 2.5.4 Sammanfattande analys

Det är inte helt lätt att identifiera sådan regelbundenhet i analyserad rättspraxis som enkelt kunde generaliseras för att låta forma en koherent tolkningsmetod. Prejudikaturen är och förblir kasuistisk och tolkningsavgörandena uppvisar fallspecifika variationer.<sup>338</sup> Men rättspraxis kan ändå analyseras fruktbart genom att man identifierar två konfrontativa aspekter som ges uttryck i avgörandena. Man kan alltså sammanfatta HD:s tolkningspraxis som tvåspårig.<sup>339</sup> Dels existerar det defensiva spåret, där legalitetsprincipiella tankegångar har en större genomslagskraft, dels existerar det offensiva spåret, där legalitetsprincipiella tankegångar har en mindre genomslagskraft.<sup>340</sup> I det senare spåret finns i stället ett ökat utrymme för funktionalistisk argumentation inom ramen för en teleologisk lagtolkningsmetod. Denna teleologiska metod är dock normativt kvalificerad, eftersom ett krav på att tolkningsresultatet skall vara rimligen förutsägbart uppställs.<sup>341</sup>

Det är utmanande att identifiera tydliga regelbundenheter i frågan om val av spår. Trots detta kan följande iakttagelser presenteras. Det defensiva spåret tillgrips ofta utan ingående analytiska avvägningar, eller åtminstone utan öppet redovisade ingående analytiska avvägningar. Defensiviteten utgör då ett slags presumtivt grundläge, som inte synes behöva motiveras detaljerat.<sup>342</sup> Däremot förefaller avvikelser från det defensiva presumtiva grundläget motiveras mera ingående. Då HD utnyttjar en lagtolkningsmetod som är kvalificerat teleologisk har HD för vana (speciellt under senare år) att konstatera att straffrätten ibland

---

bör vara. På denna punkt blir inte rättsläget bättre av att HD väljer det omotiverade defensiva tolkningsspåret då en friande dom meddelas.

<sup>338</sup> Se *Frände* 2008 s. 547. Se även *Tapani – Tolvanen* 2008 s. 127–128 som träffande nog konstaterar att domstolar inte skriver ut vilken tolkningsmetod de tillämpat.

<sup>339</sup> Se *Frände* 2008 s. 544–551 som också utvecklar två linjer i HD:s legalitetsprincipsrelevanta prejudikatur. Enligt mitt förmenande är dock de spår *Frände* iakttar delvis annorlunda än det defensiva respektive offensiva spår jag identifierat.

<sup>340</sup> Det är skäl att med enfass påpeka att de två tolkningsmetodologiska spår jag noterar att förekommer i HD:s rättspraxis i denna avhandling namnges relativt, så att defensiviteten och offensiviteten bör förstås i förhållande till varandra. Samma begreppspår används även vid analysen av den tolkningsmetod Europadomstolen och den tolkningsmetod EG-domstolen använder.

<sup>341</sup> Som tidigare konstaterats har dock HD inte ännu exemplifierat kvalifikationens begränsande verkan.

<sup>342</sup> Praktexemplar på detta tolkningsspår är HD 1999:51. Ett bevis på det faktum att tolkningsspåret inte heller blivit inaktuellt och att två spår således fortsättningsvis existerar är HD 2008:86.



bör tolkas enligt förbudsnormens skyddssyfte (teleologi), men att tolkningsresultatet ändå måste vara rimligen förutsägbart (kvalifikationen).<sup>343</sup>

Den intressanta följdfrågan lyder därför: I vilka fall väljer HD det defensiva respektive det offensiva spåret? Jag har inte kunnat iaktta någon korrelation mellan anklagelsens allvar och spårval. En plausibel tanke hade nämligen varit att tillämpa en accentuerat defensiv tolkningsmetod vid potentiellt tunga ingrepp i individens integritet, medan större offensivt spelrum hade kunnat accepteras vid mindre ingrepp. Jag anser inte att ett sådant samband existerar i de rättsfall jag granskat. Det defensiva spåret förekommer ohejdat även i fall där brottsanklagelsen är förhållandevis ringa,<sup>344</sup> medan det offensiva spåret tillgrips även då tolkningsfrågan kan resultera i förhållandevis allvarliga ingrepp i individens integritet.<sup>345</sup>

Det påstås även ibland att det skulle råda ett samband mellan s.k. ekonomisk kriminalitet och det offensiva tolkningsspåret.<sup>346</sup> Påståendet är problematiskt på två nivåer. För det första är påståendet förhållandevis oprecist, vilket möjliggör en ändamålsbejakande verifiering av påståendet utgående från det empiriska sampel som betraktas. Ekonomisk kriminalitet är oprecist och det förblir oklart vilka brottstyper vilken författare avser då man talar om ekonomisk kriminalitet.<sup>347</sup> Detta möjliggör ett cirkelresonemang där alla rättsfall som lösts genom kvalificerad teleologi anses vara fall med frågeställningar som kan klassas som ekonomisk kriminalitet. Ett sådant resonemang frångår förstås (även ett verifierat) påståendet allt dess systematiska mervärde. För det andra är påståendet något ytligt, eftersom det knappast är det faktum att de tolkade normerna ingår i rekvisit som eventuellt definierats som ekonomisk kriminalitet som gör att rekvi-

<sup>343</sup> Se t.ex. HD 2005:27.

<sup>344</sup> HD 2008:86 utgör på denna punkt ett gott exempel.

<sup>345</sup> HD 2007:67 utgör på denna punkt ett gott exempel.

<sup>346</sup> Se *Tapani – Tolvanen* 2008 s. 122. Se *Lahti* 2004 s. 3–14 där författaren först noterar det problem den öppna definitionen av ekonomisk kriminalitet medför för att sedan förtjänstfullt utveckla en gruppering av ekonomiska brott och undersöka denna grupperings förhållande till straffrättens allmänna läror. Se även *Lahti* 2007 s. 10–15. Se t.ex. *Sahavirta* 2008 s. 115–118. Se *Koponen* 2004 s. 35 som med hänvisning till rättsfallen HD 2000:74, HD 2001:86 och HD 2001:87 påpekar att HD därmed tillämpat en teleologisk lagtolkningsmetod på centrala ekonomiska brott (gäldenärsbrott, bokföringsbrott och skattebrott). Problematiskt i *Koponsens* iakttagelse blir förstås att det fortsättningsvis är öppet vilka brott som skall anses vara ekonomiska brott. Så länge ett teoretiskt försvarbart kriterium inte uppställts för ekonomisk kriminalitet blir tillämpningen av den teleologiska tolkningsmetoden fortsättningsvis kasuistisk. Se *Nuotio* 1995 s. 950–985. Se *Tapani* 2002 s. 939–965.

<sup>347</sup> Se t.ex. *Melander* 2008 s. 250 för samma slutsats. Se t.ex. *Alvesalo* 2006 s. 1–8 för en preliminär begreppsanalys tillämpad på ekonomisk kriminalitet. Se vidare t.ex. *Pirjatanniemi* 2005 a s. 261–282 som argumenterar för att föra in miljöbrotten under den ekonomiska kriminalitetens breda paraply. Se även *Melander* 2008 s. 249–252 för en diskussion om begreppet ekonomisk kriminalitet.

siten potentiellt kunde tolkas mera offensivt. I stället får påståendet implicit anses anföra att det bland de rekvisit som ingår i brott som eventuellt definierats tillhöra den ekonomiska kriminaliteten är förhållandevis frekvent att rekvisiten uttryckts genom lagstiftning som är obestämd eller värdeöppen. Det är i så fall just detta faktum (att normen som tolkas är obestämd eller värdeöppen) som gör ekonomisk kriminalitet till en normmiljö som ofta inbjuder lagtolkaren till en teleologisk lagtolkning av de obestämda eller värdeöppna rekvisiten. Om dock detta påstående accepteras förändras den analytiska länken mellan ekonomisk kriminalitet och teleologisk lagtolkning till ett statistiskt samband. Denna förändring tär på argumentationen om *varför* ekonomisk kriminalitet *borde* tolkas teleologiskt. Samtidigt saknas fortsättningsvis en analys av vilket *telos* normen eftersträvar uppfylla.<sup>348</sup>

Min egen bedömning är därför att det tillsvidare inte finns något analytiskt distinktionskriterium som avgör vilket tolkningsspår HD väljer i respektive fall. Detta påstående stöds i hög grad av det faktum att HD inte motiverar sitt val av tolkningsspår på något sätt samt att HD, för det fallet att (det omotiverade) valet resulterar i det defensiva spåret, mycket knapphändigt presenterar innehållet i det defensiva tolkningsspårets tolkningslära.<sup>349</sup> Däremot förefaller något man i brist på analytiska kriterier kunde betrakta vara en intuitiv linje att vara i vardandet. Enligt denna intuitiva linje skulle det offensiva spåret med den kvalificerade teleologin tillgripas oftare (och mera vidsträckt) vid förhållandevis obestämda eller värdeöppna gärningsrekvisit.<sup>350</sup> Det är inte osannolikt att HD därmed kommer att tillgripa denna intuitiva linje gällande tolkningen av förbudet mot kursmanipulation.

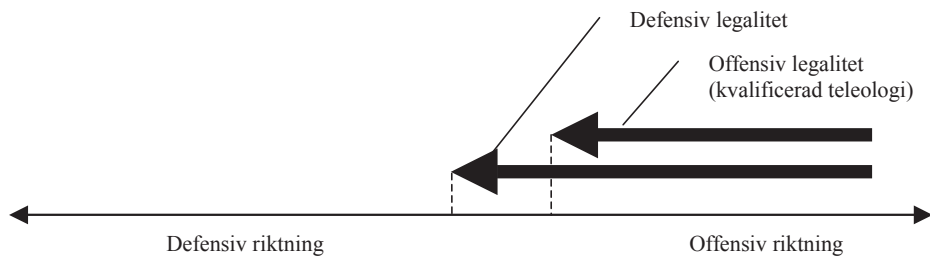
<sup>348</sup> På denna punkt kan direkt konstateras att en obestämd och värdeöppen förbudsnorms *telos* inte rimligtvis kan anses vara att förbjuda brott. Om ett sådant fullständigt skenbart *telos* accepteras utbyts lagtolkningsövningen till ett cirkelresonemang (se *Frände* 2004 s. 58) och den teleologiska lagtolkningsmetoden i straffrätten tillför då den faktiska lagtolkningsproblematiken lika lite mervärde som redan *Thornstedt* 1955 s. 345 och senare *Jareborg* 2001 s. 111 konstaterar den medföra.

<sup>349</sup> Jag saknar således t.ex. en uttalad bedömning av HD om varför HD anser det defensiva spåret tillämpligt alternativt varför HD anser vissa tolkade normer vara obestämda eller värdeöppna på ett sådant sätt som motiverar tillämpandet av kvalificerad teleologi. Samtidigt är det påfallande att HD inte ännu förefaller ha förkastat ett tolkningsresultat för att det skulle ha lett till ett resultat som inte var rimligen förutsägbart. Kvalifikationen står därmed tillsvidare okonkretiserad.

<sup>350</sup> Exempelvis ett mycket typiskt uttryckssätt i lagstiftningen som föranleder en kvalificerad teleologi är det uttryckssätt där en uppräkningslista av falltyper mynnar ut i en generalklausul av typen *andra motsvarande sätt*. Se t.ex. HD 2008:86 där just textmeddelandens hemfridspotential bedömdes mot övriga motsvarande sätt i SL 24:1.1,2. Uttryckssättet är mycket intressant. Jag har tidigare konstaterat att denna typ av generalklausul har en konnotation av inherent obestämthet (se t.ex. SL 17:13.1,1 (se ovan III.2.3)). Så som också påpekats är just detta konkreta motsvarighetsproblem uppenbart i förbudet mot kursmanipulation i VPML 5:12.2,1.



Visualiseringen längs den skala (som i denna del (del III) kontinuerligt kommer att kompletteras) som uttrycker den inherent intressekonflikten i val av lagtolkningsmetod kan för de två spåren av den straffrättsliga legalitetsprincipen gestaltas enligt följande:



---

## 3 Den europeiska människorättskonventionen

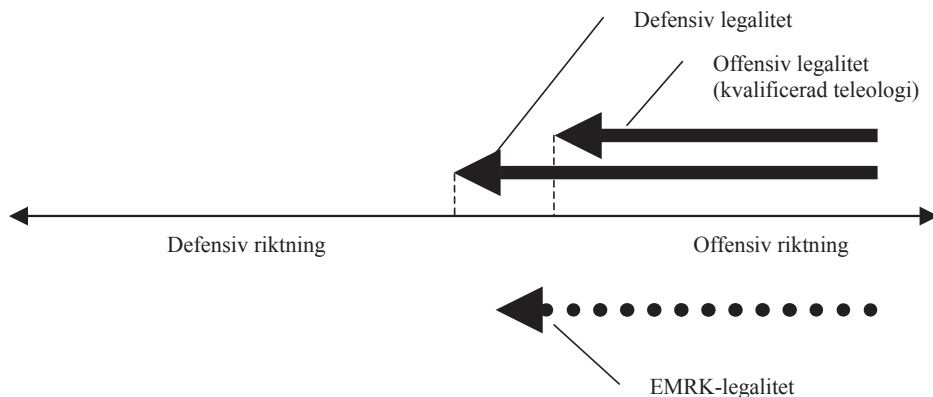
### 3.1 INLEDNING

Denna avhandling syftar till att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Detta kapitel i avhandlingen presenterar den andra defensiva lagtolkningsmetoden som har en beröringspunkt med förbudet mot kursmanipulation för att undersöka hur denna metod påverkar kalibreringen av den metod med vilken förbudet mot kursmanipulation senare skall tolkas.

EMRK-legalitet utgör en europeisk standardisering av en essentiell del av de grundläggande fri- och rättigheter som individer ges i västerländska demokratiska samhällen. Så som nedan skall konstateras påverkar EMRK-legalitet även den lagtolkningsmetod med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas. Jag presenterar och analyserar denna lagtolkningsmetod samt konkretiserar metodens tolkningsstyrande effekt genom att analysera Europadomstolens rättspraxis. Metoden utnyttjas sedan för att kalibrera den metod med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas i den konkretiserande delen av avhandlingen (del IV).

Tillvägagångssättet är följande: För att undersöka hur EMRK-legalitet påverkar tolkningen av förbudet mot kursmanipulation bör först tillämpningsområdet för EMRK-legalitet utstakas. Detta sker genom en granskning av tillämpningen av artikel 6 på de förfaranden i vilka förbudet mot kursmanipulation kan tolkas i Finland. Då tillämpningen har granskats övergår jag till att granska vad som följer av tillämpningen. Detta sker genom att analysera Europadomstolens rättspraxis under artikel 7. Då EMRK-legaliteten fastställts jämförs EMRK-legalitet med straffrättslig legalitet.

Visuellt uttryckt handlar detta kapitel således om att positionera EMRK-legalitet på skalan defensiv–offensiv, d.v.s. på samma skala där jag tidigare positionerat den lagtolkningsmetod som är betingad av den straffrättsliga legalitetsprincipen.



### 3.2 UTGÅNGSPUNKT – EUROPASTANDARDISERING AV INDIVIDENS FRIHET

Konventionen är en konkretisering av de människorättsförpliktelser som Europarådets stadga gav uttryck för. Det ursprungliga utkastet till konventionen innehöll en snäv förteckning över sådana rättigheter som ansågs vara centrala i ett demokratiskt samhälle.<sup>351</sup> Under tidens gång har den förhållandevis snabbt framarbetade konventionen expanderat.<sup>352</sup>

Konventionen är ett instrument som garanterar individerna rättsskydd. Trots detta är konventionen samtidigt en överenskommelse mellan de fördragsslutande parterna, vilken överenskommelse inte syftar till att utställa oinskränkta rättigheter för individer. Detta skapar ett spänningsfält som påverkar konventionens funktion och konventionens tolkning. Enligt här företrätt synsätt utgör konventionen därmed en europeisk minimistandardisering av individens frihet.<sup>353</sup> Detta allmängiltiga uttalande innebär att tolkningen av konventionen i individuella fall kommer att ske genom en tolkningsmetod som är autonom på ett sådant sätt som Europadomstolen väljer att gestalta den.<sup>354</sup>

<sup>351</sup> Se *Pellonpää* 2007 s. 9.

<sup>352</sup> Då Montenegro blev medlem av Europarådet den 11.5.2007 uppgick antalet konventionsstater till 47, samtidigt hade sedan ursprungsversionen av konventionen över dussinet tilläggsprotokoll öppnats för undertecknande av de fördragsslutande parterna. Se *Pellonpää* 2007 s. 12–13.

<sup>353</sup> Se *Johansen* 2008 s. 32. Se *Danelius* 2007 s. 47. Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 5–6.

<sup>354</sup> Om EMRK:s konventionsautonoma tolkning i litteraturen se t.ex. *Pellonpää* 2005 s. 208, *Danelius* 2007 s. 47, *Cameron* 2002 s. 64–65, *van Dijk m.fl.* 2006 s. 516, *Harris m.fl.* 1995 s. 16–17, *Jacobs – White* 1996 s. 28–29 och *Trechsel* 2005 s. 14.

Konkret innebär detta att konventionen bör granskas noggrant för att det skall vara möjligt att precisera den tolkningspåverkan som följer av konventionen. Denna noggranna granskning är emellertid arbetskrävande på grund av den enorma (och ständigt växande) rättspraxis som Europadomstolen producerat. För att förmå analysera Europadomstolens rättspraxis på ett ändamålsenligt sätt skall jag i denna avhandling presentera delar av den omfattande rättspraxis som existerar, samt samtidigt systematisera rättspraxis så att även analytiska slutsatser om konventionens funktion kan dras. I denna tappning ser jag konventionen som en europeisk minimistandardisering av grundläggande fri- och rättigheter. Detta synsätt är även centralt för sättet på vilket jag väljer att använda EMRK-legalitet i min metodkalibreringsuppgift.<sup>355</sup>

Mitt påstående gällande defensiva lagtolkningsmetoders påverkande effekt vid tolkningen av förbudet mot kursmanipulation är därför följande: Den straffrättsliga legalitetsprincipen medför en mera defensiv syn på lagtolkningen än den syn EMRK-legalitet medför. Samtidigt är dock tillämpningsområdet för den straffrättsliga legalitetsprincipen snävare än tillämpningsområdet för EMRK-legalitet. Om mitt påstående stämmer följer av detta att när förbudet mot kursmanipulation tolkas i en straffprocess bör en tolkningsmetod betingad av den straffrättsliga legalitetsprincipen användas, medan när förbudet mot kursmanipulation tolkas i en förvaltningsprocess bör en tolkningsmetod betingad av legalitetsprincipen enligt EMRK artikel 7 användas.

### 3.3 ANKLAGELSE FÖR BROTT – DE TRE ENGELKRITERIERNA SOM RÄTTSLIG RAM

Tillämpningsområdet för EMRK-legalitet definieras enligt artikel 6. Artikel 6 påbjuder förfarandegarantier vid rättsliga förfaranden. Allmänt anses att där förfarandegarantierna äger tillämpning skall också EMRK-legalitet tillämpas.<sup>356</sup> Enligt artikel 6 skall var och en, vid prövningen av hans civila rättigheter och skyldigheter eller vid en anklagelse mot honom för brott, vara berättigad till vissa förfarandegarantier.<sup>357</sup>

<sup>355</sup> Så som nedan skall konstateras förefaller för övrigt även EG-domstolen att betrakta EMRK-legalitet på detta sätt.

<sup>356</sup> Se *Trechsel* 2005 s. 13. Se *Danelius* 2007 s. 294. Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 652–653. Se *Kadelbach* 2006 s. 726 och *Greer* 2006 s. 241. Slutsatsen gäller självfallet endast s.k. kriminalförfaranden, d.v.s. EMRK-legalitet tillämpas om en anklagelse för brott anses föreligga.

<sup>357</sup> Svenska är inte ett officiellt språk enligt EMRK, endast engelska och franska är det. Jag använder därför engelska konventionscitat. *Anklagelse för brott* motsvaras av det engelska begreppet *criminal charges*. EMRK:s engelska originaltext lyder: ”*In determination of his civil rights and*

Europadomstolen har genom en mycket omfattande rättspraxis tolkat vilka nationella förfaranden som enligt konventionsautonom tolkning bör anses utgöra en anklagelse för brott. Europadomstolen tillämpar en konventionsautonom metod som betonar substans framom form vid sin tolkning av EMRK.<sup>358</sup> För att besvara frågan är det därför centralt att bedöma det förfarande som kan aktualiseras i Finland vid brott mot förbudet mot kursmanipulation enligt just Europadomstolens rättspraxis gällande vad som utgör en anklagelse för brott.<sup>359</sup> För att fastställa om EMRK-legalitet bör tillämpas på tolkningen av förbudet mot kursmanipulation övergår jag därför till att granska om de förfaranden som kan följa mot individen vid misstanke om brott mot förbudet mot kursmanipulation bör anses vara en anklagelse för brott i ljuset av Europadomstolens rättspraxis. Om svaret är ja, påverkar EMRK den tolkningsmetod med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas. Om svaret är nej, påverkar EMRK inte den tolkningsmetod med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas.

Europadomstolen har i sin rättspraxis under artikel 6 omfattat ett betraktelsesätt enligt vilket frågan om ett nationellt förfarande är en anklagelse för brott avgörs i stöd av tre kriterier. Dessa tre kriterier kallas allmänt för Engelkriterierna.<sup>360</sup> För det första har den nationella klassifikationen av normen som prövas i förfarandet bedömts. För det andra har den i förfarandet prövade normens karaktär bedömts. För det tredje har syftet med i förfarandet aktualiserad sanktion bedömts.

Eftersom EMRK är ett instrument för minimistandardiseringen av individuella friheter och rättigheter anser jag de tre kriterierna utgöra en systematisk operationalisering av en proportionalitetstankegång. Enligt tankegången ökar individens behov av förfarandegarantier och rättsskydd i takt med att faran för institutionaliserade ingrepp i individens integritet tilltar. Därför operationaliserar Europadomstolen (med hjälp av Engelkriterierna) individens behov av förfaran-

---

*obligations or of any criminal charge against him, everyone is entitled to...*". Jag noterar dock att Pellonpää 2007 s. 460 använder *anklagelse om brott* för att beskriva *criminal charges*.

<sup>358</sup> Se om den konventionsautonoma tolkningen i rättspraxis bl. a. fallen *Campbell och mot Förenta kungariket* p. 68, *Öztürk mot Tyskland* p. 48–50 och *Deweert mot Belgien*, p. 42.

<sup>359</sup> Eftersom två olika förfaranden kan uppkomma i Finland till följd av brott mot förbudet mot kursmanipulation, borde egentligen till följd av den autonoma tolkningen av EMRK bägge förfaranden bedömas i ljuset av konventionen. Det är dock uppenbart att finländska straffförfaranden innebär en anklagelse för brott i konventionshänseende, varför fokus i granskningen kommer att riktas mot det förvaltningsrättsliga förfarandet, som utreder om de administrativa sanktionerna i LOF skall utdömas till följd av brott mot förbudet mot kursmanipulation.

<sup>360</sup> Tredelningen härstammar från fallet *Engel m.fl. mot Nederländerna*, p. 82 och 83. Se *Trechsel* 2005 s. 16, se *Johansen* 2005 s. 320–322. Samma tredelning i strukturen har i värdepappersmarknadsrättslig litteratur följts också av *Eadie* 2001 s. 75, *Lomnicka* 2001 s. 301, *Lau Hansen* 2002 s. 277–279, *Häyrynen* 2006 s. 373–382, *Kurenmaa* 2006 s. 167–168. Se även *Knuts* 2006 s. 822–841.

degarantier och rättsskydd. Man betraktar systematiskt olika dimensioner av faran för ingrepp i individens integritet och bedömer om de extensiva förfarandegarantierna bör tillämpas eller inte. Dessa olika dimensioner hanteras genom de tre Engelkriterierna. De tre kriterierna är därför alternativa och därmed är vart och ett av dem (skilt för sig) en tillräcklig förutsättning för att extensiva förfarandegarantier skall tillämpas på det nationella förfarandet.<sup>361</sup>

### 3.3.1 Den nationella klassifikationen

Det första Engelkriteriet tar fasta på hur förfarandet definieras i nationell rätt (*the classification under national law*). Huvudregeln i klassifikationen av förfarandet i nationell rätt är klar: Det faktum att ett förfarande klassificerats som straffrättsligt i nationell rätt medför redan i sig ett sådant ingrepp i individens integritet att de extensiva förfarandegarantierna enligt EMRK tillämpas på förfarandet.<sup>362</sup> Redan härav följer att den straffrättsliga varianten av brott mot förbudet mot kursmanipulation i Finland ger det nationella förfarandet status av att vara en anklagelse för brott i konventionshänseende.

Det första Engelkriteriet är självfallet ett asymmetriskt kriterium. Lika klar som huvudregeln är därför det faktum att det är fullt möjligt att förfaranden som i nationell rätt klassificerats som icke-straffrättsliga förfaranden i konventionshänseende ändå kan anses vara sådana att de extensiva förfarandegarantierna skall tillämpas.<sup>363</sup> Asymmetrin är en logisk konsekvens av konventionens syfte att skydda individen mot staten. Om gränserna för individens skydd mot staten vore beroende av en rättslig definition, vars utformning staten förfogade över, skulle detta leda till att staten även kunde definiera gränserna för individens

<sup>361</sup> Det bör dock särskilt påpekas att Europadomstolen under senare år ibland avvikit från sitt synsätt på kriterierna som varandras alternativ. I dessa fall har Europadomstolen granskat kriterierna kumulativt och gjort en helhetsbedömning på basis av granskningen. Denna kumulativa metod har domstolen utnyttjat i fall där det på basis av den alternativa metoden varit svårt att fatta ett avgörande. Se t.ex. *Kadubec mot Slovakien* p. 51: "This alternative approach does not exclude that a cumulative approach may be adopted where the separate analysis of each criterion does not make it possible to reach a clear conclusion as to the existence of a 'criminal charge'". Se vidare *Bendonoun mot Frankrike* p. 47 och *Garyfallou AEBE mot Grekland* p. 33. För övriga fall med kumulativ metod se bl.a. *Air Canada mot Förenade kungariket* p. 52 och *Deweere mot Belgien* p. 46. Se även *Pellonpää* 2005 s. 386. Se vidare *Johansen* 2005 s. 314–320.

<sup>362</sup> Se *Engel m.fl. mot Nederländerna* p. 80. Se vidare t.ex. *van Dijk m.fl.* 2006 s. 543–554, *Johansen* 2005 s. 320 och *Trechsel* 2005 s. 18.

<sup>363</sup> Europadomstolen använder ett ordval enligt vilket den nationella klassificeringen anses ha endast ett relativt värde, se *Kadubec mot Slovakien* p. 51: "The indications furnished in domestic law of the respondent state have only a relative value." Se vidare *Cambell och Fell mot Förenade kungariket* p. 70.

skydd mot staten.<sup>364</sup> För att besvara frågan om det förvaltningsrättsliga förfarandet, där de administrativa sanktionerna för brott mot förbudet mot kursmanipulation utdöms, bör anses utgöra en anklagelse för brott i konventionshänseende är det således skäl att granska de två kvarvarande Engelkriterierna närmare.

### 3.3.1.1 Normens karaktär

Det andra Engelkriteriet tar fasta på en analys av den i förfarandet prövade normens karaktär (*the nature of the offence*).<sup>365</sup> Trots att en viss begreppsförvirring råder i rättspraxis gällande det andra Engelkriteriet,<sup>366</sup> och trots att alternativa strukturer för systematiseringen av rättspraxis presenterats,<sup>367</sup> förefaller det andra Engelkriteriet ta fasta på vilka straffrättsliga karakteristika den prövade normen uppvisar.<sup>368</sup> Objekt för Europadomstolens analys i detta led är således inte gärningen som eventuellt brutit mot normen, utan den norm, som gärningen eventuellt brutit mot.<sup>369</sup>

Johansen har utfört en finförgrenad analys av dessa straffrättsliga karakteristika som kan ingå i normen och som då får normen att framstå som straffrättslig i konventionshänseende.<sup>370</sup> Av analysen framgår att Europadomstolens rätts-

<sup>364</sup> Se Trechsel 2005 s. 15: "The court will not accept any 'tricks' a domestic legislator could be tempted to try in order to avoid the application of Article 6." Se även Pellonpää 2005 s. 211 som ser just definitionen genom tolkning av *anklagelse för brott* som ett exempel på en sådan autonom konventionstolkning som leder till ett effektivt skydd av individuella friheter och rättigheter.

<sup>365</sup> Se Engel m.fl. mot Nederländerna p. 82: "The very nature of the offence is a factor of greater import."

<sup>366</sup> Se t.ex. Johansen 2005 s. 322 som påpekar att detta andra Engelkriterium av domstolen ibland kännetecknas av formuleringen "the nature of the measure" i t.ex. *Malige mot Frankrike* p. 39 och *Blokker mot Nederländerna*, ibland av "the nature of the conduct" i t.ex. *Janosevic mot Sverige* p. 68, ibland av "the nature of the proceedings" i t.ex. *Phillips mot Förenade kungariket* p. 33, ibland av "the character of the proceedings" i *Benham mot Förenade kungariket* p. 56 samt även av "the charge" i *Brown mot Förenade kungariket*.

<sup>367</sup> Se t.ex. Pellonpää 2005 s. 385 som talar om "teon laatu erityisesti suhteessa rangaistuksen laatuun" (gärningens natur speciellt i förhållande till straffets natur [min övers]). Asp 1998 s. 323 talar om brottets natur, med vilket i och för sig innehållsmässigt förefaller avses karaktären av den norm som definierar vad som utgör brott.

<sup>368</sup> Se van Dijk m.fl. 2006 s. 543–545, se Trechsel 2005 s. 20, se Grabenwarter 1997 s. 91.

<sup>369</sup> Detta kan tyckas vara en distinktion som inte medför särdeles mycket mera än lite extra juristeri, men *de facto* förefaller även distinktionen uttrycka en för konventionen typisk skiljelinje mellan å ena sidan nationella angelägenheter och å andra sidan konventionsangelägenheter. I denna konstellation är frågeställningen som gäller gärningen en nationell angelägenhet och den hanteras av nationella domstolar som upptar bevisning och fastställer den rättsliga identifikationen av gärningen i fallet. Den nationella domstolen tillämpar sedan en norm på gärningen. Normen är en del av det nationella rättssystemet och har i sin tur en relation till konventionen. Om normen uppvisar straffrättsliga karakteristika tillämpas artikel 6 på det nationella förfarandet som tillämpar normen, som gärningen brutit mot.

<sup>370</sup> Se Johansen 2005 s. 296–368.

praxis tagit fasta på en uppsjö av olika karakteristika vid bedömningen av det andra Engelkriteriet. Bl.a. har man således fäst uppmärksamhet vid om normen uttryckts med hjälp av straffrättslig terminologi,<sup>371</sup> om normen har ett obegränsat nedslagsfält<sup>372</sup> och om normen har ett uttalat skuldkrav.<sup>373</sup> Därtill har även domstolen tidvis analyserat den aktualiserade (nationellt sett icke-straffrättsliga) normens koppling till straffrätt. Som referenspunkt vid bedömningen av kopplingen har man både använt den nationella straffrätten och en allmän europeisk straffrätt, d.v.s. en gemensam minimistandard för de länder som ratificerat konventionen.<sup>374</sup>

Europadomstolens rättspraxis under artikel 6 är numera exceptionellt omfattande.<sup>375</sup> Detta försvårar avsevärt en uttömmande systematisering av alla straffrättskarakteristika som kan påverka bedömningen av det andra Engelkriteriet. Rättspraxis är till denna del även förhållandevis fragmenterad,<sup>376</sup> inte minst till följd av heterogen nationell lagstiftning som senare prövats i Europadomstolen. Detta leder till att jag väljer att presentera blott några centrala faktorer som Europadomstolen valt att uppmärksamma inom ramen för analysen av straffrättskarakteristika under det andra Engelkriteriet. De valda faktorerna, normens nedslagsfält, normen och skulden samt normens koppling till straffrätt tillämpar jag senare.

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

<sup>371</sup> Se Johansen 2005 s. 323–324.

<sup>372</sup> Se Johansen 2005 s. 327–332.

<sup>373</sup> Se Johansen 2005 s. 325–327.

<sup>374</sup> Se Trechsel 2005 s. 15 som betonar hela den konventionsautonoma tolkningen av artikel 6 som ett medel för Europadomstolen att etablera en gemensam europeisk plattform för nivån av människorättsskyddet. Se även Johansen 2005 s. 333–336 för en jämförelse mellan en nationell referenspunkt och en gemensam europeisk referenspunkt vid bedömning av straffrättskarakteristika.

<sup>375</sup> Se t.ex. Greer 2006 s. 75. Se även för en statistisk sammanfattning nedan III.3.4.2.

<sup>376</sup> Se Trechsel 2005 s. 29 som uttrycker detta med att konstatera: "The discussion of the case-law on the characteristics of a 'criminal' charge has shown that the case-law itself does not excel in clarity and simplicity."



Detta kriterium anses ofta inta vågmästarrollen vid distinktionen mellan disciplinära, icke-straffrättsliga förfaranden och straffrättsliga förfaranden.<sup>377</sup> Så är fallet t.ex. vid sanktionsnormer som endast aktualiseras vid yrkesgruppers representanters överträdelser av yrkesgruppens beteendenormer. Föremål för bedömning har t.ex. varit disciplinära förfaranden mot soldater,<sup>378</sup> disciplinära förfaranden mot präster,<sup>379</sup> disciplinära förfaranden mot läkare,<sup>380</sup> och disciplinära förfaranden i anslutning till rättegångar.<sup>381</sup>

Således har Europadomstolen – utan att kräva att de extensiva förfarandegarantierna tillämpas – t.ex. godkänt användandet av disciplinära straff för upprätthållandet av ordningen inom militära styrkor.<sup>382</sup> Vidare har Europadomstolen ansett att ett rättegångsbiträde kan tillrättavisas för sitt beteende genom att påföra biträdet vissa avgifter utan extensiva förfarandegarantier.<sup>383</sup> I andra fall har Europadomstolen däremot ansett extensiva förfarandegarantier tillämpliga eftersom normerna i fråga i praktiken inte begränsats till en viss grupp av potentiella normöverträdare.<sup>384</sup>

Sammanfattningsvis kan konstateras att det faktum att en norm har ett begränsat nedslagsfält och därmed inte anses riktad mot en obegränsad krets av potentiella gärningsmän kan göra att den i konventionshänseende behandlas som en icke-straffrättslig norm. Förfaranden där överträdelsen av denna norm prövas anses då inte utgöra en anklagelse för brott. Någon automatik existerar dock inte på denna punkt.<sup>385</sup>

(ii) *Normen och skulden.* Ofta anses att normer som omfattar ett skuldkrav göra att förfaranden där en sådan norm behandlas bör omfatta extensiva förfaran-

<sup>377</sup> En liknande slutsats gör *van Dijk m.fl.* 2006 s. 543–545. Se även *Johansen* 2005 s. 331–332. Se *Trechsel* 2005 s. 29–30 som förespråkar att alla sanktionsförfaranden presumtivt bör anses falla under artikel 6, medan undantag kunde upprätthållas för disciplinära förfaranden som gäller vissa grupper av subjekt, som t.ex. på grund av sin samhällsliga ställning i sin verksamhet bör upprätthålla en högre etisk standard än den som generellt råder i samhället.

<sup>378</sup> Se *Engel m.fl. mot Nederländerna* och *Brown mot Förenade kungariket*. För en mera ingående kommentar av fallet se *Kiiski* 2006 s. 178–181.

<sup>379</sup> Fall 21283/93 (*Förenade kungariket*), se även *Pellonpää* 2005 s. 387.

<sup>380</sup> Se *Diennet mot Frankrike*.

<sup>381</sup> Se *Kyprianou mot Cypern*.

<sup>382</sup> Se *Engel m.fl. mot Nederländerna*.

<sup>383</sup> Se *Ravnsborg mot Sverige*. Jfr dock *Kyprianou mot Cypern*.

<sup>384</sup> Se *Öztürk mot Tyskland*, *Weber mot Schweiz* och *Demicoli mot Malta*. För sammanfattande slutsatser i litteraturen se t.ex. *van Dijk m.fl.* 2006 s. 544–554, *Danelius* 2007 s. 151–157, *Harris m.fl.* 1995 s. 167–171 och *Trechsel* 2005 s. 28–29.

<sup>385</sup> Se *Asp* 1998 s. 325 som mycket riktigt kritiserar detta gränsdragningskriterium ur en mera materiell straffrättslig synvinkel eftersom många brott kan begås av enbart personer i en viss position, trots att förbudsnormen *potentially effects the whole population*. *Asps* slutsats är därför att kriteriet inte skall tillämpas som ett antingen-eller-kriterium utan snarare som ett mera-eller-minde-kriterium: ju mera begränsad kretsen av potentiella normöverträdare är desto större är möjligheten att förbudsnormen är av icke-straffrättslig karaktär.

degarantier.<sup>386</sup> Ofta anses skuldkravet vara ett uttryck för att den sanktion som utdöms korrelerar med skulden. Normöverträdelsen leder då till en avskräckande eller bestraffande sanktion.<sup>387</sup> Denna koppling anser Europadomstolen vara karakteristisk för straff.<sup>388</sup> Därför föranleder sanktioner av detta slag att extensiva förfarandegarantier tillämpas. Jag återkommer nedan till det analytiska innehållet i kriteriet avskräckande och bestraffande i den form det representerar det punitiva elementet i en sanktion, till följd av en överträdelse av en norm med ett skuldkrav.

(iii) *Normens koppling till straffrätt.* Europadomstolen har i rättspraxis stundom ägnat uppmärksamhet åt normens övriga straffrättskopplingar. Denna underkategori kan delvis ses som ett generalklausulsaktigt äss att dra ur ärmen, då någon form av ospecificerad *spillover*-effekt från den nationella straffrätten bemittlar ett, nationellt sett, icke-straffrättsligt förfarande. Detta utgångsläge ominnetgör i det närmaste möjligheterna att uppställa en systematik för detta underkriterium.<sup>389</sup> Däremot kan nog exempel anges där just denna straffrättskoppling verkar ha resulterat i att fallet ansetts sortera under artikel 6. Nyligen genomförd nationell avkriminalisering har därför lett till att – avkriminaliseringen till trots

<sup>386</sup> Se t.ex. *Öztürk mot Tyskland* p. 53, *Lauko mot Slovakien* p. 58, *Malige mot Frankrike* p. 35. Se också *Ziliberg mot Moldavien* p. 33, där Europadomstolen konstaterade: "The Court reiterates that a punitive character is the customary distinguishing feature of criminal penalties."

<sup>387</sup> Se *Asp* 1998 s. 328, *Cameron* 2002 s. 85, *van Dijk m.fl.* 2006 s. 548–554 och *Kiiski* 2006 s. 177. Det förefaller vara något av en smaksak att antingen välja att betona skuldkravet vid analysen av normen där skuldkravet ingår (det andra Engelkriteriet), eller att välja att betona ett avskräckande och bestraffande straff vid analysen av sanktionen (det tredje Engelkriteriet). Till syvende och sist handlar det om olika led av samma tankeoperation som uttrycker den proportionalitet mellan gärning och följd som anses vara karakteristisk för straffrätt. Här företräds den systematiseringsmodell som tar fasta på skuldkravet som en del av normen, eftersom en sådan systematisering ligger närmare den vedertagna synen på brottsbegreppet i straffrätt – där endast existerande (och uppfyllt) skuldkrav berättigar till utsvävningar kring sanktioner (och deras karaktär). Se även *van Dijk m.fl.* 2006 s. 543–554 som bryter ut *the purpose of the penalty* ur *the nature of the offence*, men ändå betraktar sanktionens syfte under det andra Engelkriteriet, inte under det tredje Engelkriteriet som definieras som *the nature and the severity of the penalty*.

<sup>388</sup> *Bendenoun mot Frankrike* p. 47: "Secondly, the tax surcharges are intended not as pecuniary compensation for damages but essentially as a punishment to deter reoffending." Samma slutsats gjordes beträffande det svenska skattetillägget i fallen *Janosevic mot Sverige* och *Västberga Taxi Aktiebolag och Vulic mot Sverige* p. 68: "the present tax surcharges are not intended as pecuniary compensation for any costs that may have been incurred as a result of the taxpayer's conduct. Rather the main purpose of the relevant provisions on surcharges is to exert pressure on taxpayers to comply with their legal obligation and to punish breaches of those obligations. The penalties are thus both deterrent and punitive. The latter is the customary distinguishing feature of a criminal penalty." Se även *Pellonpää* 2005 s. 390.

<sup>389</sup> Se dock *Johansen* 2005 s. 334–342 som gör ett försök till systematisering. *Johansen* kan på denna punkt kritiseras för att göra systematiken så finförgrenad att den slutligen närmast innehåller ett kasuistiskt fall per systematisk kategori. Generaliseringseffekten uteblir.

– den avkriminaliserade normen ansetts vara av straffrättslig karaktär.<sup>390</sup> En motsvarande smitta kan en icke-straffrättslig norm även få av andra konventionsstaters val att kriminalisera ett särskilt förfarande.<sup>391</sup> På denna punkt betonas således konventionens roll som garant för en sameuropeisk minimistandard av rättskydd.<sup>392</sup> En liknande smitta kan uppstå om den icke-straffrättsliga normen har en motsvarighet i straffrätten, så att det existerar ett slags dubbelnorm.<sup>393</sup>

### 3.3.1.2 Sanktionens natur och magnitud

Det tredje Engelkriteriet – *the (natur and)*<sup>394</sup> *degree of severity of the penalty*<sup>395</sup> tar strikt tolkat fasta på en analys av rättsföljden som uppkommer till följd av en normöverträdelse. En sanktions natur är det kvalitativa uttrycket för det ingrepp i individens integritet sanktionen utgör. Den kvalitativa bedömningen gäller på vilket sätt sanktionen påverkar individen. Här har rättspraxis gjort en klar första indelning mellan sanktioner som är frihetsberövande och sanktioner utan frihetsberövande verkan. För sanktioner som är frihetsberövande är praxis tämligen entydig. Förfaranden som leder till frihetsberövande sanktioner bör ses som en anklagelse för brott.<sup>396</sup> Det omvända gäller inte: Icke-frihetsberövande sanktioner utesluts inte från gruppen av sanktioner som är resultatet av förfaranden som klassificeras som en anklagelse för brott.<sup>397</sup> Avgörande för klassifikationen har heller inte varit det faktum att en utdömd sanktionsavgift inte ens kunnat förvandlas till ett frihetsberövande straff.<sup>398</sup>

En sanktions magnitud är det kvantitativa uttrycket för det ingrepp i individens integritet som sanktionen utgör. Den kvantitativa bedömningen gäller hur myck-

<sup>390</sup> Se *Öztürk mot Tyskland*.

<sup>391</sup> Se t.ex. *Weber mot Schweiz* och *Maaoui mot Frankrike*.

<sup>392</sup> Se *Kyrianou mot Cypern* p. 37 där den ifrågasvarande normen konstaterades vara straffrättslig i övriga konventionsstater, Cypern undantaget.

<sup>393</sup> Se *Campbell och Fell mot Förenade kungariket*. Se vidare *Johansen* 2005 s. 340–342.

<sup>394</sup> Se *Engel m.fl. mot Nederländerna* p. 82. I Engelfallet hänvisade Europadomstolen uttryckligen endast till *the degree and severity of the penalty*. Sedermera har dock Europadomstolen förhållandevis konsekvent gått in för en mera omfattande formulering uttryckt genom *the nature and degree of severity of the penalty*.

<sup>395</sup> Se t.ex. *Öztürk mot Tyskland* p. 50 och *Lutz mot Tyskland* p. 54. Se vidare *Johansen* 2005 s. 350 och *Trehse* 2005 s. 22.

<sup>396</sup> Se *Danielius* 2007 s. 151–152, *van Dijk m.fl.* 2006 s. 548–554, *Pellonpää* 2005 s. 386. Tilläggas bör att regeln inte är undantagslös. Kortvarigt frihetsberövande kan ibland exkluderas från tillämpningsområdet.

<sup>397</sup> Det finns många fall där sanktionsavgifter ansetts utgöra en anklagelse för brott. Se t.ex. *Bendenoun mot Frankrike* och *Janosevic mot Sverige*. Se även *Siitari-Vanne* 2005 s. 507–525 om just skattetillägget.

<sup>398</sup> Se t.ex. *Janosevic mot Sverige* p. 69 och *Ziliberg mot Moldavien*, där domstolen konstaterar att: "However, even if the fine could not have been converted into imprisonment in his case, that would not have been decisive for the classification of an offence as 'criminal' under Article 6".

et sanktionen påverkar individen. Här har Europadomstolen tagit i betraktande både den faktiska strängheten av en sanktion och den hypotetiska strängheten, d.v.s. den strängaste tänkbara sanktion som kunde utdömas.<sup>399</sup> Vid bedömningar av den faktiska strängheten i sanktionsavgifter har Europadomstolen ibland ansett att även förhållandevis små avgifter resulterar i den klassifikation som påkallar extensiva förfarandegarantier. Man har då betonat att även relativt lindriga sanktioner (det tredje Engelkriteriet) inte frångår normen dess straffkaraktäristika (det andra Engelkriteriet).<sup>400</sup>

### 3.3.1.3 Analytiska slutsatser om anklagelse för brott

Asp har utförligt analyserat straffrättskaraktäristika enligt EMRK.<sup>401</sup> Enligt undersökningen är det i sista hand rättsföljdens, d.v.s. sanktionens, klandrande karaktär som är det utslagsgivande elementet vid klassifikationer av förfaranden som en anklagelse för brott. Det som å sin sida gör att en sanktion har en klandrande karaktär är upprätthållandet av ett krav på skuld som en förutsättning för sanktionen. För att en sanktion skall kunna anses ha en klandrande karaktär fordras alltså att sanktionen utdelas för att förmedla budskapet om att någon hålls ansvarig för det som skett.<sup>402</sup> Den är då avskräckande och bestraffande. Samtidigt bör också beaktas hur strängt det materiella ingreppet sanktionen utgör är.<sup>403</sup> På samma grund, men delvis genom annorlunda systematisering, fastslår Trechsel att det entydigt är det andra Engelkriteriet som är det väsentliga vid helhetsbedömningen.<sup>404</sup>

Ovan presenterad rättspraxis (också rättspraxis som tillkommit sedan *Asps* analys 1998) ger ingen anledning att betvivla slutsatsen. Tvärtom förefaller nyare rättspraxis i fråga om skattetilläggen i olika konventionsstater understödja

<sup>399</sup> Se t.ex. *Trechsel* 2005 s. 22–27.

<sup>400</sup> *Ziliberg mot Moldavien* p. 34: "The Court reiterates that the lack of seriousness of the penalty at stake cannot deprive an offence of its inherently criminal character." Därefter fastslog domstolen att denna regel dock inte skulle tillämpas på fallet, eftersom klaganden hotades av en straffavgift som uppgick till en summa som motsvarade 60 % av klagandens månadslön medan abstrakt straffmaximum låg på nästan det tredubbla. Prövade sanktion saknade inte tyngd. *Ziliberg* dömdes alltså inte till ett lindrigt straff. Det säger sig självt att storleken av nominella beloppet inte i sig kan vara avgörande, men bevisligen har Europadomstolen (*Ziliberg mot Moldavien*) konstaterat att ett faktiskt belopp som motsvarade € 3,17 var tillräckligt för att konstituera en anklagelse för brott. Se *Pellonpää* 2005 s. 391 (speciellt not 485) för en observation om att rättsläget i någon mån är öppet beträffande hur små sanktionsavgifter som kan anses utgöra en anklagelse för brott.

<sup>401</sup> Se *Asp* 1998 s. 363–397.

<sup>402</sup> Se *Asp* 1998 s. 380.

<sup>403</sup> Se *Asp* 1998 s. 381.

<sup>404</sup> I det andra Engelkriteriet ingår i Trechsels systematik ett krav på skuld. Se *Trechsel* 2005 s. 29–30. Se även *Johansen* 2005 s. 325–327.

tänkesättet att sanktionens klandrande karaktär som avspeglar ett skuldkrav i normen blir avgörande för definitionen av en anklagelse för brott.<sup>405</sup> Detta kan ses som ett uttryck för att proportionalitetsmekanismen mellan brott och straff ytterst definierar straffrätt i konventionshänseende.<sup>406</sup>

I tillägg till skuldkravet i normen (som i denna systematik ingår i det andra Engelkriteriet) kan under det tredje Engelkriteriets sanktionsbedömningar vissa analytiska slutsatser dras. Dessa slutsatser gäller standarden för bedömningen av sanktionens karaktär. På denna punkt verkar domstolen utgå ifrån att standarden för bedömningen av sanktionsingreppets karaktär sätts enligt individen i fråga (eller åtminstone individens gelikar). I den stora och heterogena sanktionsflora som förekommer i Europa blir således graderingen av karaktären i sanktionen proportionell mot hur allvarligt sanktionen slår mot den sanktionerade (eller åtminstone den sanktionerade individtypen).<sup>407</sup>

Mot bakgrunden av detta har *Lau Hansen* analyserat sanktioner i värdepappersmarknadskontext.<sup>408</sup> Sanktioner ger negativ offentlighet. *Lau Hansen* anser den negativa offentligheten vara ett allvarligt ingrepp i integriteten för aktörer på värdepappersmarknaden. Detta motiverar omfattande förfarandegarantier. *Lau Hansen* får till denna del läsas förfäktat en argumentation där just informationsflödet till följd av *disclosure*-filosofin i värdepappersmarknadskontext gör att gott renommé betonas som en del av individernas integritet, värd att värna om. *Lau Hansen* anser också *naming and shaming* eller skampåleprincipen<sup>409</sup> vara en vanlig sanktionsteknik inom marknadsrätten och anser denna sanktionsmodells klandrande karaktär vara uppenbar.<sup>410</sup> Betoningen av den negativa offentligheten gör att *Lau Hansens* modell får prägel av att vara särskilt tillämplig på sådana subjekt som har ett accentuerat behov av ett obefläckat rykte. Modellen greppar således värdepappersmarknadsaktörers kontext väl.<sup>411</sup> Där ett obefläckat rykte är

<sup>405</sup> Se t.ex. *Ziliberberg mot Moldavien*. Se även *Jussila mot Finland*.

<sup>406</sup> Jag ser heller inte *Asps* slutsats ifrågasatt för att flera fall rörande skattetillägg klassificerats som en anklagelse för brott, trots att skattetilläggen saknat det klandrande element som skuldkravet, d.v.s. kravet på uppsåt eller vållande, traditionellt uttryckt. T.ex. i *Janosevic mot Sverige* p. 68 konstaterar Europadomstolen: "However, the lack of subjective elements does not necessarily deprive an offence of its criminal character; indeed, criminal offences based solely on objective elements may be found in the laws of the Contracting States." Se också *Salabiaku mot Frankrike* p. 27. Också här är det avgörande kriteriet således asymmetriskt.

<sup>407</sup> Se *Trechsel* 2005 s. 28 som för fram att sanktionerna analyseras enligt om de "...have such importance for the person concerned that they call for qualified judicial protection". Se som ett ytterlighetsexempel *Ziliberberg mot Moldavien*, där sanktionsavgiften 3,17 euro ansågs vara allvarlig, eftersom den utgjorde en ansevärd del av *Ziliberbergs* månadslön.

<sup>408</sup> Se *Lau Hansen* 2002 s. 265–296.

<sup>409</sup> Begreppet härstammar från *af Sandeberg* 2002 s. 58.

<sup>410</sup> Se *Lau Hansen* 2002 s. 273.

<sup>411</sup> Som en historisk kuriositet kan London Stock Exchanges vapen från 1923 med mottot "*Dictum Meum Pactum*" (*my word is my bond*) nämnas. Detta bekräftar den traditionella brittiska synen att

speciellt viktigt för individen, är samma individ extra utsatt i förfaranden som kan föranleda befläckt rykte. Då bör denna individ åtnjuta extensiva förfarandegarantier i just detta förfarande. Jag diskuterar modellen närmare nedan då jag besvarar frågan om artikel 6 bör tillämpas på det finländska förvaltningsrättsliga förfarande där brott mot förbudet mot kursmanipulation prövas.

### 3.3.2 Bör artikel 6 tillämpas på den administrativa varianten av förbudet mot kursmanipulation?

#### 3.3.2.1 De administrativa sanktionerna

Brott mot förbudet mot kursmanipulation kan i Finland (i tillägg till straff) sanktioneras genom administrativa sanktioner.<sup>412</sup> Sedan 8.4.2009 innehåller LOF regler om ordningsavgift (39), offentlig anmärkning (40), offentlig varning (41) och påföljdsavgift (42).<sup>413</sup> För den som brutit mot förbudet mot kursmanipulation kan offentlig anmärkning, offentlig varning och påföljdsavgift komma i fråga. Nu bör därför granskas om de administrativa sanktionerna som kan följa av brott mot förbudet mot kursmanipulation bör anses vara sådana att artikel 6 tillämpas på det finländska förfarande där brott mot förbudet mot kursmanipulation behandlas.

Offentlig anmärkning kan tilldelas tillsynsobjekt<sup>414</sup> som uppsåtligt eller av oaksamhet utfört gärningar i strid med bestämmelser om finansmarknaden eller i strid med föreskrifter som meddelats med stöd av bestämmelserna. Offentlig anmärkning kan således tilldelas personer som bryter mot förbudet mot kursmanipulation i VPML på något annat sätt än vad som föreskrivs i SL 51:3. Sanktionsformen är emellertid subsidiär, eftersom den endast skall tillgripas när gärningen är sådan att ingen annan (strängare) sanktion skall tillämpas.<sup>415</sup>

---

inte alls dela ut institutionaliserade sanktioner av numera använt slag. I stället fungerade konsekvenserna av aktörernas förlorade rykte eller svikna löften som det avskräckande hot som fick aktörer att avstå från lagvidrigt beteende.

<sup>412</sup> Implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet i Finland utökade den sanktionsflora som kan användas för att beivra normöverträdelser på värdepappersmarknaden. Således gick Finland in för att skapa ett (tydligt) dubbelspårigt sanktionssystem där ett straffrättsligt och ett förvaltningsrättsligt spår ingår. Finlands val avvek på denna punkt från t.ex. Sveriges och Danmarks val. Se nedan IV.2.2.

<sup>413</sup> Se RP 137/2004 s. 80–85. Se *Karjalainen m.fl.* 2008 s. 424–427. Se *Häyrynen* 2006 s. 346. Se *Knuts* 2006 s. 838–839.

<sup>414</sup> Antecknas kan att personkretsen som kan tilldelas offentliga anmärkningar inte är begränsad till det värdepappersmarknadsrättsligt definierade begreppet *tillsynsobjekt*. Således kan även andra personer än tillsynsobjekt som är verksamma på finansmarknaden tilldelas offentliga anmärkningar. Se *Häyrynen* 2006 s. 356.

<sup>415</sup> Se *Knuts* 2006 s. 838.



Offentlig varning kan tilldelas samma subjekt som ovan om den utförda gärningen anses vara fortgående eller upprepad eller annars så klandervärd att en offentlig anmärkning inte kan anses vara tillräcklig. Den offentliga varningen anses således vara en strängare sanktion än den offentliga anmärkningen.<sup>416</sup>

Utöver den offentliga anmärkningen och den offentliga varningen kan numera även Finansinspektionen ålägga aktörer att betala en påföljdsavgift till följd av t.ex. brott mot förbudet mot kursmanipulation i VPML. Påföljdsavgiften är dock ett komplement till den offentliga varningen. Den kan således endast utdömas i tillägg till en offentlig varning. Så bör ske om gärningen är fortlöpande, upprepas eller sker planmässigt eller annars är så klandervärd att den offentliga varningen inte ensam kan anses tillräcklig.<sup>417</sup>

### 3.3.2.2 En anklagelse för brott?

Jag har ovan presenterat artikel 6 samt analyserat Engelkriterierna, med vilkas hjälp Europadomstolen bedömer ifrågavarande artikels tillämplighet. Som en följd av det första Engelkriteriet (och dess asymmetriska natur) är det inledningsvis uppenbart att brott mot förbudet mot kursmanipulation i straffrättslig tappning alltid leder till att artikel 6 tillämpas. Analysen förflyttas därmed till brott mot förbudet mot kursmanipulation i förvaltningsrättslig tappning. Jag analyserar därför om det förvaltningsrättsliga förfarandet som kan resultera i en administrativ sanktion för brott mot förbudet mot kursmanipulation bör anses vara en anklagelse för brott enligt artikel 6.

Det saknas ett entydigt svar på frågan om det finländska förvaltningsrättsliga förfarandet där administrativa sanktioner utdöms är sådant att artikel 6 bör tillämpas.<sup>418</sup> Europadomstolen har inte besvarat frågan. Forskningsresultat i Finland tar inte entydigt ställning till huruvida förfarandet för utdömandet av de administrativa sanktionerna bör anses vara en anklagelse för brott. Inom littera-

<sup>416</sup> Se Häyrynen 2006 s. 358.

<sup>417</sup> Påföljdsavgiften åläggs sedan den 8.4.2009 av Finansinspektionen. Beslutet kan överklagas hos Helsingfors förvaltningsdomstol. Påföljdsavgiftens kvantitativa latitud uppgår för juridiska personer till högst € 200 000 och för fysiska personer till högst € 10 000.

<sup>418</sup> Finländsk lagstiftning har inte tagit ställning till frågan. Antecknas kan att den nationella lagstiftaren på grund av det första Engelkriteriets asymmetriska natur inte heller uttömmande kan ta ställning till frågan. Det genomfördes dock vissa lagstiftningsåtgärder i samband med införandet av de administrativa sanktionerna, något som kan tolkas vara ett ställningstagande för att man försökt leva upp till de krav på förfarandet för utdelandet av sanktionerna som EMRK ställer vid en anklagelse för brott. Speciellt grundlagsutskottets behandling av RP 137/2004 i GrUU 4/2005 påpekade och ändrade rättssäkerhets- och därmed grundlagsvidriga förslag om besvärsväg för den som blivit påförd en påföljdsavgift. Detta kan ses som ett uttryck för säkerställandet av förfarandegarantier vid påförandet av administrativa sanktioner. Det är inte otänkbart att detta till och med kunde påverka Europadomstolens bedömning. Helt klart är dock att frågan inte besvarats uttömmande genom detta.

turen förefaller *Häyrynen* försiktigt förespråka att åtminstone det förfarande som leder till en påföljdsavgift delvis är en anklagelse för brott.<sup>419</sup> Däremot torde förfarandet gällande den offentliga varningen och den offentliga anmärkningen enligt *Häyrynen* inte utgöra en anklagelse för brott. I denna fråga ser han den offentliga varningen och anmärkningen snarare uppfylla de kriterier som ställts på preventiva och varnande sanktioner.<sup>420</sup> Även *Kurenmaa* förefaller förfäktat samma åsikt som *Häyrynen*, även om hans ståndpunkt möjligtvis kan läsas som ett något starkare ställningstagande för att förfaranden som leder till en påföljdsavgift bör anses vara en anklagelse för brott.<sup>421</sup>

I stöd av analysen av Europadomstolens rättspraxis anser jag det vara helt klart att en anklagelse för brott föreligger när ett förfarande som kan resultera i de administrativa sanktionerna prövas på grund av påstått brott mot förbudet mot kursmanipulation.<sup>422</sup>

Eftersom *påföljdsavgiften* endast kan utdömas som ett komplement till den offentliga varningen bör denna helhet granskas integrerat. Denna helhet (offentlig varning och påföljdsavgift) uppfyller det andra och det tredje Engelkriteriet.<sup>423</sup>

Med stöd av det andra Engelkriteriet kan konstateras att kretsen av potentiella gärningsmän är obegränsad vid fall av brott mot förbudet mot kursmanipulation som kan leda till offentlig varning och påföljdsavgift.<sup>424</sup> Normens nedslagsfält är således obegränsat.<sup>425</sup> Dessutom är det uppenbart att sanktionen bör anses vara bestraffande och avskräckande på ett sätt som är proportionellt i förhållande till

<sup>419</sup> Se *Häyrynen* 2006 s. 379. *Häyrynen* är mycket försiktig i sitt ställningstagande och konstaterar: ”*Esimerkiksi seuraamusmaksua voidaan ainakin osittain luonnehtia myös rangaistuksenluonteiseksi seuraamukseksi.*” (Exempelvis påföljdsavgiften kan åtminstone delvis också klassificeras som en påföljd av straffkaraktär [min övers.]). Speciellt när påföljdsavgiften fastställs mot en privatperson verkar *Häyrynen* tydligare ta ställning för att påföljdsavgiften sorterar under EMRK. Däremot anser *Häyrynen* att påföljdsavgiftens ringa storlek talar för att kriteriet anklagelse för brott inte uppfylls.

<sup>420</sup> *Ibid.*

<sup>421</sup> *Kurenmaa* 2006 s. 167. Det förblir i någon mån oklart vad *Kurenmaa* avser med ”*Ratan nykyisin käytössä oleva maksuseuraamus*”, vilken *Kurenmaa* ser falla under en anklagelse för brott. Påföljdsavgiften utdömdes då *Kurenmaa* författade detta av marknadsdomstolen, varför det är oklart om Finansinspektionen då förfogade över avgiften, medan ordningsavgiften var sådan som Finansinspektionen förfogade över. Av sammanhanget att döma syftar *Kurenmaa* dock på påföljdsavgiften. Sedan 8.4.2009 har Finansinspektionen befogenheten att ålägga personer att betala påföljdsavgiften.

<sup>422</sup> Jag har tidigare anfört min preliminära ståndpunkt i *Knuts* 2006 s. 839–841. Rättspraxis som tillkommit efter denna preliminära ståndpunkt, samt sättet på vilket rättspraxis kan systematiseras bekräftar min preliminära ståndpunkt.

<sup>423</sup> Således är det endast det första Engelkriteriet som inte uppfyllts, eftersom varken påföljdsavgiften eller den offentliga varningen klassificerats som straffrätt i den finländska (nationella) lagstiftningen.

<sup>424</sup> Se t.ex. gällande gärningsmannakretsen analysen av gärningsrekvisitet i IV.4.2.1.1.

<sup>425</sup> Se även till denna del särskilt *Jussila mot Finland* p. 38: ”*It [the Court] is not persuaded by the Government’s argument that VAT applies to only a limited group with a special status: as in the*



det skuldkrav som normen omfattar. Dels är den offentliga varningen och påföljdsavgiften klandrande eftersom gärningsmannen förutsatts ha överträtt gärningsrekvisitet (förbudsnormen) uppsåtligen eller av oaktsamhet.<sup>426</sup> Dels är sanktionen proportionell.<sup>427</sup> Fascinerande nog är kravet på proportionalitet i sanktionen i det undersökta fallet dessutom ett måste, eftersom ett EG-rättsligt krav ställts på de administrativa sanktionerna som introducerats vid implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet. I marknadsmissbruksdirektivet artikel 14, med stöd av vilket de administrativa sanktionerna införts, stadgas:

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

Detta intressanta rättsläge gör att medlemsstater, däribland Finland, tvingas navigera mellan Skylla (EG-domstolen) och Karybdis (Europadomstolen). Antingen följer man marknadsmissbruksdirektivet och inför sanktioner som är effektiva, proportionerliga och avskräckande, i vilket fall det synes otrovärdigt att i en process om Engelkriterierna inför Europadomstolen anföra att sanktionerna inte är effektiva, proportionerliga och avskräckande. Eller så följer man inte marknadsmissbruksdirektivet och inför inte sanktioner som är effektiva, proportionerliga och avskräckande, i vilket fall man inför Europadomstolen åtminstone kunde försöka argumentera för att Engelkriterierna inte uppfyllts. Men följer man inte marknadsmissbruksdirektivet är det uppenbart att EG-domstolen vid en klander-talan mot Finland skulle komma att reagera på missimplementeringen, varför denna taktik sannolikt inte är hållbar i längden.

Slutligen är förbudet mot kursmanipulation (normen) straffrättsligt besmittad på flera olika sätt. Normanatomiskt finns som bekant endast en unison förbudsnorm i VPML 5:12 som äger tillämpning oberoende av vilket av två alternativa spår som väljs. En betydande konnexitet mellan dessa två varianter (straffrättslig och administrativ) uppstår därmed. Historiskt sett ingick dessutom (väsentliga delar av)

---

*previously mentioned cases, the applicant was liable in his capacity as a taxpayer. The fact that he opted for VAT registration for business purposes does not detract from this position.”*

<sup>426</sup> Överträdelsen bör dock ha skett på ett annat sätt än något av dem som stadgas i SL. Som ovan konstaterats är ju de administrativa sanktionerna i det förvaltningsrättsliga spåret subsidiära i förhållande till det straffrättsliga alternativet. Till normens karaktär hör således ett entydigt skuldkrav.

<sup>427</sup> Normöverträdelsens art, omfattning och planmässighet, den vinning som eftersträvats genom förfarandet och den skada som den åsamkat skall beaktas vid fastställandet av påföljdsavgiftens storlek.

denna förbudsnorm tidigare i SL, men förflyttades till VPML den 1.7.2005.<sup>428</sup> I ett europastandardiserat (komparativt) perspektiv kan dessutom noteras att andra länder med mycket nära rättskulturellt släktskap i förhållande till Finland, valt att sanktionera överträdelser av förbudet mot kursmanipulation uteslutande straffrättsligt. Jämfört med Danmark och Sverige uppstår då en besmittningseffekt.<sup>429</sup>

I tillägg till detta kan under det tredje Engelkriteriet fastslås att den kombinerade sanktionens natur eller magnitud också synes tillräcklig för att uppfylla det tredje Engelkriteriet. Trots att påföljdsavgiften inte kan konverteras till ett frihetsberövande straff erkänner Europadomstolens rättspraxis att en anklagelse för brott ändå kan föreligga.<sup>430</sup> Trots att magnituden i påföljdsavgiften rimligtvis måste relateras till betalningsförmågan hos de bestraffade, verkar ändå magnituden vara helt tillräcklig i ljuset av rättspraxis för att extensiva förfarandegarantier bör tillämpas på det förfarande där sanktionerna kan utdömas.<sup>431</sup>

Avslutningsvis är offentlighetsaspekten i den offentliga varningen ett tilläggsargument för att kombinationssanktionen kvalitativt sett bör ses som ett allvarligt ingrepp i individens integritet. Då framför allt kärngruppen av potentiella normbrytare, aktiva aktörer på värdepappersmarknaden – t.ex. investerare, emittenter och emissionsinstitut – är särskilt beroende av obefläckat rykte för sin verksamhet<sup>432</sup> motiverar offentligheten i sanktionen extensiva förfarandegarantier.<sup>433</sup>

<sup>428</sup> Se t.ex. *Öztürk mot Tyskland*. Trots denna avkriminalisering kunde Europadomstolen ändå tänkas reagera på detta och tillmäta avkriminaliseringen en besmittningseffekt *vis-à-vis* straffrättskaraktäristika.

<sup>429</sup> Se t.ex. *Öztürk mot Tyskland* p. 53.

<sup>430</sup> Se ovan t.ex. *Janosevic mot Sverige* och *Ziliberg mot Moldavien*.

<sup>431</sup> Se ovan *Bendenoun mot Frankrike*, *Janosevic mot Sverige*, *Västberga Taxi Aktiebolag och Vulic mot Sverige* och *Ziliberg mot Moldavien*. Jfr dock *Morel mot Frankrike*. Viktigare är dock att betona att sanktionens magnitud av Europadomstolen ofta förklarats vara ett kriterium som inte kan fränta en avskräckande och bestraffande sanktion dess avskräckande och bestraffande karaktär. Se *Ziliberg mot Moldavien* p. 34.

<sup>432</sup> På grund av begränsat utrymme kan betydelsen av ett obefläckat rykte för aktörer på värdepappersmarknaden inte beskrivas ingående. Uppenbart är dock att t.ex. processer där emissionsinstitut, d.v.s. investeringsbanker, verifierar information (börsintroduktioner, aktieemissioner) i hög grad är processer där investeringsbankens goda rykte är centralt. T.ex. *Gilson – Kraakman* 1984 s. 613–620 frekvent citerade teori om marknadseffektivitet ser investeringsbankernas viktigaste roll vara att agera inhyrd garant för kvaliteten i information vid transaktioner. Emittenten av värdepapper utnyttjar investeringsbankens rykte för att sänka informationskostnaderna för potentiella köpare av de emitterade värdepappren. Denna trovärdighetgaranti för informationen ser *Gilson – Kraakman* vida överträffa den marknadseffektivitetsnytta ansvarslagstiftning (straffansvar och skadeståndsansvar) medför. Därmed är det investeringsbankens rykte som i första hand är det investeringsbanken lever av. ”In essence, the investment banker rents the issuer its reputation [...]. Moreover, because the investment banker, unlike the issuer, is certain to be a ‘repeat player’ in the capital markets, there are no final period problems to dampen the signal of value.” *Ibid.* s. 620. Se även *Stigler* 1961 s. 224.

<sup>433</sup> Man kan till och med hävda att den negativa offentlighet en offentlig varning innebär för många värdepappersmarknadsaktörer är en mycket större belastning än påföljdsavgiften. Det är heller inte

Om offentlig varning och påföljdsavgift är ett klart fall är en intressantare fråga hur enbart en självständig offentlig varning, utdömd utan kompletterande påföljdsavgift, skall bedömas i ljuset av Europadomstolens rättspraxis. Jag är redo att anse att även ett förfarande där endast en offentlig varning utdöms påkallar extensiva förfarandegarantier enligt artikel 6. Så vitt jag kan se påverkar inte en utebliven påföljdsavgift de analytiska argumenten för extensiva förfarandegarantier. Normens karaktär (det andra Engelkriteriet) påverkas inte.<sup>434</sup> Sanktionens natur och magnitud (det tredje Engelkriteriet) ändras knappast heller.<sup>435</sup>

Vad gäller den offentliga anmärkningen är det inte heller alls uteslutet att de extensiva förfarandegarantierna bör tillämpas. Tvärtom torde Europadomstolen i stöd av ovan presenterad argumentation anse att artikel 6 bör tillämpas även på förvaltningsrättsliga förfaranden där offentliga anmärkningar utdöms.<sup>436</sup>

Eftersom artikel 6 därmed tillämpas på det finländska förvaltningsrättsliga förfarande till följd av vilket en sanktion för brott mot förbudet mot kursmanipulation kan utdömas, påverkar EMRK även metoden med vilken förbudet mot kursmanipulation tolkas. Således tillämpas artikel 7 i EMRK på tolkningen av förbudet mot kursmanipulation även i sådana fall där den straffrättsliga legalitetsprincipen inte tillämpas för att normen som tolkas inte nationellt betraktat är straffrättslig. Då nu tillämpningsområdet för EMRK-legalitet positionerats övergår jag till att granska hur defensiv denna EMRK-legalitet är. Jag fastställer alltså EMRK-legalitetens tolkningskalibrerande effekt då förbudet mot kursmanipulation tolkas.<sup>437</sup>

---

långsökt att anta att den negativa offentligheten kan få direkta konsekvenser för emittentens värdepapperskurs i form av utebliven likviditet på grund av ett uteblivet intresse för värdepapper emitterade av emittenter med dubiöst rykte. Dessutom kan den offentliga varningen leda till och utnyttjas i olika civilprocesser där skadeståndstalan förs mot emittenten och innebär således en negativ konsekvens även på detta sätt.

<sup>434</sup> Försättningsvis är normens nedslagsfält obegränsat. Försättningsvis innehåller normen ett skuldkrav och försättningsvis besmittas normen av straffrätten i form av ”dubbelförbudsnormen” i VPML 5:12.2,1–4.

<sup>435</sup> Även en självständig offentlig varning bör läsas som ett svar på EG-rättens krav på att införa åtgärder som är effektiva, proportionella och avskräckande. Dessutom kvarstår försättningsvis det offentliga klander den offentliga varningen uppfattas förorsaka den individ (fysisk eller juridisk person) som tilldelas den offentliga varningen.

<sup>436</sup> Framför allt det faktum att förbudsnormen försättningsvis är samma ”dubbelförbudsnorm” i VPML 5:12.2,1–4 i kombination med det faktum att även den offentliga anmärkningen är offentlig gör att det finns mycket goda argument för att en anklagelse för brott föreligger i konventionshänseende då brott mot förbudet mot kursmanipulation granskas inom ramen för en finländsk förvaltningsrättslig process.

<sup>437</sup> Det är klart att det faktum att EMRK tillämpas på de administrativa sanktionerna också får andra konsekvenser än de som berör lagtolkningsproblematiken enligt artikel 7 i EMRK. T.ex. följer av EMRK att reglerna i tilläggsprotokoll 7 artikel 4.1 om *ne bis in idem* tillämpas. Se för denna frågeställning *Häyrynen* 2006 s. 377 och *Knuts* 2006 s. 841–851.

## 3.4 LEGALITETSPRINCIPEN ENLIGT EMRK ARTIKEL 7 OCH DESS TOLKNINGSKALIBRERANDE EFFEKT

### 3.4.1 Positionering av beståndsdelarna i EMRK-legalitet

Artikel 7 i EMRK förbjuder straff utan lag:

1. Ingen får fällas till ansvar för någon gärning eller underlåtenhet som vid den tidpunkt då den begicks inte utgjorde ett brott enligt nationell eller internationell rätt. Inte heller får ett strängare straff utmätas än som var tillämpligt vid den tidpunkt då brottet begicks.
2. Denna artikel skall inte hindra lagföring och bestraffning av den som gjort sig skyldig till en handling eller underlåtenhet som vid den tidpunkt då den begicks var brottslig enligt de allmänna rättsprinciper som erkänns av civiliserade stater.<sup>438</sup>

Första stycket i artikel 7 uttrycker ett krav på att bestraffning måste ske i stöd av lag. Vidare framgår av artikelns ordalydelse att den förbjuder retroaktiv strafflagstiftning. Det anses dock generellt att artikel 7 inte begränsar sig till det som framgår av konventionstexten, utan att artikeln på ett mera allmänt plan uttrycker en legalitetsprincip.<sup>439</sup> Därför har artikel 7 tolkats uttrycka även ett förbud mot obestämdhet i den norm som beskriver det förbjudna och ett analogiförbud *in malam partem*.<sup>440</sup> Numera anses härav även följa en allmän restriktivitetsprincip vid tolkning av straffföreskrifter.<sup>441</sup> Artikel 7 uttrycker alltså en legalitetsprincip som formellt betraktat innehåller samma normativa beståndsdelar som den straffrättsliga legalitetsprincipen i finländsk straffrätt innehåller.<sup>442</sup>

<sup>438</sup> På engelska stadgas i artikel 7 om ”No punishment without law: 1 No one shall be held guilty of any criminal offence on account of any act or omission which did not constitute a criminal offence under national or international law at the time when it was committed. Nor shall a heavier penalty be imposed than the one that was applicable at the time the criminal offence was committed. 2 This article shall not prejudice the trial and punishment of any person for any act or omission which, at the time when it was committed, was criminal according to the general principles of law recognised by civilized nations”.

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

<sup>440</sup> Se t.ex. *Kadelbach* 2006 s. 725 och *van Dijk m.fl.* 2006 s. 652. Se även *Pellonpää* 2005 s. 437–438, *Danelius* 2007 s. 292 och *Asp* 2002 s. 268.

<sup>441</sup> Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 652 som talar om en tredje princip myntad av Europadomstolen. Se även *Kadelbach* 2006 s. 725.

<sup>442</sup> Se ovan III.2 för en presentation av legalitetsprincipens beståndsdelar.

Den centrala frågeställningen är därför att jämföra defensiviteten i legalitetsprincipen enligt EMRK med defensiviteten i den straffrättsliga legalitetsprincipen. Det faktum att bägge principer innehåller samma normativa beståndsdelar besvarar nämligen inte frågan om defensiviteten i de tolkningsmetoder som följer av principerna gestaltas på samma sätt materiellt betraktat.<sup>443</sup> Tillvägagångssättet är därför, då den straffrättsliga legalitetsprincipens defensivitet tidigare positionerats, att i det följande undersöka defensiviteten i legalitetsprincipen enligt EMRK. Därefter jämförs defensiviteten i de två varianterna av legalitetsprincipen sinsemellan. Åter riktas fokus på den pragmatiska skepnaden av legalitetsprincipen uttryckt genom analogiförbudet kopplat till förhållandevis obestämda eller värdeöppna rekvisit, d.v.s. sådana rekvisit som förbudet mot kursmanipulation ovan konstaterats vara.

### 3.4.2 Positionering av Europadomstolens rättspraxis

Rent allmänt kan konstateras att Europadomstolens rättspraxis angående artikel 7 är förhållandevis begränsad.<sup>444</sup> Antalsmässigt är rättspraxis gällande artikel 7 inte omfattande jämfört med t.ex. rättspraxis gällande artikel 6.<sup>445</sup> Vidare kan allmänt konstateras att Europadomstolen i de fall som behandlat artikel 7 förhållandevis sällan funnit att det prövade fallet brutit mot konventionen. Dessutom kan enkelt konstateras att antalet, omfattningen och djupet av rättsvetenskapliga

<sup>443</sup> Se även HD 2008:105 där HD i punkterna 10–12 presenterar legalitetsprincipen genom att först hänvisa till EMRK artikel 7 (punkt 10), därefter till GL 8 (punkt 11) och sist till SL 3:1 (punkt 12). Det är skäl att återkomma till den analytiska frågeställning som denna parallellhänvisningsteknik ger upphov till.

<sup>444</sup> Trots att rättspraxis är förhållandevis begränsad har jag valt att begränsa min analys till rättsfall som Europadomstolen tagit upp till prövning. Således analyserar jag inte fall som förklarats vara uppenbart ogrundade (*manifestly ill-founded*) vilket lett till att de inte prövats (*inadmissible*). Avgränsningen kan tyckas självklar. Det är dock skäl att påpeka att beslutet att inte pröva fall med stöd i artikel 35(3) (vilket ofta är fallet) fattas till följd av en beslutsprocess som *de facto* prövar fallet. Således är det faktum att ett fall konstaterats vara uppenbart ogrundat med stöd i artikel 35(3) ett fall där Europadomstolen utfört en (viss grad av) materiell prövning. Se *Pellonpää* 2007 s. 158–159. Dessutom händer det att finländsk rättslitteratur hänvisar till denna typ av uppenbart ogrundade fall (jag har dock inte kunnat notera att man skulle uppmärksamma denna centrala omständighet vid hänvisningar). Se t.ex. *Tapani – Tolvanen* 2008 s. 117 som noterar bl.a. *Laukkanen och Manninen mot Finland* och *Delbos m.fl. mot Frankrike*. I bägge fall var klagandens påstående om kränkning av artikel 7 uppenbart ogrundat.

<sup>445</sup> Se *Greer* 2006 s. 75. Enligt av *Greer* uppsatt tabell var antalet konstaterade kränkningar av artikel 6 mellan åren 1999 och 2005 sammanlagt 3127, varav visserligen rättegångens längd förorsakade konstaterande av kränkning i 1993 av fallen. Motsvarande antal kränkningar av artikel 7 mellan åren 1999 och 2005 var 9. Av tabellen framgår inte hur fördelningen mellan artikel 7(1) och 7(2) utföll, en snabbsökning i databasen *hudoc* gör gällande att majoriteten av kränkningarna gällde förbudet mot retroaktivitet i artikel 7(2), vilket inte är av intresse här.

analyser gällande artikel 7 bleknar i jämförelse med rättsvetenskapliga alster om artikel 6.<sup>446</sup>

Artikel 7 ges en prominent plats i det konventionsenliga rättssystemet för skyddet av individens fri- och rättigheter.<sup>447</sup> Prominensen består bl.a. däri att EMRK inte enligt artikel 15 erkänner en möjlighet till avsteg från artikel 7. Således är artikel 7 icke relativt ens under krig eller andra extraordinära förhållanden.<sup>448</sup> Europadomstolen har preciserat syftet med artikel 7. Således är syftet med artikel 7 att upprätthålla ett essentiellt skydd mot arbiträra åtal, arbiträra domar och arbiträrt bestraffande.<sup>449</sup>

Legalitetsprincipens tolkningspåverkande effekt preciseras i Europadomstolens rättspraxis genom att man artikulerar krav på att individer med stöd av ordalydelsen i förbud bör kunna utreda vilket beteende som enligt *lagen* kan medföra straffansvar.<sup>450</sup> Defensiviteten i detta normativa krav relativiseras dock av att Europadomstolen accepterar att individen ibland måste förlita sig på nationella domstolars tolkning av *lagen*.<sup>451</sup> Ibland betonas att juridisk sakkunskap gällande innehållet i *lagen* bör inhämtas för att man skall kunna begripa vad som egentligen är förbjudet.<sup>452</sup>

<sup>446</sup> Den finländska rättsvetenskapen är förhållandevis begränsad vad gäller systematiseringar av artikel 7. Jag räknar främst *Pellonpää* 2007 s. 477–483 och *Tapani* 2006 s. 333–351 som bidrag till jurisprudensen om artikel 7. Artikel 6 har å sin sida behandlats betydligt mera ingående och dessutom i tillämpade former. Framför allt *Ervo* 2005 och *Pellonpää* 2007 s. 362–476 är några exempel. *Kurenmaa* 2006 s. 159–170, *Häyrynen* 2006 s. 370–382 och *Knuts* 2006 s. 831–841 är exempel på rättsvetenskapliga analyser av artikel 6 tillämpade på värdepappersmarknadsrätt.

<sup>447</sup> Se t.ex. *S.W. mot Förenade kungariket* p. 34: "The guarantee enshrined in Article 7 (art. 7), which is an essential element of the rule of law, occupies a prominent place in the Convention system of protection [...].” Se *Kononov mot Lettland* p. 113. Se även *Kadelbach* 2006 s. 732.

<sup>448</sup> Se *Kononov mot Lettland* p. 113. Se t.ex. *van Dijk m.fl.* 2006 s. 1068.

<sup>449</sup> Se *S.W. mot Förenade kungariket* p. 34: "It [article 7] should be construed and applied, as follows from its objective purpose, in such a way as to provide effective safeguards against arbitrary prosecution, conviction and punishment.” Se *Kononov mot Lettland* p. 113. Se även *Kadelbach* 2006 s. 725.

<sup>450</sup> Se *Kononov mot Lettland* p. 114. Se *Achour mot Frankrike* p. 33. Se t.ex. *Kadelbach* 2006 s. 732.

<sup>451</sup> Se *S.W. mot Förenade kungariket* p. 35. Se *Kokkinakis mot Grekland* p. 22. Se *Radio France m.fl. mot Frankrike* p. 20. Se *Kononov mot Lettland* p. 114. Se *Achour mot Frankrike* p. 32: "It follows that offences and the relevant penalties must be clearly defined by law. This requirement is satisfied where the individual can know from the wording for the relevant provision and, if need be, with the assistance of the courts' interpretation of it, what acts and omissions will make him criminally liable.”

<sup>452</sup> Se *Grigoriades mot Grekland* p. 11 där domstolen uttrycker att individen även bör ta till juridisk rådgivning för att utreda innehållet i normen. Se *Kononov mot Lettland* p. 114. Anmärkningsvärt är dessutom att Europadomstolen här introducerar en förhöjd utredningsplikt för subjekt som agerar professionellt. Se *Baum* 2003 s. 43–44 som konkluderar att detta leder till ett heterogent rättskydd. Se även *Kadelbach* 2006 s. 732 som konstaterar att kraven på tillgänglighet, klarhet och förutsägbarhet dock inte utesluter användningen av generaliserade kategorier, vaga rättsliga begrepp och presumtioner i normer, vars överträdelse medför straff.



Vidare relativiseras defensiviteten i detta krav för att legalitetsprincipen obehindrat skall fungera i *common law*-kontext, där skriften strafflagstiftning inte nödvändigtvis existerar.<sup>453</sup> Europadomstolen pragmatiserar därför tolkningen av artikel 7 så att den utsträcker tolkningen av *lag* i artikel 7 till att omfatta såväl skriften lag som oskriven lag.<sup>454</sup> Denna relativiserande pragmatisering balanseras emellertid av en tillgänglighetskvalifikation som gäller den rättskälla enligt vilken någon bestraffas. Rättskällan, vare sig den är skriften eller oskriven, måste vara tillgänglig för individen. Tillgänglighet innebär i detta sammanhang att även den oskrivna regeln måste kunna identifieras av individen för att inte tillämpningen av den oskrivna regeln skall komma som en överraskning som inte är förenlig med förutsägbarhetskravet i legalitetsprincipen.<sup>455</sup> Av tillgänglighet i vid bemärkelse följer även ett implicit minimikrav på innehållsmässig bestämdhet.<sup>456</sup>

Språklig osäkerhet och behovet av att anpassa rätten efter samhällsutvecklingen är de främsta argumenten mot upprätthållandet av en strikt defensiv legalitetsprincip i Europadomstolens praxis.<sup>457</sup> Följaktligen erkänns öppet att även den tydligaste normen, till och med inom straffrätten, måste vara föremål för judiciell tolkning.<sup>458</sup> Denna tolkning ses således ha som uppgift att dels klargöra den obestämda eller öppna normen,<sup>459</sup> men dels även att anpassa normer efter

<sup>453</sup> Se Kadelbach 2006 s. 724–725.

<sup>454</sup> Denna omfattande definition av *lag* förekommer även i övrigt i Europadomstolens rättspraxis. Jag tänker framför allt på tolkningen av t.ex. *in accordance with the law* (artikel 9(2)) eller *prescribed by law* (artikel 10.2). Fransk konventionstext använder för övrigt kategoriskt *prevue par la loi* för engelskans bägge uttryck. Dessa kriterier medger undantag från respektive huvudrättigheter i artikel 9 och 10, men förutsätter alltså att undantaget dokumenterats så att det kan anses vara lagenligt. I dessa fall har Europadomstolen också omfattat en mycket omfattande tolkning av *lag*. Se t.ex. *Sunday Times*-fallet där engelsk domstol med hänvisning till (den oskrivna) *common law*-rättsfiguren *contempt of courts* förbjöd *Sunday Times* att publicera en artikel om talidomidskandalen. Grunden för att tillämpa *contempt of courts* var att artikeln ansågs påverka den pågående rättegången. På frågan om denna *contempt of courts*-rättsfigur, som inskränkte yttrandefriheten i artikel 10 var *prescribed by law* svarade Europadomstolen ja, men myntade det innehållsmässigt dubbla kravet på att en sådan sedvanerättslig rättsfigur måste vara tillgänglig och tillräckligt bestämd för att uppfylla den omfattande definitionen på *lag*. Se Kadelbach 2006 s. 730. Se vidare Pellonpää 2005 s. 223–224. Se även *van Dijk m.fl.* 2006 s. 336–350.

<sup>455</sup> Se *S.W. mot Förenade kungariket* p. 36.

<sup>456</sup> Se Pellonpää 2005 s. 224.

<sup>457</sup> Se Koponen 2004 s. 38 fotnot 116. Exakt samma argument torde gälla i förhållande till en nationell legalitetsprincip. Avgörande blir därför *hur* man avväger argumenten. Se Frände 1989 s. 223–224 som uppställer en dubbel jämförelse och förespråkar defensiviteten.

<sup>458</sup> Se *S.W. mot Förenade kungariket* p. 36. Se även *Kokkinakis mot Grekland* p. 40. Se *Cantoni mot Frankrike* p. 31. Se *Kononov mot Lettland* p. 114.

<sup>459</sup> Europadomstolen benämnde tidigare denna uppgift *elucidation*. Se t.ex. *S.W. mot Förenade kungariket* p. 36. Se även *Karademirci m.fl. mot Turkiet* p. 39. Rent semantiskt kunde då möjligtvis *elucidation* snarare ha ansetts betyda att *förtydliga* varför en distinktion i förhållande till *interpretation* – att tolka – kunde påstått ha uppstått. En sådan distinktion förefaller emellertid konstlad

förändrade samhälleliga omständigheter.<sup>460</sup> Denna tolkningsmetod används även i straffrätten förutsatt att resultatet av tolkningen är i enlighet med essensen av förbudet som tolkades och kan anses rimligen förutsägbart.<sup>461</sup>

Den konkreta avvägningen av argument för och emot upprätthållandet av en strikt defensiv legalitetsprincip sker i Europadomstolens praxis inom ramen för konkreta bedömningar av olika fall av nationell härkomst.<sup>462</sup> Bland offensiv rättspraxis i Europadomstolen kan således nämnas de frekvent citerade<sup>463</sup> brittiska äktenskapliga våldtäktsfallen.<sup>464</sup> Europadomstolen ansåg i fallen att en nationell vägran att tillämpa det ansvarsfriskrivande undantag äktenskaplig immunitet utgjort i *common law* i inomäktenskapliga våldtäktsfall innebar ett lagtolkningsresultat som domstolen ansåg vara rimligen förutsägbart. Detta trots att äktenskaplig immunitet av hävd gällt i nationell rättspraxis och vägran att tillämpa det ansvarsfriskrivande undantaget därmed ledde till fällande dom.<sup>465</sup>

---

mot bakgrunden av (den stundom bristande) precisionen i Europadomstolens rätt allmänna analyser av legalitetsprincipens innehåll. Intressant är därför även att notera att Europadomstolen själv förefaller ha övergett begreppet *elucidation* i nyare rättspraxis och i stället (dessvärre inte helt konsekvent) ersatt begreppet med *judicial interpretation*. Se *Kononov mot Lettland* p. 114: "However clearly drafted a legal provision may be, in any system of law, including criminal law, there is an inevitable element of judicial interpretation."

<sup>460</sup> Se *S.W. mot Förenade kungariket* p. 36. Se även *Karademirci m.fl. mot Turkiet* p. 39. Se *Kononov mot Lettland* p. 114.

<sup>461</sup> Se *Grigoriades mot Grekland* p. 37: "The Court reiterates that, according to its case-law, the relevant national law must be formulated with sufficient precision to enable the person concerned – if need be with appropriate legal advice – to foresee, to a degree that is reasonable in the circumstances, the consequences which a given action may entail." Se även *Karademirci m.fl. mot Turkiet* p. 40. Se *Grigoriades mot Grekland* p. 37. *Radio France m.fl. mot Frankrike* p. 20. Se *Cantoni mot Frankrike* p. 29. Se *Kononov mot Lettland* p. 114.

<sup>462</sup> Se *Baum* 2003 s. 43–44 som kritiserar denna fallspecifika approach för att den leder till en fragmentering av gällande rätt som gör att betydelsen av EMRK-legaliteten blir tandlös. Man är benägen att hålla med. Å andra sidan är det svårt att se någon annan lösning om det nationella domstolsväsendet skall behålla den suveränitet som skyddas av det faktum att Europadomstolen inte skall utgöra en s.k. fjärde instans.

<sup>463</sup> Intressant nog hänvisar t.ex. HD till dessa rättsfall i HD 2004:46 punkt 9. Se III.2.5. HD använder fallet som ett argument för möjligheten att precisera ett rekvisit för förbjuden gärning genom tolkning. *Hakamies* 2005 s. 238–239 ställer sig kritisk till sammankopplingen av den doktrin *S.W.* och *C.R. mot Förenade kungariket* uttrycker och lagtolkningsfrågan i HD 2004:46 (tolkningen av begreppet obestånd). Jag är enig med *Hakamies* i att parallellen mellan fallen är något långsökt. I stället för att, som *Hakamies*, motivera detta med den vitala skillnaden i vilka skyddsintressen som kränkts dels i det finländska HD-fallet, dels i de brittiska våldtäktsfallen betonar jag även gärna den fundamentala strukturella skillnad mellan *common law* och finländsk rätt som reducerar möjligheten till direkta paralleller mellan fallen. HD hade klarat sig väl i fallet HD 2004:46 utan gjorda hänvisning, och hade man önskat hänvisa till Europadomstolens rättspraxis kunde man gärna ha utnyttjat mera närliggande fall, t.ex. *Kokkinakis mot Grekland* eller *Grigoriades mot Grekland*.

<sup>464</sup> Jag behandlar här fallet *S.W. mot Förenade kungariket*. Fallet motsvaras till relevanta delar av *C.R. mot Förenade kungariket*.

<sup>465</sup> Europadomstolen konstaterade i *S.W. mot Förenade kungariket* p. 42: "the word 'unlawful' in the definition of rape was merely a surplusage and did not inhibit them [the House of Lords] from



I klassikern *Kokkinakis mot Grekland* ansåg en grekisk nationell domstol att svaranden hade gjort sig skyldig till brottet proselytism. Europadomstolen fann att förbudsrekvisitet i proselytismbrottet som den grekiska domstolen tillämpat visserligen inte var särdeles bestämt, men fann vidare att då det fanns tillgänglig nationell rättspraxis som tidigare tolkat proselytismrekvisitet på ett motsvarande sätt som det tolkades mot *Kokkinakis* var den grekiska domen rimligen förutsägbar och således förenlig med artikel 7 – trots det förhållandevis obestämda förbudet.<sup>466</sup>

Vidare har Europadomstolen ansett att innehållet i en direkt radiosändning, som senare getts i repris flera gånger under det kommande dygnet, kunde anses ha varit fastställt innan det vid upprepningarna återkommunicerades ut i etern på en radiokanal som *Radio France* upprätthöll. Således kunde den som ansvarade för radiokanalens innehåll dömas för kränkande uttalanden som ingick i sändningar trots att kanalansvariga inte kunde bestraffas vid fall av direktsända kränkande uttalanden, emedan lagstiftningen uttryckligen förutsatte att sådana kränkande uttalanden skulle vara fastställda innan de kommunicerades ut i etern för att kanalansvariga skulle kunna dömas till straff enligt den tillämpade lagen.<sup>467</sup>

Därtill ansågs förbudsnormen som förbjöd förolämpning av de militära styrkorna, utan att definiera, begränsa eller exemplifiera hur en sådan förolämpning borde ske, uppfylla det bestämdhetskrav som följer av legalitetsprincipen. Den tolkning av det obestämda förbudet som den nationella domstolen utfört var heller inte en förbjuden analogi till svaranden *Grigoriades* nackdel.<sup>468</sup> Han kunde därför utan hinder av artikel 7 dömas för att ha yttrat kritik mot de militära styrkor han tjänade genom brev som närmast påtalade brister i behandlingen av beväringar.<sup>469</sup>

Däremot konstaterade Europadomstolen i den mycket begränsade defensiva praxis där kränkning av artikel 7 konstaterats att det nationella rättsläget inte var konventionskonformt, då den nationella domstolen ansåg att bl.a. *Karademircis* offentliga uppläsning av ett uttalande med missfirmande innehåll kunde tolkas

---

'removing a common law fiction which had become anachronic and offensive' and from declaring that 'a rapist remains a rapist subject to criminal law, irrespective of his relationship with his victim.' Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 654–655. Se även *Greer* 2006 s. 240. Se även *Knuts* 2009 a s. 675–677.

<sup>466</sup> Se *Kokkinakis mot Grekland* p. 40. Se även *Pellonpää* 2005 s. 438, *Danelius* 2007 s. 298 och *van Dijk m.fl.* 2006 s. 654 för kommentarer av fallet. Se även *Ioannou* 2001 s. 374–375 för en kommentar ur grekiskt perspektiv.

<sup>467</sup> Se *Radio France m.fl. mot Frankrike* p. 17–20.

<sup>468</sup> Domstolen motiverade sin syn bl.a. genom att påpeka att även den tydligaste norm måste tolkas och att normen följaktligen måste innehålla en viss flexibilitet. Se *Grigoriades mot Grekland* p. 38.

<sup>469</sup> Se *Grigoriades mot Grekland* p. 38. Se även *van Dijk m.fl.* 2006 s. 654. Se *Kadelbach* 2006 s. 732.

konstituera det brott som definierades av rekvisiten publikation av reklamblad, skrivna yttringar och motsvarande publikationer med missfirmande innehåll.<sup>470</sup> Inte heller den dom med vilken lektören av en bok (*E.K.*) dömdes för ett brott som definierats av ett krav på att gärningsmannen skulle vara redaktör vid veckotidningar, dagstidningar eller tidskrifter ansågs förenlig med artikel 7.<sup>471</sup> Den turkiska *Prevention of Terrorism Act* från 1991 konstaterades inte heller vara för obestämd och den nationella tolkningen av ifrågavarande lag konstaterades inte heller kränka artikel 7 i relation till de publikationer *Başkaya* och *Okçuoğlu* publicerat.<sup>472</sup>

### 3.5 ANALYS AV RÄTTSPRAXIS GÄLLANDE EMRK-LEGALITET

Legalitetsprincipen i artikel 7 i EMRK är något vag. Vagheten tar sig uttryck i form av en formell defensivitet som emellertid inte omsätts i konkreta defensiva avgöranden. Jag påstår därmed att EMRK-legalitet är en vacker – men något tandlös – tanke. EMRK-legalitetens systematiska och operationaliserade form understryker gärna förutsägbarhetstanken som en del av legalitetsprincipen. Lagen bör vara tillräckligt bestämd för att individen skall kunna utröna vad som är förbjudet. Men samtidigt accepteras förutsägbarhetens innehållsmässiga urholkning genom att man accepterar att detta individens utrönande måste utsträckas att beakta nationella domstolars tidigare tolkning av ifrågavarande norm då individen försöker förutse vad som är förbjudet. Denna pragmatiska innehållsmässiga urholkning av den formella legalismen relativiserar förutsägbarhetskravet och gör tolkningseffekten av EMRK vag. Samtidigt saknas riktigt tunga avgöranden där Europadomstolen skulle ha tagit ställning till när något *inte längre bör anses vara rimligen förutsägbart*.<sup>473</sup> Den intressanta frågan lyder givetvis varför så är

<sup>470</sup> Se *Karademirci m.fl. mot Turkiet* p. 42.

<sup>471</sup> Se *E.K. mot Turkiet*.

<sup>472</sup> Se *Başkaya och Okçuoğlu mot Turkiet* p. 40. Det är dock anmärkningsvärt att Europadomstolen i detta fall konstaterade en kränkning av artikel 7 gällande utdömandet av straff för den gärning som klaganden hade utfört. Ovan citerade fall bör inte förväxlas med *Okçuoğlu mot Turkiet* som aktualiserade samma problemställningar, men där frågan om en kränkning av artikel 7 inte behandlades av Europadomstolen på grund av processuella orsaker.

<sup>473</sup> Denna avsaknad av en tydlig rättspraxis om när ett tolkningsresultat blir för överraskande för att vara rimligen förutsägbart är mycket problematisk. Problematiken accentueras tillsvidare av att HD förefaller ha varit rätt ivrig i att tillämpa samma av Europadomstolen myntade retorik då man uppställt den kvalificerade teleologiska tolkningsmetod man ofta tillämpat i finländsk straffrätt. Se f.ö. *Frände* 2008 s. 549 som kallar finländska HD:s offensiva kvalificerade teleologiska tolkningsmetod för ED-metoden. Det går inte att knyta gränsen för en acceptabel tolkning till ett begränsningskriterium som inte definierats genom exempelfall som överskridit gränsen. Ett sådant be-

fallet. Genom en analys av orsakerna hoppas jag kunna presentera en teori som underbygger mitt påstående om den vackra men tandlösa tanken.

Jag har kunnat identifiera tre orsaker till den tentativa tandlösheten i Europadomstolens syn på legalitet i rättspraxis. Samtliga orsaker bottnar i den tolkningstradition Europadomstolen själv utformat. Orsakerna följer av den rättsinstitutskaraktär konventionen har och Europadomstolens rättspraxis uttrycker. Dessa orsaker benämner jag med hänvisning till de olika tolkningsmetoder Europadomstolen själv använder den *evolutiv-dynamiska* orsaken, den minimistandardiseringssträvande *komparativa* orsaken samt den subsidiaritetsbetingade *margin of appreciations*-orsaken.

Den första orsaken är en följd av den *evolutiv-dynamiska* tolkningstradition Europadomstolen själv upprätthåller. Då konventionen i sig är en minimalistisk normsamling med en allmän, övergripande utformning, har Europadomstolen ansetts skapa en evolutiv-dynamisk tolkningsmetod för att göra EMRK till ett levande instrument (*living instrument*). Den kanske mest adekvata beskrivningen av denna evolutiv-dynamiska tolkningsmetod är att den är samhällsadaptiv och därför relativistisk. Denna tolkningstradition vilar på ett tänkesätt som infiltrerar Europadomstolen också vid dess tolkning av artikel 7. Därför är det föga förvånande att Europadomstolen förkastar en tolkningsmetod som skulle vara accentuerat statisk och därmed defensiv. Det vore inkonsekvent och överkligt att förvänta sig att Europadomstolen, som generellt tolkar evolutiv-dynamiskt, plötsligt när artikel 7 skall tolkas, skulle föra fram en strikt legalistiskt defensiv inställning till legalitetsprincipen i form av statisk tolkningsmetod. Europadomstolens rättspraxis om artikel 7 uppvisar därför en evolutiv-dynamiskt betingad acceptans av samhällsanpassning vilken oftast utmynnar i offensivitet.

Den andra orsaken är en följd av den *komparativa* tolkningstradition Europadomstolen ofta använder när den operationaliserar tänkesättet om att konventionen är en europeisk minimistandardisering av individens rättsskydd.<sup>474</sup> Av minimistandardtänkandet följer att Europadomstolens tolkning av konventionen måste fungera i förhållande till samtliga nationella rättskulturer de fördragsslutande parterna är representanter för.<sup>475</sup> I Europadomstolens tolkningsmetod mäs-

---

gränsningskriterium är ett gränslöst kriterium. Det är inte klokt att basera en tolkningslära som bör skydda individen mot samhället på ett gränslöst begränsningskriterium.

<sup>474</sup> Se Pellonpää 2005 s. 215–219. Se van Dijk – van Hoof 1998 s. 78–80 som på s. 78 talar om att den evolutiva tolkningsmetoden är nära kopplad till det de kallar ”a search for common European standards on the basis of domestic law and practice in the Member States of the Council of Europe...”. Se även Fredriksen – Skodvin 2006 s. 540–541. Se Ervo 2006 s. 414.

<sup>475</sup> Denna tanke uttrycks även i *Bosphorus mot Irland* där kontexten gällde under vilka omständigheter fördragsslutande parter ansvarade för konventionsenligheten i implementerad EG-rätt, d.v.s. huruvida fördragsslutande parter kunde överflytta sin uppgift att värna om skyddet av mänskliga rättigheter och individuella friheter till ett internationellt organ (i detta fall EG). För att besvara denna fråga etablerade Europadomstolen en *Bosphorus*-doktrin, som till alla väsentliga delar på-

te konventionens jämförbarhet i förhållande till olika fördragsslutande parter nationella system upprätthållas.<sup>476</sup> Denna minimistandardiseringstanke skapar ett pragmatiskt *common law*-relaterat problem då legalitetsprincipen i artikel 7 tolkas.<sup>477</sup> Detta problem består av svårigheten att upprätthålla en och samma defensiva förutsägbarhetstanke då objektet för tolkningen varierar mellan skri- ven lag och oskriven *common law*. På grund av väsensskillnaden mellan dessa två följer därför av den komparativa minimistandardiseringstanken att förutsäg- barhetskravet graderas enligt *common law*. Då förmår detta förutsägbarhetskrav inte leverera ett effektivt mervärde för rättskulturer som i väsentlig grad bygger på skri- ven lag.<sup>478</sup>

Någon må kalla detta synsätt för protektionistiskt navelskåderi eller rättskultu- rell xenofobi, men jag vidhåller att en väsensskillnad mellan *common law* och skri- ven lag gör sig särskilt påmind i de situationer då en generell lagtolkningsme- tod som fungerar i bägge typer av rättssystem skall konstrueras. För mig verkar det intuitivt svårt att skapa en lagtolkningsmetod som borgar för en lika strikt defensiv tolkning av skri- ven lag som av sedvanerätt eller *common law*.<sup>479</sup> Slutsat- sen av detta *common law*-relaterade problem blir för artikel 7:s del att man rättar striktheten i tolkningen efter det som är praktiskt genomförbart i *common law*- kontext. Det minimistandardiserade rättsskyddet sätts på en nivå som möjliggör ett *common law*-betingat något större svängrum i tolkningen av skri- ven lag.<sup>480</sup> Denna nivå blir som ett resultat av komparation den minsta gemensamma nämna- ren på den standardiserade plattformen för rättsskydd i Europa EMRK är.

---

minner om Tysklands författningsdomstols *Solange*-doktrin, bekräftad bl.a. i det s.k. *Bananen- markt*-fallet. Såväl *Bosphorus*-doktrinen som *Solange*-doktrinen gör gällande att en sådan delege- ring av mandatet att trygga grundläggande rättigheter är möjligt för det fall att den part till vilken delegering sker upprätthåller en tryggandestandard som motsvarar – *comparable* – standarden hos den som delegerar. Jämförelsen sker *prima facie* genom en abstrakt jämförelse. Genom att jämfö- relsen sker abstrakt och motsvarighet – icke identitet – förutsätts i *Bosphorus*-doktrinen, kan man se Europadomstolen även här ge uttryck för den komparativa metoden, d.v.s. att minimiskyddet skall vara rättssystemneutralt och gångbart i olika rättskulturella kontexter. Detta kan leda till att standarden sätts enligt minsta gemensamma nämnare. För en kritisk analys av *Solange*-doktrinen efter *Bananenmarkt*-fallet se Schmid 2001 s. 106.

<sup>476</sup> Se t.ex. *Tyrer*-fallet. Se *Petrovic mot Österrike*. Se vidare *Pellonpää* 2005 s. 215–217.

<sup>477</sup> Se även *Kadelbach* 2006 s. 733–734.

<sup>478</sup> Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 654–655.

<sup>479</sup> Se *Frände* 1989 s. 34–36 för analys av legalitetsprincipen i *common law*-kontext i USA.

<sup>480</sup> Man kan invända att vitala delar av normer som domstolar tolkar även i ett land med skri- ven lag är oskrivna, och att detta trots allt inte lett till några oöverkomliga problem. Man kan vidare an- gripa påståendet med argument om det skrivna språkets inneboende icke-precisa natur och över- föra diskussionen till allmänna språkspelsproblematiseringar. Mitt ställningstagande skall därför läsas som den intuitiva förklaringsvariant jag meddelat varianten vara. Jag upplever att det är lät- tare att upprätthålla en strikt legalism i förhållande till det skrivna jämfört med att upprätthålla en strikt legalism i förhållande till det oskrivna. Det må hända att mina tankar kan anses besudlade av för mycken praktisk realism.

Den tredje orsaken är en subsidiaritetsdriven lagtolkningsmetod Europadomstolen använder, som läran om tolkningsmarginal eller *margin of appreciation*-doktrinen kan ses uttrycka.<sup>481</sup> Denna metod är en följd av maktfördelningen (eller mandatfördelningen) mellan dels det rättssystem konventionen (med rättspraxis) utgör, dels de suveräna konventionsslutande parternas nationella rättssystem.<sup>482</sup> Enligt subsidiaritetstanken kan man motivera att det i första hand är de fördragsslutande parternas sak att säkerställa skyddet av de individuella friheterna och rättigheterna.<sup>483</sup> Endast efter ett bekräftat misslyckande från de fördragsslutande parternas sida skall Europadomstolen ingripa. I denna tågordning är Europadomstolens roll sekundär.<sup>484</sup> Av denna struktur följer att de fördragsslutande parterna och deras myndigheter även anses ha den bästa situationskänsligheten för den kontext de nationella rättskulturernas särdrag utgör. Därmed är de först ut i spåret vid skyddet av individuella friheter och rättigheter.<sup>485</sup> Därför accepteras att de fördragsslutande parterna har en viss toleransmarginal – *margin of appreciation* – inom vilken den nationella rättskulturen fritt får husera. Först när denna marginal överträds finns det skäl för Europadomstolen att ingripa. Detta tänkesätt formuleras förträffligt redan i *Handyside*-fallet:

*”The Court points out that the machinery of protection established by the Convention is subsidiary to the national systems safeguarding human rights [...]. The view taken by their [Contracting States] respective laws of the requirements of morals varies from time to time and from place to place, especially in our era which is characterised by rapid and far-reaching evolution of opinions on a subject. By reason of their direct and continuous contact with the vital forces of their countries, State authorities are in principle in a better position than the international judge to give an opinion in the exact content of these requirements as well as on the ‘necessity’ of a ‘restriction’ or ‘penalty’ intended to meet them.”*<sup>486</sup>

<sup>481</sup> Se om *margin of appreciation*-doktrinen van Dijk – van Hoof 1998 s. 335–350. Se Pellonpää 2005 s. 222–233.

<sup>482</sup> Se särskilt uppgiftsbestämningen i EMRK artikel 19 där det fastslås att Europadomstolen skall övervaka att de konventionsslutande parterna följer sina konventionsenliga förpliktelser. Detta mandat är mera begränsat än ett mandat omfattande kategorisk kontroll av konventionsenlighet i all inomstatlig rätt. Se Kadelbach 2006 s. 733. Eftersom konstaterade kränkningar av artikel 7 kommer väldigt nära en kategorisk kontroll av lagtolkningen i inomstatlig rätt kan detta anses vara en orsak till att Europadomstolen i frågor om kränkning av artikel 7 intagit en högst moderat linje i förhållande till fastställandet av kränkningar.

<sup>483</sup> Se Kadelbach 2006 s. 733. Ofta omnämns däremot att Europadomstolen inte skall agera s.k. fjärde instans för nationella lagtolkningsfrågor.

<sup>484</sup> Tågordningen bekräftas på ett mera handgripligt sätt av EMRK artikel 35, enligt vilken Europadomstolen endast behandlar nationella fall efter att alla nationella rättsmedel uttömts. Se Pellonpää 2005 s. 121 som bekräftar att denna struktur är ett uttryck för ett subsidiaritetstänkesätt.

<sup>485</sup> Se Kadelbach 2006 s. 733.

<sup>486</sup> *Handyside*-fallet p. 22.

Att Europadomstolen i sin tolkning av just legalitetsprincipen i artikel 7 kan synas vara något försiktig i att tillrättavisa nationella domstolar i deras lagtolkningsoperation kan skönjas i rättspraxis. Detta läser jag som en tillämpning av den subsidiaritetsbetingade *margin of appreciation*-doktrinen. Under artikel 7 systematiserar Europadomstolen tolkningen av förutsägbarhetsfrågan så att ett tolkningsresultat som redan funnits representerat i nationell rättspraxis anses vara ett argument som förhindrar konstaterandet av oförutsägbarhet.<sup>487</sup> Lagtolkningsmetodernas nationella rättskulturella särarter och det faktum att en nationell lagtolkningsmetod samtidigt är en operationalisering av den i tid och rum varierande nationella samhällsmoralen gör att Europadomstolen förefaller omfatta en nästan kategorisk non-interventionsprincip under artikel 7 i förhållande till de tolkningsresultat den nationella domstolen kommit till. Non-interventionsprincipen som ett uttryck för *margin of appreciation*-doktrinen är samtidigt även en tydlig maktfördelningsdoktrin, där Europadomstolen förfäktar tänkesättet att tolkning av nationell lag primärt är en nationell fråga.

Emellertid följs denna subsidiaritetsbetingade non-interventionsprincip inte fullständigt kategoriskt, vilket t.ex. fallen *Karademirci m.fl. mot Turkiet* och *E.K. mot Turkiet* visat. Detta faktum understödjer dock i mitt tycke ytterligare ovan anförda. Dessa två fall bör nämligen med hänvisning till den materiella frågan i fallen läsas vara synnerligen konventionspolitiskt laddade på grund av sina yttrandefrihetsimplikationer. Jag är därför beredd att påstå att non-interventionsprincipen i förhållande till den nationella lagtolkningsmetoden i ljuset av artikel 7 inte alls är kvintessensen i fallen. I stället är kvintessensen ett förverkligande av det klassiska konventionsenliga minimistandardiserade demokratiska kärnidealet – yttrandefrihet – i problemstaten Turkiet.<sup>488</sup> I denna scenografi inskränks således omfattningen av *margin of appreciation*-doktrinen under artikel 7 och

<sup>487</sup> Se de ovan citerade fallen *S.W. mot Förenade kungariket* p. 35, *Kokkinakis mot Grekland* p. 22, *Radio France m.fl. mot Frankrike* p. 20, *Kononov mot Lettland* p. 114 och *Achour mot Frankrike* p. 32.

<sup>488</sup> Denna analys stärks av rättsfallet *Okçuoğlu mot Turkiet*. Fallet påminner i väsentlig del om *Karademirci m.fl. mot Turkiet* och *E.K. mot Turkiet*. En avgörande processuell skillnad är det faktum att *Okçuoğlu* åberopade ett brott mot artikel 7 vid förfarandet inför Europadomstolen i ett sådant skede av processen att domstolen avslog prövningen av kränkningen av artikel 7 på processuella grunder. Se *Okçuoğlu mot Turkiet* p. 31. Däremot konstaterades en kränkning av artikel 10. Utgången av fallet blev alltså att den nationella domen inte varit konventionsenlig, eftersom begränsningen av yttrandefriheten i artikel 10 inte uppfyllde *prescribed by law*-kriteriet, men något brott mot artikel 7 kunde inte bedömas av processuella skäl. Detta kan läsas som ett Europadomstolens dynamiska förverkligande av yttrandefrihetsidealet i Turkiet och det är, menar jag, detta dynamiska förverkligande det varit frågan om även i de fall där Europadomstolen konstaterat kränkningar av artikel 7 i strid med den non-interventionsprincip jag pekat på. Skyddet av yttrandefrihet kör alltså om non-interventionstanken på Europadomstolens rättighetshierarkiska skala. Se även *Baum* 2003 s. 41 för kopplingen mellan artikel 7 och artikel 10. Jfr dock *Danelius* 2007 s. 296 som anser att Europadomstolen konstaterade att den nationella tillämpningen av lagen i fal-



tyngdpunkten i fallet förflyttas till frågan om tillämpningen av artikel 10, d.v.s. huruvida Turkiet skall tillåtas begränsa yttrandefrihet eller inte. När frågan ställs i denna form förefaller det lättare att intervensera i fallet, trots att interventionen också slår mot den nationella tolkningen av legalitetsprincipen i Turkiet.

Att Europadomstolen följer non-interventionsprincipen mycket disciplinerat framstår med fascinerande tydlighet vid en läsning av den avvikande åsikt skiljaktige domare *Martens* lämnade i *Kokkinakis mot Grekland*, där som bekant ingen kränkning av artikel 7 konstaterades. *Martens* ville alltså att Europadomstolen skulle fastslå att Grekland kränkt konventionen i fallet.<sup>489</sup> Av dissensen framgår att det i det behandlade fallet förefaller ha funnits goda juridiska skäl för Europadomstolen att konstatera en kränkning av artikel 7. Att Europadomstolen inte gjort detta får ses som ett tecken på dess tillämpande av ett subsidiaritetstänkande med non-intervention som följd:

*Martens* kritiserade först den grekiska lagstiftningens förbudsnorm som förbjuder proselytism. Han påpekade speciellt att definitionsparagrafen är obestämd för att den är uppbyggd så att den förbjuder ett beteende som endast är ett exempel på allt det rekvisitet förbjuder: *"The most suspect imprecision lies in the words 'in particular': those words virtually permit prosecution for acts that fall outside the definition given."* Därefter kritiserar han rekvisitet *"any direct or indirect attempt at intrusion on the religious beliefs"*. Värdeöppenheten i detta rekvisit gör gränsen för det förbjudna synnerligen otydlig.<sup>490</sup>

*Martens* övergår sedan till att analysera funktionen i ett så obestämt förbud i en tid av religiöst förtryck mot minoriteter. I just denna iscensättning ser *Martens* problem uppstå om obestämdheten i förbudet bortförklaras med tidigare existerande domstolsavgöranden.<sup>491</sup> *"This is why I am not impressed by the argument that the above deficiencies of the text are 'cured' by case-law, especially of the highest Greek courts.[...] However, recent history has taught us that if the political or religious atmosphere in a country changes, the case-law of even the highest courts may change too. Such case-law cannot, therefore, supplement guarantees against arbitrariness which the text of the law does not provide."*

*Martens* sammankopplar sedan otydligheten i förbudet med behovet av en restriktiv tolkningsinställning i straffrätten. *"As the Court points out, Article 7*

let stridigt mot artikel 7 i *Okçuoğlu mot Turkiet* (vilket påstående inte finner stöd i Europadomstolens uttalande i *Okçuoğlu mot Turkiet* p. 31).

<sup>489</sup> Se *Baum* 2003 s. 45 som förefaller stödja *Martens* opinion.

<sup>490</sup> Se även *Kadelbach* 2006 s. 732. Det är av ett intresse att parallellt citera valda delar av förbudet mot kursmanipulation. T.ex. VPML 5:12.2,3 anger att: *"Med kursmanipulation avses [...] (3) affärstransaktioner och andra åtgärder genom vilka en person eller flera i samarbete låser fast priset på värdepapper [...] vid en onormal eller konstlad nivå"*.

<sup>491</sup> Således försöker *Martens* kontextualisera bedömningen av legalitetsprincipenligheten genom att koppla tolkningsövning till en annan av EMRK omhuldad kärnrättighet – religionsfriheten. Detta argumentationsmönster tillämpat på yttrandefrihet går igen i de turkiska fallen jag ovan refererat.

*para. 1 (art. 7-1) also enshrines the principle that criminal law should be restrictively interpreted. This principle fulfils the role of a secondary safeguard against arbitrariness. Accordingly, the broader and vaguer the text of the relevant provision, the more important this secondary safeguard. The more important also the supervision by the Convention institutions.”<sup>492</sup>*

I ljuset av denna uppställning konstaterar *Martens* att han anser Europadomstolens uppgift vara accentuerad när nationella regler är obestämda eller värdeöppna. I detta konkreta fall fastslår *Martens* att han anser att den grekiska domen inte är förenlig med artikel 7. Han anger tre huvudsakliga skäl: För det första är gärningsmannens omvändelseuppsåt en förutsättning för en dom för proselytism enligt grekisk lag. Omvändelseuppsåtet måste utgöra en skillnad jämfört med förkunnelse utan omvändelseuppsåt, annars förbjuder proselytismförbudet religionsfrihet och yttrandefrihet kategoriskt. Denna skillnad försummar den nationella domstolen.<sup>493</sup> Därtill kommer den faktiska omständigheten att den grekiska domstolen endast hade en mycket vag bild av vad *Kokkinakis de facto* sagt till offret.<sup>494</sup> Slutligen kritiserade *Martens* den grekiska domen för att ha motiverat ett fällande med att *Kokkinakis* utnyttjat proselytismoffret *Kyriakakis* oerfarenhet och andliga naivitet. Så ansågs fallet vara eftersom *Kyriakaki* mera eller mindre fastställt att hon inte förstod vad *Kokkinakis* talade om.<sup>495</sup> Kritiken tog

<sup>492</sup> Se *Kokkinakis mot Grekland. Partly dissenting opinion of Judge Martens* p. 6. *Martens* får alltså sägas omfatta en integrerad syn på obestämdhetsförbudet och analogiförbudet. Jag har ovan i III.2.3 meddelat mig omfatta samma syn vid tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation.

<sup>493</sup> Se *Kokkinakis mot Grekland. Partly dissenting opinion of Judge Martens* p. 9. Det är en skillnad mellan att förkunna sin egen tro och i omvändelsesyfte eftersträva övertyga målet för omvändelsen om behovet av detta. Då den grekiska domstolen på intet sätt betonat detta eller angett i stöd av vilken bevisning man ansåg *Kokkinakis* ha haft omvändelseuppsåt, har den grekiska domstolen valt att ignorera denna skillnad.

<sup>494</sup> Se *Kokkinakis mot Grekland. Partly dissenting opinion of Judge Martens* p. 10. ”From what both Mrs Kyriakaki and her eavesdropping husband testified before the magistrates at first instance it might be inferred that the applicant had somehow referred to the coming of the heavenly kingdom. On appeal, however, Mrs Kyriakaki could not remember whether this was mentioned and neither did her husband give any particulars about what he had overheard. The evidence included an equally vague reference to the paradise story and Mrs Kyriakaki’s testimony that ‘they talked to me about Christ’. One is forced to question how the Greek courts were able to conclude, as they did, that the applicant (intentionally) attempted to make Mrs Kyriakaki change her beliefs without establishing – at the very least – what exactly he had said to her and what he had told her that was incompatible with what she believed.”

<sup>495</sup> *Kokkinakis mot Grekland. Partly dissenting opinion of Judge Martens* p. 11. *Kyriakakis* uttalande inför domstolen tillkännagav nämligen att ”they talked to me about things I did not understand very well”. *Martens* menar att blott det faktum att objektet för förkunnelsen har mindre förståndskapacitet än förkunnaren inte kan motivera en fällande dom. I ljuset av domens övriga motiveringar och reduktionen av kravet på omvändelseuppsåt leder nämligen detta till att varje förkunnelse som riskerar att nå ett objekt med en lägre andlig kapacitet är ett brott.



fasta på att en omvändelse inte gärna kan uppfyllas om objektet för omvändelsen inte har kapaciteten att förstå det som sägs.

Trots det som *Martens* redovisar i sin avvikande åsikt ansåg dock majoriteten i Europadomstolen inte artikel 7 kränkt. Huvudargumentet var att nationell rättspraxis tidigare accepterat proselytismdomar i motsvarande fall. Den grekiska domstolens dom var därför inte oförutsägbart för *Kokkinakis*, som åtminstone med hjälp av juridisk expertis på förhand kunde ha förvärvat sig om att religiösa diskussioner av det slag han genomfört med *Kyriakakis* kunde anses vara proselytism. Denna majoritetens slutsats vittnar om en förhållandevis stark respekt för nationella domstolars bedömningar, eller med andra ord den subsidiaritetsbetingade non-interventionsprincip som *margin of appreciation*-doktrinen ger upphov till.

Samma non-intervention, eller respekt för den nationella rätten, kan iaktas i *Cantoni mot Frankrike*, där domstolen konstaterade icke-kränkning av konventionen genom att ytterst stödja sig på argumentet att eftersom nationell rättspraxis tidigare tolkat en norm förhållandevis extensivt – trots att även andra tolkningar förekom – kunde inte upprepandet av denna extensiva tolkning i föreliggande fall anses ha varit oförutsägbart på ett orimligt sätt.<sup>496</sup> *Cantoni mot Frankrike* innehåller f.ö. ett mycket delikat upplägg.<sup>497</sup> I sin argumentation om varför den nationella rättens bestämdhet skulle anses konventionsenligt tillräcklig, hänvisade Frankrike till det faktum att den prövade nationella rätten gällande definitionen av medicinska preparat i sin helhet var en fransk, i det närmaste ordagrann, implementering av direktiv 65/65/EEC.<sup>498</sup> Således ställdes Europadomstolen inför uppgiften att ta ställning till EG-rättens förhållande till EMRK.<sup>499</sup> Då Europadomstolen valde att undersöka fallet men inte konstaterade en kränkning har man tolkat detta som ett uttryck för åsikten att nationer inte kan undfly sina

<sup>496</sup> Se även *S.W. mot Förenade kungariket* p. 42 där Europadomstolen klart yttrar: "in this connection, the Court recalls that it is in the first place for the national authorities, notably the court, to interpret and apply national law". Se även *Koponen* 2004 s. 38.

<sup>497</sup> I fallet hade klaganden dömts till böter av den nationella domstolen eftersom klaganden i sitt snabbköp hade sålt produkter som klassificerades som läkemedel utan att ha erforderligt försäljningstillstånd för läkemedel. Definitionen av vilka preparat som skulle anses vara läkemedel grundade sig på ett EG-rättsligt direktiv.

<sup>498</sup> Se även *Kadelbach* 2006 s. 731 som anser straffrättslig reglering som implementerar EG-direktivet oproblematiserande med hänvisning till det sammanstrålade som sker mellan Europadomstolens tolkning av artikel 7 och EG-domstolens tolkning av EG-rättens tolkningspåverkan i förhållande till straffrättslig reglering. Man kan nog problematisera den franska argumentationen. Det direktiv som implementerades innehöll vissa definitioner som rörde marknadsföring och försäljning av läkemedelspreparat. Däremot följde inte av direktivet någon förpliktelse att använda en motsvarande definition i det straffrättsliga sammanhang som nu aktualiserades. Därför kunde man anse att det var ett franskt val att definiera det straffrättsliga rekvisitet på samma påstått obestämda sätt som direktivet för försäljningsdefinitionssyften valt att definiera preparaten. Se *Rosas* 2005 s. 173.

<sup>499</sup> Se *Baum* 2003 s. 42 fotnot 94. Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 655–656 för en kommentar.

legalitetsprincipsgaranterande uppgifter, även om man stiftar lagar som till väsentliga delar baserar sig på EG-rätt.<sup>500</sup>

Slutsatsen av de tre orsakerna jag ovan identifierat är således att legalitetsprincipen enligt EMRK inte har en långtgående defensiv lagtolkningspåverkan. EMRK-legalitet medger ett förhållandevis stort offensivt svängrum i förhållande till ordalydelsen i den norm som tolkas. Detta svängrum tar sig uttryck i hur Europadomstolen genom rättspraxis värderingsmässigt väljer att definiera vad som uppfyller kravet på begränsningen *rimlig förutsägbarhet* som den förutsätter att tolkningsresultatet skall uppvisa. Rimlig förutsägbarhet synes enligt Europadomstolen innehålla en hel del utrymme för överraskningar i form av offensiva tolkningsresultat.

### 3.6 JÄMFÖRELSE AV DE TVÅ VARIANTERNA AV LEGALITETSPRINCIPEN

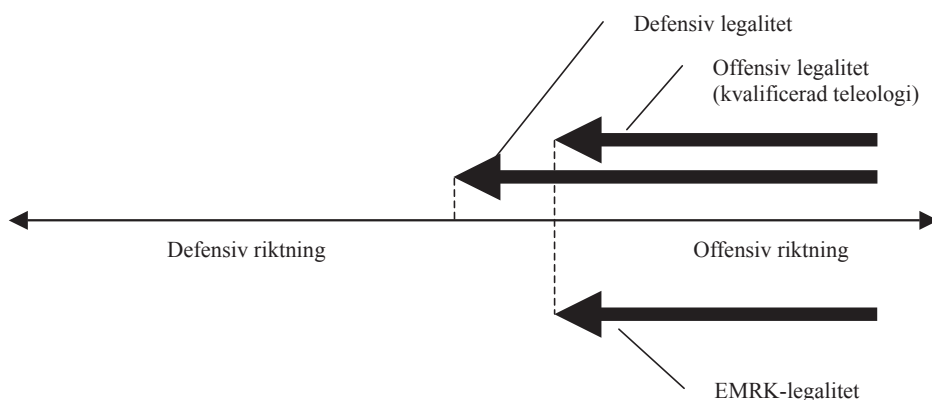
Då jag nu positionerat både nationell (finländsk) straffrättslig legalitet och EMRK-legalitet, återstår att jämföra dessa med varandra. Hur jämför man då EMRK-legalitet med nationell straffrättslig legalitet? En tydlig indikator på att Europadomstolen upprätthåller en striktare syn på legalitetsprincipen än HD vore givetvis ett fall där HD med dom omfattat synpunkten att legalitetsprincipen inte förhindrar en fällande dom, medan Europadomstolen konstaterade att denna tolkning kränkte artikel 7 i EMRK. Något sådant fall existerar inte.<sup>501</sup> Man kan därför bedöma att EMRK-legalitet åtminstone inte är mera defensiv än nationell straffrättslig legalitet. Däremot är det något svårare att upptäcka indikatorer för det omvända förhållandet. Rent normativt innehåller ju bägge varianter av legalitetsprinciperna samma beståndsdelar och bedömningen av dessa beståndsdelar bygger även på samma analytiska intresseavvägningar. I båda varianter medges att strafflag bör tolkas. I båda varianter handlar det om individens möjlighet att på förhand – trots tolkningsbehovet – förvissa sig om vad som är förbjudet. I

<sup>500</sup> Se *Breuer* 2005 s. 231–232. Se även *Fredriksen – Skodvin* 2006 s. 535–580. Förhållandet mellan EMRK och EG är givetvis mera invecklat än så och har under senare år befunnit sig i ett ständigt föränderligt tillstånd. Ett centralt rättsfall som förtydligar förhållandet är *Bosphorus mot Irland*.

<sup>501</sup> Däremot kan man notera att fallet *Laukkanen och Manninen mot Finland* existerar. I fallet konstaterade Europadomstolen klagandens ospecificerade påstående om konventionsbrott vara uppenbart oggrundat och lämnade ärendet utan prövning. Laukkanen hade dömts för innehav av bl.a. en dyrk med stöd i vid tidpunkten ikraftvarande SL 44:19. Problematiskt var inte innehavet av dyrken utan frågan om *Laukkanen* var en lös person, vilket SL förutsatte, men vilket inte längre fanns definierat i den del av lagstiftningen som hade moderniserats sedan slutet av 1800-talet och början av 1900-talet då lösa personer reglerades.

bägge varianter är den yttersta gränsen för strafflagens tolkning ett slutresultat som bedöms vara *rimligen förutsägbart*.<sup>502</sup> Är striktheten i EMRK-legalitet då helt motsvarande legaliteten i finländsk straffrätt?

Jag menar att så inte är fallet. Europadomstolens rättspraxis under artikel 7 medger ett större svängrum för lagtolkaren än det svängrum lagtolkaren, representerad av HD, använder sig av. Stundom, då HD intar en synnerligen offensiv lagtolkning inom de kvalificerade teleologiska tolkningsspår jag identifierat ovan, kan omfattningen av legalitetsprincipvarianterna nästan motsvara varandra, men när HD förespråkar en defensivare tolkning är skillnaden markant. Visuellt kan detta förhållande gestaltas enligt följande:



Vad beror då detta på? Jag har ovan presenterat min syn på skälen till Europadomstolens värderingar uttryckta i den tolkningspraxis Europadomstolen levererat under artikel 7. Alla dessa argument gäller uteslutande Europadomstolen medan inget av dessa argument passar in i finländsk rättstradition. Speciellt Europadomstolens non-interventionsprincip, som innebär återhållsamhet från att rätta till nationella domstolars lagtolkningsresultat, leder till att graden av strikthet i legalismen eller defensiviteten i Europadomstolens rättspraxis sällan överstiger nivån av legalismen eller defensiviteten i nationell rättspraxis. Endast omvälvande samhällseliga förändringar kunde således skapa ett nationellt finländskt lagtolkningsklimat som kunde generera sådana nationella domar som

<sup>502</sup> Dessutom har i finländsk rättslitteratur stundom HD:s offensiva (den kvalificerade teleologiska) lagtolkningsmetod benämnts ED-metoden. Se *Frände* 2008 s. 659. Detta skall dock sannolikt inte förstås som ett ställningstagande för att ED-metoden skulle vara likadan som den lagtolkningsmetod HD ibland använder.

förmådde provocera Europadomstolen att frånga sin subsidiaritetsbetingade non-interventionsprincip och tillrättavisa en konstaterad kränkning av artikel 7 i ett fall där HD meddelat fällande dom.

Samtidigt visar dock ovan utförd undersökning att tillämpningsområdet för EMRK-legalitet är bredare än tillämpningsområdet för den finländska straffrättsliga legalitetsprincipen. Detta framgår av att en anklagelse för brott enligt EMRK artikel 6 omfattar sådant som entydigt faller utanför den finländska straffrättsliga legalitetsprincipens tillämpningsområde. Således påverkas den förvaltningsrättsliga tolkningen av förbudet mot kursmanipulation av EMRK-legalitet medan den straffrättsliga legalitetsprincipen inte (formellt) påverkar dessa. EMRK får därmed ingen självständig tolkningspåverkan som förmår ändra resultatet i en finländsk straffprocess gällande kursmanipulation, medan EMRK får en (begränsad) påverkan i en förvaltningsprocess gällande kursmanipulation.



## 4 EG-rättskonform lagtolkningsmetod

### 4.1 INLEDNING

Med den här avhandlingen vill jag visa hur man kan tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Detta kapitel i avhandlingen presenterar en offensiv lagtolkningsmetod som har en beröringspunkt med förbudet mot kursmanipulation för att undersöka hur denna metod påverkar kalibreringen av den metod med vilken förbudet mot kursmanipulation senare skall tolkas.

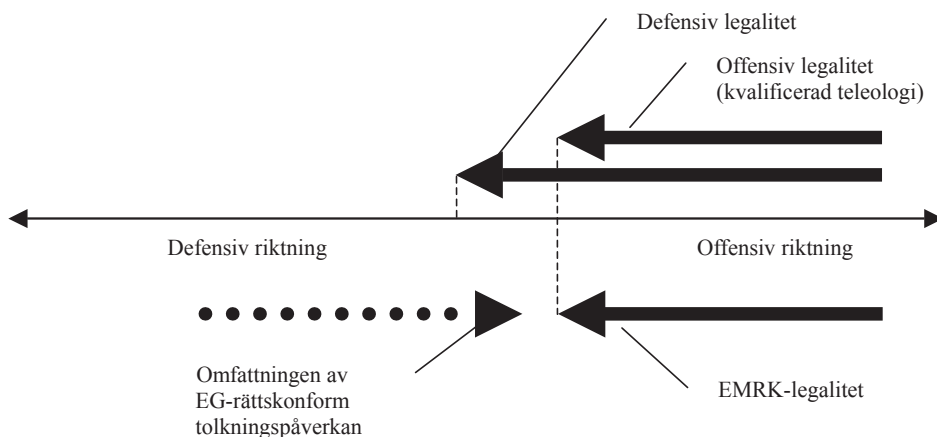
EG-rätten är ett politiskt laddat normkomplex som påverkar den lagtolkningsmetod med vilken EG-rättsliga regler tolkas. Eftersom förbudet mot kursmanipulation ursprungligen är en EG-rättslig regel<sup>503</sup> presenterar och analyserar jag denna lagtolkningsmetod samt konkretiserar metodens tolkningsstyrande effekt genom att analysera EG-domstolens rättspraxis samt den rättsdogmatiska litteraturens syn på EG-rättslig tolkningspåverkan. Samtidigt kombineras den EG-rättsliga tolkningspåverkan och legalitetsprincipen. Denna kombination leder till en konfrontation. Vid tolkningen av förbudet mot kursmanipulation kommer det att uppstå faktiska tolkningssituationer där tolkningsavgörandet kommer att vara beroende av hur EG-rättslig tolkningspåverkan och legalitetsprincipens konfrontativa kombination kalibreras. Målet med detta kapitel är därför att utföra (och slutföra) denna kalibrering och därur utvinna den lagtolkningsmetod vilken jag tillämpar på förbudet mot kursmanipulation i den konkretiserande delen av denna avhandling (del IV).

Tillvägagångssättet i detta kapitel är nu följande: Först presenterar jag problemställningen i den iscensättning där den förekommer i avhandlingen. Därefter löser jag problemet genom att fastställa hur problemställningen skall hanteras. Avgörande för hanteringen är förhållandet mellan EG-rätten och den nationella straffrätten. Detta förhållande granskas genom att jag först gör inventeringar gällande två relationer mellan EG-rätten och den nationella straffrätten. Dessa relationer är relationen mellan EG:s kompetens och straffrätten samt relationen mellan EG-rättens direkta effekt och straffrätten. Relationerna är valda för att argumentation beträffande EG-rättskonform tolkningspåverkan i den nationella straffrätten oftast tar avstamp i någon av dessa två relationer.

<sup>503</sup> Jag problematiserar inte det faktum att finländsk rätt innehållit ett förbud mot kursmanipulation även innan marknadsmissbruksdirektivet implementerades. I sin nuvarande implementerade form är således förbudet mot kursmanipulation av EG-rättsligt ursprung.

Därefter granskar jag relevant rättspraxis från EG-domstolen där frågan om EG-rättskonform tolkningspåverkan i nationell straffrätt berörts ur EG-rättslig synvinkel. Jag övergår sedan till att analysera rättspraxis för att lösa problemet om EG-rättskonform lagtolkningspåverkan i straffrätten. Därefter undersöks vilka analyser som presenterats i doktrinen i anslutning till frågan. Avslutningsvis uppställer jag en egen modell som är skräddarsydd för finländska förhållanden. Jag uppställer alltså en kalibrerad lagtolkningsmetod som hanterar den konfrontativa kombinationen mellan EG-rätt och legalitetsprincip, vilken metod jag senare tillämpar på förbudet mot kursmanipulation. Denna lagtolkningsmetod assimilerar slutligen det kontextuella perspektiv på förbudet mot kursmanipulation som jag tidigare presenterat.

I visuell tappning, på samma skala där jag tidigare rört mig i analysen av lagtolkningsmetoder, ter sig detta kapitelts konfrontativa frågeställning enligt följande:



## 4.2 UTGÅNGSPUNKT – DRÖMMEN OM ETT FÖRENAT EUROPA

Den europeiska efterkrigstidshistorien handlar – mera än något annat – om den politiska drömmen om ett förenat Europa. Drömmen har resulterat i en integration. Integrationen har resulterat i en europeisk gemenskap. Den europeiska gemenskapen har resulterat i en EG-rätt. EG-rätten är det juridiska medlet för att förverkliga den politiska drömmen om ett förenat Europa. Detta ger EG-rätten dess dynamiska specialkaraktär. Denna EG-rättens *sui generis*-karaktär består av

att EG-rätten hierarkiskt sett står ovanför medlemsstaternas nationella rätt.<sup>504</sup> Medlemsstaterna som bejakat den politiska drömmen kan sägas ha av sagt sig *en del* av sin nationella rättsliga suveränitet genom tillträdet till gemenskapen. Avsägelsen har resulterat i en rätthierarkisk grundsats, som konkretiseras i olika EG-rättsliga principer. Dessa principer är kärnan i den EG-rättstradition som under de senaste decennierna infiltrerat, påverkat och utvecklat också den nationella finländska rättstraditionen.

*Lojalitetsprincipen* ges ofta en central position i beskrivandet av förhållandet mellan EG-rätten och den nationella rätten.<sup>505</sup> Lojalitetsprincipen aviserar att medlemsstaterna bör uppvisa lojalitet gentemot gemenskapen och därför på alla tänkbara sätt verka för att förverkliga EG-rätten.<sup>506</sup> Också medlemsstaternas domstolar bör uppvisa denna lojalitet vid sitt värv. Lojalitetsprincipen påverkar därför också de nationella domstolarnas lagtolkning. Detta resulterar i att lojalitetsprincipens genomslagskraft i nationell rättstillämpning är otvetydig.<sup>507</sup>

I den politiska drömmen om ett förenat Europa är rättslig integration en framkomlig väg. I verkligheten har dessvärre vägen ofta påmint om en slingrande, törneströdd stig. Den integration som eftersträvar gemenskap skapar som en motkraft ett krav på ett upprätthållande av medlemsstaternas nationella särart och identitet. Då medlemsstaterna av sagt sig *en del* av sin nationella rättsliga suveränitet har suveräniteten inte helt utplånats. Detta framgår inte minst av författningsstarka medlemsstaters kontinuerligt kritiska dialog med EG-domstolen om integrationen.<sup>508</sup> Att ett starkt nationellt tryck för ett bevarande av nationell

<sup>504</sup> EG-rättens *sui generis*-natur bekräftas t.ex. genom *Costa mot ENEL*-fallet (1964). Se även t.ex. *Raitio* 2006 s. 189.

<sup>505</sup> I stöd av lojalitetsprincipen bekräftades EG-rättens företräde i förhållande till nationell rätt. Detta skedde redan i och med *Costa mot ENEL*-fallet år 1964. Följande stora steg på denna väg togs i och med att EG-rättens företräde bekräftades också i förhållande till nationella grundlagar i *Internationale Handelsgesellschaft*-fallet (1970). Det tredje steget togs i *Simmmenthal*-fallet (1978). Där konstaterades EG-rättens företräde vara proaktivt, så att det inte enbart gällde existerande nationell rätt utan att EG-rätten även uppställer hinder mot skapandet av ny nationell rätt som skulle komma att strida mot EG-rätten. Se vidare *Joutsamo m.fl.* 2000 s. 75–76. Se *Raitio* 2006 s. 176–180.

<sup>506</sup> Institutionellt stöd får principen bl.a. genom EG-fördragets artikel 10. Det är något av en smaksak om man beskriver lojalitetsprincipen som en princip eller uppdelar den i flera principer t.ex. *lojalitetsprincipen*, *principen om EG-rättens företräde* och *principen om EG-rättens direkta effekt*. Se *Asp* 2002 s. 80–89.

<sup>507</sup> Se bl.a. *Satzger* 2001 s. 158 och s. 518–521. Se *Raitio* 2006 s. 199. Lojalitetsprincipen får även andra uttryck. Den resulterar t.ex. i *effektivitetsprincipen* som förpliktar medlemsstaterna att trygga effektiva rättsmedel för de individer som vill åberopa EG-rätten. Se t.ex. *Raitio* 2006 s. 179–180. Individens rätt att föra talan i nationell domstol i stöd av EG-rätten bekräftades i *van Gend en Loos*-fallet (1963).

<sup>508</sup> Tysklands författningsdomstol får beskrivas vara den främsta vapendragaren i kampen för bevarandet av nationell rättslig suveränitet. I integrationshistorien förekommer en kontinuerlig dialog mellan EG-domstolen och Tysklands författningsdomstol inom den s.k. *Solange*-doktrinen först



särart och identitet påverkat drömmen om det förenade Europa ges också uttryck i EU-fördragets artikel 6(3). Där uttalas att Unionen skall respektera den nationella identiteten hos sina medlemsstater. Man bekräftar det tänkesätt som redan före kodifieringen i EU-fördraget gjort gällande att vissa samhällsområden skall stå utanför integrationen.<sup>509</sup>

*Subsidiaritetsprincipen* ges ofta en central position i beskrivandet av förhållandet mellan EG-rätten och den nationella rätten. Upprätthållandet av den nationella identiteten i medlemsstaterna leder till att integrationsprocessen bör ske genom en styrning som är proportionalistisk och subsidiär. Mera integration än nödvändigt finner således inget stöd.<sup>510</sup> En subsidiaritetsprincip med stöd i t.ex. EG-fördragets artikel 6 gör att också EG-rättens påverkan på den nationella rätten förblir kvalificerad – inte absolut.<sup>511</sup>

uttryckt i BVerfG sak 2 BvL 52/71. I fallet får den tyska författningsdomstolen sägas ha godkänt EG-domstolens dom i *Internationale Handelsgesellschaft*-fallet (1970) med en kläm. Man menade följaktligen att grundlagen i Förbundsrepubliken Tyskland, trots EG-rättens företräde, ställde vissa fundamentala krav på rättstillämpningen. Av dessa fundamentala krav följde att där rättigheter som ankom på den suveräna staten transformerats enligt tyska grundlagens artikel 24 till ett övernationellt organ måste, oavsett transformationen, i grundlagen påbjudna fundamentala rättigheter fortsättningsvis tryggas. Grundlagen skulle därmed fortsättningsvis ges företräde *så länge som* det övernationella organet inte effektivt förhindrat att grundlagsvidrig rättstillämpning kunde förekomma. Anmärkas bör givetvis att *Solange*-doktrinen utvecklats sedan 1974, t.ex. genom *Solange II*-fallet från 1986, *Maastricht*-fallet 1993 och *Bananenmarkt*-fallet 2000. Man har först i *Solange II*-fallet inskränkt spännvidden i den konstitutionella klämman. Inskränkningen har motiverats med att det rättighetsunderskott den övernationella EG-rätten uppvisade i *Solange I*-fallet förminskats. Detta rättighetsunderskott ansågs ha förminskats bl.a. på grund av att EG:s medlemsstater anslutit sig till EMRK, vilket betonar en gemensam europeisk minimistandard av rättigheter och rättsskydd. Man har sedan utvidgat spännvidden igen i *Maastricht*-fallet, där BVerfG får anses ha gett ett slags varning i samband med den accelererande integrationen. Varningen uttalade att man igen skulle komma att granska EG-rättens och EU-rättens kompetensbegränsningar, d.v.s. granska att den övernationella rätten inte får en effekt *ultra vires* samt att den inte bryter mot de fundamentala grundrättigheterna i den tyska grundlagen. Man har slutligen igen förminskat spännvidden i den konstitutionella klämman. I *Bananenmarkt*-fallet fastslog BVerfG således i linje med *Solange II* att man endast kommer att pröva EG-rättens författningskonformitet i fall där klagande gör gällande att EG-rättens grundrättighetsskyddsnivå sjunkit så att den är väsentligen lägre än den EG-rättsliga skyddsnivån. Se vidare t.ex. *Craig – de Búrca* 2003 s. 290–292. *Fredriksen – Skodvin* 2006 s. 539–540. *Baum* 2003 s. 253–263.

<sup>509</sup> Se EG-fördraget artikel 6: ”Gemenskapen skall handla inom ramen för de befogenheter som den har tilldelats och de mål som har ställts upp för den genom detta fördrag. På de områden där gemenskapen inte är ensam behörig skall den i överensstämmelse med subsidiaritetsprincipen vidta en åtgärd endast om och i den mån som målen för den planerade åtgärden inte i tillräcklig utsträckning kan uppnås av medlemsstaterna och därför, på grund av den planerade åtgärdens omfattning eller verkningar, bättre kan uppnås på gemenskapsnivå. Gemenskapen skall inte vidta någon åtgärd som går utöver vad som är nödvändigt för att uppnå målen i detta fördrag.”

<sup>510</sup> Se *Raitio* 2006 s. 182 som ser subsidiaritetsprincipen och proportionalitetsprincipen tillsammans skapa ett EG-rättens nödvändighetstest.

<sup>511</sup> Därtill kommer att lojalitetsprincipen, samtidigt som den är en integrationsfrämjande kraft, också innebär ett krav på reciprocitet. Detta krav på reciprocitet skapar en lojalitetsförpliktelse för

Det uppstår således ett latent spänningsfält i den rättsliga utveckling som den politiska integrationen i ett förenat Europa ger upphov till. Juridiken operationaliserar till denna del den intressekonflikt som råder mellan å ena sidan absolut integration, utan utrymme för nationell identitet och nationella särarter och å andra sidan relativ integration med utrymme för nationell identitet och nationella särarter. Trots att detta bakomliggande spänningsfält får anses ha en genomgående påverkan på rättsutvecklingen i medlemsstaterna är det med hänvisning till tyngdpunkterna i den politiska integrationsprocessen uppenbart att spänningsfältets konkreta påverkan på olika rättsliga frågor måste nyanseras noggrannare. För avhandlingens frågeställning är det givetvis av särintresse att analysera detta spänningsfälts konkreta påverkan på tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation. Eftersom detta förbud i finländsk rätt (också) förekommer i straffrättslig tappning kommer analysen samtidigt att befatta sig med hur spänningsfältet påverkar medlemsstaternas nationella straffrätt.

## 4.3 PROBLEMSTÄLLNING – HUR EUROPEISERAS STRAFFRÄTTEN?

### 4.3.1 Teoretiskt problem

Det rädde förr i tiden ett synsätt, enligt vilket EG-rätten och den nationella straffrätten kan sägas ha utgjort två parallella rättsliga linjer.<sup>512</sup> Till synsättet hörde även en stark tro på att dessa linjer – eftersom det ligger i parallella linjers natur – aldrig skulle komma att mötas. Orsaken till synsättet får nog främst anses ha varit straffrättens nationella särprägel. Straffrätten reglerade användningen av institutionaliserad makt mot medborgarna och den gav nationalstaten en monopolistisk bestraffningsrätt. Besträffning skulle vara en familjeaffär. Straffrätten skulle därför vara nationalstatens sista integrationsskyddade bastion – en purt

---

gemenskapen i förhållande till medlemsstaterna. Således bör också gemenskapen ställa sig lojal i förhållande till medlemsstaterna. Se *Satzger* 2001 s. 172–174 som härleder ett skydd för den nationella straffrätten från denna reciproka lojalitetsförpliktelse. Se *Raitio* 2006 s. 178. Se även *Salmi-nen* 2006 s. 9.

<sup>512</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 43. Se även *Asp* 2002 s. 29. Se *Pirjatanniemi* 2005 s. 151. Se *Satzger* 2005 s. 118–119. Se *Delmas-Marty* 1998 s. 87: "At first sight, the European Union and Penal Law are polar opposites. For the right to punish, a monopoly of the State is undoubtedly the most prominent mark of national sovereignty". Se *Leinonen* 2001 s. 455. Se *Melander* 2008 s. 27. Se *Guerrino Casati-fallet* (1981): "In principle, criminal legislation and the rules of criminal procedure are matters for which the member states are still responsible."

intern angelägenhet.<sup>513</sup> Följaktligen skulle den nationella straffrätten utgöra en EG-rättslig tabuzon.<sup>514</sup>

Att ett sådant kategoriskt protektionistiskt synsätt idag är förlegat torde vara (rätt) allmänt erkänt.

*Jareborg* sammanfattar detta förträffligt genom att först lakoniskt konstatera: ”[P]å straffrättens område finns ingen EG-rätt.”<sup>515</sup> Emellertid fortsätter *Jareborg* lika lakoniskt: ”[D]et sagda utesluter emellertid inte att EG-rätten på olika sätt påverkar den nationella straffrätten eller att en sådan påverkan är av stor betydelse.”<sup>516</sup>

Trots detta är det idag långt ifrån klart på vilket sätt denna europeisering av straffrätten bör gestaltas. På ett teoretiskt plan kan anföras att EG-rättens påverkan på den nationella straffrätten kombinerar två tidigare separata världar. Linjerna är inte längre parallella, utan korsar varandra i en konfrontativ kombination. Konfrontationen konkretiseras i form av ett behov att sammanjämka två vedertagna lagtolkningsmetoder i två tidigare separata världar.

Vedertagen EG-rättslig lagtolkningsmetod har av hävd accepterat en argumentationsteori som är öppnare och mera målinriktad än den argumentations-teori t.ex. finländsk (och tysk) straffrättslig lagtolkningsmetod traditionellt omfattat.<sup>517</sup> EG-rättslig dynamiskt teleologisk lagtolkningsmetod har stundom, likt gubben i lådan, uppvisat rent av överraskande tolkningsresultat.<sup>518</sup> Resultaten har

<sup>513</sup> Se *Satzger* 2001 s. 166–171. *Satzger* talar om *Schonungsgrundsatz* som innebär att den nationella straffrätten skall skyddas mot europeisering.

<sup>514</sup> Det fyndiga begreppet är *Satzgers*. Se *Satzger* 2001 s. 169 och *Satzger* 2005 s. 118.

<sup>515</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 43. Detta beror på att kommissionen i huvudsak saknar straffrättslig kompetens. På flera sätt, tillägger *Jareborg*.

<sup>516</sup> Se *Jareborg* 2001 s. 44. Se även *Asp* 2002 s. 27. Utgångspunkten i detta synsätt kan enligt *Asp* sägas ha varit att EG saknade straffrättslig kompetens och att de nationella straffrättssystemen därför i princip inte skulle påverkas av EG-rätten. *Asp* kategoriserar detta synsätt enligt följande i *Asp* 2002 s. 27: ”Det [dåtida] synsättet som jag beskriver [...] motsvarar en uppfattning som sannolikt aldrig varit korrekt och som måste sägas vara ganska naiv. Inte desto mindre har detta synsätt haft en ganska stor betydelse genom åren och det lär, till inte allt för länge sedan, ha funnits en hel del jurister, både i Sverige och utomlands, som intagit denna hållning till samarbetet inom EG.”

<sup>517</sup> En motsvarande argumentationsteoretisk problemställning presenteras och diskuteras av *Eriksson* 1979 s. 25–51 inom ramen för det författaren ser som en utveckling från principalistisk till praktisk-utilitaristisk argumentering inom juridiken. I begreppsparet ställs subsumtionslogisk argumentationsteori (vilken tillämpad på detta kapitel skulle motsvaras av den statiskt defensiva straffrättsliga argumentationsteorin) mot målrational argumentationsteori (vilken tillämpad på detta kapitel skulle motsvaras den dynamiskt offensiva EG-rättens argumentationsteori).

<sup>518</sup> Se bl.a. *Wilhelmsson* 1997 s. 357–374. *Wilhelmssons* gubben-i-lådan-teori, d.v.s. det faktum att EG-rätten kan ploppa upp där man minst anar det, kan ses som ett uttryck för en argumentationsteoretisk svaghet i EG-rätten. Argumentationsteoretiskt är argumentationen öppen, nästan ateoretisk, vilket leder till att stundom överraskande resultat kan uppkomma. Överraskningar, som gubben i lådan, och det förutsägbarhetsideal straffrätten omhuldar är svårförenliga. Se även *Tuori* 1998 s. 1002–1013. Jfr *Raitio* 2002 s. 60–66 för en problematisering av gubben-i-lådan-tänkesättet.

motiverats med integrationspolitiska mål och EG-rättsliga intressen – den konkretiserade drömmen om ett förenat Europa. Tolkningsresultaten har inte alltid varit försiktiga eller accentuerat förutsägbara.<sup>519</sup> En sådan innovativ dynamik kan stundom te sig förvånande för en straffrättsligt defensiv lagtolkningsmetod med bunden argumentationsteori och en statisk rättskällelära.<sup>520</sup> I praktiken kan kombinationen EG-rättskonform lagtolkningsmetod–straffrättslig lagtolkningsmetod mynna ut i konfrontativa betänkligheter.<sup>521</sup> Straffrättslig legalitetsprincipen lagtolkningsmetod och EG-rättslig målinriktad lagtolkningsmetod kan rimma illa.<sup>522</sup> Gubben i lådan är sällan förutsägbar.

Avhandlingens syfte är att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Denna frågeställning exemplifierar ypperligt konfrontationen mellan EG-rätt och straffrätt. Förbudet mot kursmanipulation i finländsk rätt är nämligen en implementering i nationell straffrätt av ett EG-rättsligt direktiv. Två tidigare separata världar möts således konkret där linjerna korsas på ett område som fråntar straffrätten dess EG-rättsliga tabuzonsstatus. Frågan lyder därför om denna konfrontativa iscensättning leder till att den EG-rättsliga offensiviteten eller den straffrättsliga defensiviteten bör ge vika.

#### 4.3.2 Konkretisering av problemet – positiv EG-rättskonform metod som offensiv drivkraft i lagtolkningen

Marknadssmissbruksdirektivet kan påverka den nationella tolkningen av förbudet mot kursmanipulation.

---

Författaren för fram behovet av en systematisk analys av EG-rätten som en lösning på problemet när ett nytt normkomplex skall integreras i ett tidigare existerande normkomplex. Se *Paunio – Lindroos-Hoviheimo* 2008 s. 231. Se *Rasmussen* 1993 s. 33. Se även *Bengoetxea* 1993 s. 233–262.

<sup>519</sup> Se t.ex. *Raitio* 2006 s. 468 som träffande avslutar sin framställning med att dokumentera dynamiken i den lagtolkningsmetod EG-domstolen använder genom att påpeka att den EG-rättsliga lagtolkningsmetoden måste vara bunden, men bunden vid något så föränderligt och dynamiskt som tid och rum: ”*Kaikki edellä esitetty johtaa siihen, että eurooppaoikeuden tutkimuksen on oltava sidoksissa aikaan ja paikkaan – muuttuvaan todellisuuteen ja EU-normistoon.*” (Av allt detta följer att europarättslig forskning måste vara sammanlänkad med tid och rum – den föränderliga verkligheten och EU-normerna [min övers.]).

<sup>520</sup> Se *Baum* 2003 s. 4: ”*Während das Europarecht auf einen finalen und kohärenten Prozeß in der Implementation einer gesamteuropäischen Politik angelegt ist, beharrt das staatliche Strafrecht auf seinem Status. Während das Europarecht dynamisch gestalten will, muß das staatliche Strafrecht statisch abwehren.*”

<sup>521</sup> Se *Asp* 2002 s. 191.

<sup>522</sup> Som ovan konstaterat rimmar detta endast illa då dynamiken motiverar ett tolkningsresultat som ligger den åtalade i fatet. Tolkningar som motiveras av EG-rättslig dynamik den åtalade till fördel leder inte till betänkligheter. Orsaken är att legalitetsprincipen *per se* inte fungerar reciprokt utan enbart assymetriskt förhindrar oförutsägheter till den åtalades nackdel.

Detta följer redan av det klassiska *von Colson & Kamann*-fallet.<sup>523</sup> I fallet fastställde EG-domstolen att lojalitetsprincipen utsträcker sig till att gälla alla myndigheter i medlemsstaten, domstolarna inbegripna. Den logiska konklusionen av detta blev att *nationella domstolar bör tolka nationell rätt i ljuset av direktivs syfte och ordalydelse*.<sup>524</sup> Syftet i *von Colson & Kamann*-fallet, att skapa effektiva sanktioner, gjorde att sanktionen, som följde av att en nationell regel överträtts, skulle *tolkas* så att den blev allvarligare än vad fallet hade varit utan EG-rättskonform lagtolkning.<sup>525</sup>

Det är skäl att redan inledningsvis betona en systematisk distinktion mellan olika former av EG-rättskonform tolkningspåverkan. En *positiv tolkningspåverkan* kan uppstå. Detta innebär att nationell rätt bör tolkas så att den förverkligar EG-rätten. I relation till straffrätten förorsakar då EG-rätten att brott kan konstateras i ett fall som, om den nationella rätten tolkades isolerat, hade bedömts annorlunda (icke-brott).<sup>526</sup> EG-rättskonformiteten gör alltså att tolkningsresultatet blir

<sup>523</sup> Se *von Colson & Kamann*-fallet (1984).

<sup>524</sup> Se *von Colson & Kamann*-fallet (1984), p. 28: "It is for the national court to interpret and apply the legislation adopted for the implementation of the directive in conformity with the requirements of community law, in so far as it is given discretion to do so under national law." Se vidare *Asp* 2002 s. 192–193. Se även *Craig – de Búrca* 2003 s. 234–237. Således fanns i det prövade fallet skäl att tolka, i enlighet med EG-rätten, att de sanktioner som utdömdes som en följd av ett diskriminerande förfarande som stred mot tyska regler som implementerade ett EG-rättsligt direktiv, på ett sådant sätt att de sanktioner som följde av diskrimineringen blev effektiva. I stöd av denna motivering ansågs att den tyska sanktionen som den diskriminerande parten ålades att ersätta den diskriminerade måste tolkas i enlighet med direktivet. Trots att EG:s direktiv 76/207/EEG inte föreskrev hurudana sanktioner som skulle utdömas till följd av diskriminerande förfaranden, följde av den direktivkonforma tolkningen ett krav på att sanktionerna måste vara effektiva.

<sup>525</sup> För samma slutsats se *Asp* 2002 s. 193. Se *Satzger* 2001 s. 518–521. Se vidare t.ex. *Marleasing*-fallet (1990) p. 8 och *Faccini Dori*-fallet (1994) p. 26. Flera frågeställningar om den EG-rättskonforma lagtolkningsmetodens omfattning kan urskiljas. *Asp* 2002 s. 193–198 indelar omfattningen i fyra dimensioner: (i) EG-rättskonform lagtolkning i förhållande till olika rättskällor, (ii) EG-rättskonform lagtolkning i förhållande till regler med direkt/indirekt effekt, (iii) EG-rättskonform lagtolkning i förhållande till straffrätten och (iv) EG-rättskonform lagtolkning i relation till implementeringslagstiftning. Slutsatsen av *Asps* analys av dimensionerna är att EG-rättskonform lagtolkningsmetod medför en plikt som gäller samtliga olika EG-rättskällor, berör främst regler med indirekt effekt, saknar en begränsning i förhållande till straffrätten och innebär att tolkningsplikten slutligen gäller oberoende av om den nationella rätten som tolkas är implementeringslagstiftning, d.v.s. nationell normgivning som implementerar EG-rätt eller inte. En sammanfattning av läget från EG-rättslig synpunkt är således att det råder ett dokumenterat stöd för ett extensivt tillämpningsområde och omfattning av den EG-rättskonforma lagtolkningen. Samma slutsats bekräftas av EG-domstolen i det uppmärksamade *Maria Pupino*-fallet (2005).

<sup>526</sup> *Asp* 2002 s. 240–245 identifierar tre olika falltyper där EG-rättskonform lagtolkning i straffrätten aktualiseras. Om man tillämpar de tre falltyperna på förbudet mot kursmanipulation är det möjligt att (i) den nationella lagstiftaren i förbudet mot kursmanipulation underlåtit implementera något som borde ha implementerats enligt marknadsmissbruksdirektivet, att (ii) det nationella förbudet mot kursmanipulation i sig överensstämmer med marknadsmissbruksdirektivet, men att nationella hierarkiskt lägre stående normer står i konflikt med direktivet eller (iii) att det nationella förbudet mot kursmanipulation förbjuder något sådant som inte marknadsmissbruksdirektivet för-

offensivt, det går då till svarandens nackdel. Uttryckligen denna positiva EG-rättskonforma tolkningspåverkan är konfrontativ i förhållande till det defensivitetsideal som straffrättslig lagtolkningsmetod förfäktar. Omfattningen av denna positiva EG-rättskonforma tolkningsmetods påverkan i den nationella straffrätten undersöks i detta kapitel. En *negativ tolkningspåverkan* kan också uppstå. Det innebär att nationell rätt inte får tolkas så att den förhindrar förverkligandet av EG-rätten. I relation till straffrätten förorsakar då EG-rätten att brott inte kan konstateras i ett fall som, om den nationella rätten tolkades isolerat, hade bedömts annorlunda (brott). EG-rättskonformiteten gör alltså att tolkningsresultatet blir defensivt, det går då till svarandens fördel. Denna negativa EG-rättskonforma tolkningspåverkan är inte konfrontativ i förhållande till det defensivitetsideal som straffrättslig lagtolkningsmetod förfäktar. Omfattningen av denna negativa EG-rättskonforma tolkningsmetods påverkan i den nationella straffrätten är därför inte av intresse i detta kapitel.<sup>527</sup> Den intresseväckande konfrontationen i förhållande till straffrätten saknas.

I Finland reviderades förbudet mot kursmanipulation genom en lagändring som trädde i kraft 1.7.2005. Genom RP 137/2004 implementerades marknadsmissbruksdirektivet, vilket resulterade i ändringar i bl.a. SL, VPML och LOF. Marknadsmissbruksdirektivet är ett EG-rättsligt direktiv, givet av rådet med stöd i EG-fördragets artikel 95.<sup>528</sup> Med stöd i marknadsmissbruksdirektivet gavs också vissa stöddirektiv av kommissionen. Direktivpaketet var en konkretisering av den plan som utarbetats inom ramen för kommissionens handlingsplan för genomförandet av handlingsramen för finansmarknaderna (*Financial Services Action Plan*).<sup>529</sup> I marknadsmissbruksdirektivet föreskrivs att vissa åtgärder skall

bjudas. I detta kapitel som gäller offensiv tolkningspåverkan är främst falltyp (i) och (ii) av intresse.

<sup>527</sup> Ett exempel på det negativa uttrycket är den argumentation svarandesidan förde i HD 2005:27. Man invände att en viss tolkning av begreppet *anordnande av lotteri* som ingick som ett rekvisit i det prövade lotteribrottet inte var tänkbar, eftersom en dylik tolkning skulle innebära skapandet av en ensamrätt som stred mot EG-rätten på grund av att det innebar en otillåten diskriminering samt alternativt att en dylik tolkning innebar en inskränkning av friheten att tillhandahålla tjänster. Svarandesidans invändningar hörsammades inte av HD. Se HD 2005:27 punkt 27–38. Se även *Nuotio* 2007 s. 399–401 för en kommentar av fallet. Intressant nog har samma frågeställning aktualiserats i Sverige. Se *Jareborg* 2001 s. 45. Ett annat motsvarande exempel på negativ tolkningspåverkan är fallet HD 2006:1 i vilket även förhandsavgörande från EG-domstolen inhämtats i *Yonemoto*-fallet (2005). Se om fallet *Nuotio* 2007 s. 402. Se *Sahavirta* 2008 s. 89. Se även fallet HD 2007:11 som får betecknas vara ett exempel på EG-rättens uteblivna negativa tolkningspåverkan.

<sup>528</sup> Marknadsmissbruksdirektivet har därmed inte en utpräglat straffrättslig ansats. Se gärna *Asp* 2002 s. 54–61 för en analys av kompetensfrågan under artiklarna 95, 174 och 280. Se även *Pirjattaniemi* 2005 s. 151–167 för kompetensfrågan i miljörättslig kontext.

<sup>529</sup> Se meddelande från kommissionen – Att genomföra handlingsramen för finansmarknaderna: en handlingsplan. KOM(1999) 232 slutlig. *Financial Services Action Plan* kan mycket allmänt beskrivas som kommissionens försök att skapa en gemensam finansiell marknad inom EG. Se *Ferran*



vara förbjudna.<sup>530</sup> Däremot föreskrivs inte i detalj vad som skall ske om någon – trots förbudet – överträder dessa förhållningsregler. Marknadsmisbruksdirektivet stadgar i stället endast (som brukligt i EG-rättskontext) att det som skall ske skall vara effektivt, proportionellt och avskräckande:

”1. Utan att det påverkar deras rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder skall medlemsstaterna, i enlighet med sin nationella lagstiftning, säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att de bestämmelser som antagits enligt detta direktiv inte har följts. Medlemsstaterna skall säkerställa att sådana åtgärder är effektiva, proportionerliga och avskräckande.”<sup>531</sup>

Finland har valt att *kriminalisera* vissa överträdelser av de förhållningsregler som ges i marknadsmisbruksdirektivet.<sup>532</sup> Därmed uppstår upplägget för frågan om hur det finländska gärningsrekvisitet i förbudet mot kursmanipulation bör tolkas, om det visar sig att rekvisitet inte täcker allt det borde täcka för att harmonisera med marknadsmisbruksdirektivet. En nationell domstol kan då i ett straffrättsligt sammanhang tvingas ta ställning till om den bör tolka det finländska förbudet i ljuset av marknadsmisbruksdirektivets syfte och ordalydelse, trots att en sådan tolkning skulle leda till ett tolkningsresultat som gick till svarendens nackdel.<sup>533</sup> Den nationella domstolen skulle då tvingas befatta sig med frågan om ett EG-rättsligt direktiv kan få en positiv tolkningspåverkan på den nationella straffrätten. För att konkretisera problemet och exemplifiera hur EG-rättskonform positiv tolkningspåverkan kan påverka straffrätten i kursmanipulationskontext kan följande journalistexempel presenteras.

2004 s. 1–8 för en genomgång av motiven och bakgrunden för initiativet. Se även *Avgouleas* 2005 s. 245–246. Se vidare *Ferrarini m.fl.* 2002. Se *Diehm* 2006 s. 91.

<sup>530</sup> Marknadsmisbruksdirektivets artikel 2 förbjuder t.ex. otillbörlig marknadspåverkan.

<sup>531</sup> Marknadsmisbruksdirektivet artikel 14. Direktivet tar således fasta på de kriterier som formulerades i samband med den så kallade grekiska majssaken som gällde en fastställsetalan mot Grekland på grund av att medlemsstaten underlåtit uppfylla sina skyldigheter enligt EG-rätten. Se *Kommissionen mot Grekland-fallet* (1989). Saken gällde bl.a. vilken grad av lojalitet medlemsstaten hade, uttryckt i form av den rättsliga frågan om det fanns en förpliktelse att nationellt sanktionera brott mot EG-rätten. EG-domstolen konstaterade att det fanns en sådan plikt. Se punkt 24, där domstolen uttalade: ”För detta ändamål skall medlemsstaterna, som dock har möjlighet att välja påföljder, ombesörja att överträdelser av EG-rätten beivras enligt regler motsvarande de processuella och materiella regler som gäller för överträdelser av samma art och svårighetsgrad enligt nationell rätt. Påföljderna skall dock under alla omständigheter vara effektiva, stå i rimlig proportion till överträdelsen samt vara avskräckande.” Se *Asp* 2002 s. 30–31. Se vidare *Pirjatanieni* 2005 s. 155 och *Craig – de Búrca* 2003 s. 423–424.

<sup>532</sup> Finland har också valt att sanktionera brott mot förhållningsreglerna med hjälp av administrativa sanktioner i LOF.

<sup>533</sup> Se *Asp* 2002 s. 201 som identifierar just detta typfall som ett av de exempel på situationer som leder fram till frågan om EG-rättskonform lagtolkning på det straffrättsliga området.

Huvudregeln gällande förbudet mot kursmanipulation i VPML 5:12.2 anger att det är förbjudet att sprida vilseledande information om värdepapper. Upphovsmän enligt lagen om yttrandefrihet i masskommunikation (journalister<sup>534</sup>) har en särställning i förbudet mot kursmanipulation. I stöd av VPML 5:12.3 skyddas journalister av ett särskilt undantag (hädanefter journalistundantaget) om de handlar inom ramen för sin yrkesverksamhet då de sprider vilseledande information om värdepapper.<sup>535</sup> Journalistundantaget har emellertid en begränsning (hädanefter journalistundantagets begränsning). Inte heller journalister får nämligen skydd av journalistundantaget i VPML 5:12.3 om de själva drar särskild fördel eller nytta av att den vilseledande informationen sprids.<sup>536</sup> Lagtexten specificerar inte närmare den särskilda fördelen eller nyttan.

Då den nationella domstolen ställs inför lagtolkningsfrågor som gäller omfattningen av journalistundantagets begränsning råder följande utgångspunkt: Om journalistundantagets begränsning tolkas inskränkande, går tolkningen av förbudet mot kursmanipulation till den åtalade journalistens nackdel. En sådan tolkning uppnås om man ställer ett lågt krav på särskild fördel eller nytta i journalistundantagets begränsning. Ett lågt krav uppfylls lätt och då särbehandlas inte journalisterna. Tolkningen av förbudet mot kursmanipulation blir offensiv. Om journalistundantagets begränsning tolkas omfattande, går tolkningen av förbudet mot kursmanipulation till den åtalade journalistens fördel. En sådan tolkning uppnås om man ställer ett högt krav på särskild fördel eller nytta. Ett högt krav uppfylls inte lätt och då särbehandlas (oftare) journalisterna. Tolkningen av förbudet mot kursmanipulation blir defensiv.

En läsning av VPML:s förarbeten motiverar en offensivare tolkning än lagtexten eftersom ett lågt krav ställs på den särskilda fördelen eller nyttan. Journalistundantaget sätts enligt förarbetena ur spel redan:

”...om upphovsmannen till meddelandet själv drar fördel eller nytta av att informationen offentliggörs eller sprids. *Denna nytta kan vara direkt eller indirekt.*” [Min kursivering]<sup>537</sup>

Därmed förefaller lagens förarbeten expandera den i lagtexten definierade särskilda nyttan till att även omfatta indirekt särskild nytta, något som onekligen bör anses vara en fundamental sänkning av nivån på det generella, ospecificerade

<sup>534</sup> VPML talar om upphovsmän enligt lagen om yttrandefrihet i masskommunikation. Jag talar om journalister för att hålla texten smidigare.

<sup>535</sup> Se RP 137/2004 s. 74.

<sup>536</sup> Se VPML 5:12.3.

<sup>537</sup> Se RP 137/2004 s. 74. Jag problematiserar inte här vad som eventuellt har ansetts med nytta och fördel som på grund av bindeordet eller knappast kan anses vara varandras synonymer i denna kontext (annars bildar de en tautologi).



kravet på nytta i lagtexten.<sup>538</sup> Orsaken till denna expansion av nyttan i förarbetena torde vara marknadsmissbruksdirektivet som stadgar att journalistundantaget skall gälla:

”såvida inte dessa personer [journalisterna] *direkt eller indirekt* erhåller fördel eller vinning genom att sprida informationen i fråga.”[Min kursivering]<sup>539</sup>

Den nationella straffrättsdomaren ställs därmed inför ett val: Följer domaren den defensiva lagtolkningsmetod legalitetsprincipen förordar granskas lagens ordalydelse, där inget om indirekt nytta, indirekt fördel eller indirekt vinning stadgas. Då torde domaren meddela en friande dom i ett kursmanipulationsärende som prövas, där journalisten endast dragit en indirekt nytta, indirekt fördel eller indirekt vinning av att informationen spridits. Följer domaren den offensiva EG-rättskonforma positiva tolkningsmetoden faller han, med motiveringen att *fördel eller nytta* i den nationella lagstiftningen bör tolkas EG-rättskonformt och därför bör även *indirekt fördel eller vinning* vara tillräckligt för att sätta journalistundantaget ur spel. Brott konstateras då i ett kursmanipulationsärende där brott inte hade konstaterats utan EG-rättens positiva tolkningspåverkan.<sup>540</sup>

## 4.4 EG OCH STRAFFRÄTTEN – RELATIONSINVENTERINGAR

### 4.4.1 Relation I: EG:s kompetens och straffrätten

Relationen mellan EG-rättskonform positiv lagtolkningspåverkan och den nationella straffrätten är beroende av EG:s straffrättsliga kompetens. Skulle EG ha en straffrättskompetens som den valde att utnyttja föreföll det enklare att (som en följd av kompetensargumentet) acceptera att EG-rätten även påverkade tolkningen av den nationella straffrätten. Frågan om EG:s straffrättsliga kompetens förefaller dessutom dyka upp med jämna mellanrum. Dels förekommer i rättsvetenskapen argumentation för att det är möjligt att föra in straffrätten under första

<sup>538</sup> Som en pedagogisk kuriositet kan hänvisas till skillnaden mellan direkt skada och indirekt skada i skadeståndsrätten, direkta skatter och indirekta skatter i skatterätten.

<sup>539</sup> Se marknadsmissbruksdirektivet artikel 1(2)(c).

<sup>540</sup> Jag väljer medvetet att inte här ta ställning till hur denna dogmatiska tolkningsfråga i mitt tycke bör avgöras, men återkommer till frågan i III.5. Syftet med detta exempel är som sagt endast att illustrera att det är synnerligen angeläget för avhandlingens frågeställning att ta ställning till förhållandet mellan positiv EG-rättskonform tolkningspåverkan och den nationella straffrätten vid kalibreringen av den lagtolkningsmetod som senare konkretiseras vid tillämpningen.

pelaren.<sup>541</sup> Dels tar kommissionen med jämna mellanrum frågan till tals i form av förslag till något som kunde benämnas straffrättsliga direktiv<sup>542</sup> samt genom övrig aktivitet.

Den senaste vändningen inom ramen för denna övriga aktivitet är Mål C-176/03 som kommissionen drivit. Målet gäller en kompetensfördelningstvist mellan kommissionen och rådet om EG:s straffrättsliga kompetens i samband med skydd för miljön. I tvisten som EG-domstolen avgjorde, invände kommissionen att det rambeslut (2003/80) om skydd för miljön genom straffrättsliga bestämmelser, som grundade sig på avdelning VI i EU-fördraget, inkräktade på EG:s behörighet med stöd av artikel 175 i EG-fördraget. Detta inkräktande, menade kommissionen, stred i sin tur mot artikel 47 i EU-fördraget,<sup>543</sup> som i korthet stadgar att rättsakter med stöd i EU-fördraget inte får inkräkta på EG-fördraget. Orsaken till att rambeslutet inkräktade på EG-fördraget var att harmoniseringen av medlemsstaternas straffrättsliga bestämmelser som gällde brott mot föreskrifter om skydd för miljön, skulle ha kunnat antas med stöd av artikel 175 i EG-fördraget. EG-domstolen hörsammade kommissionens talan och ogiltigförklarade rådets rambeslut.<sup>544</sup> EG-domstolens centrala argumentation gjorde gällande att straffrätten och bestämmelserna om brottmålsförfaranden i princip inte omfattas av EG:s kompetens. Detta principiella förhållande kan dock inte hindra EG-lagstiftaren att vidta åtgärder som har ett samband med medlemsstaternas straffrättsliga bestämmelser och som EG-lagstiftaren anser vara nödvändiga för att säkerställa att de bestämmelser som den utfärdar i fråga om miljöskydd, där EG-lagstiftaren har kompetens, får full verkan.<sup>545</sup>

EG-domstolens dom i denna prejudicerande fråga är synnerligen intressant.<sup>546</sup> Den kan läsas som en konsekvens av rådande normhierarki mellan EG och medlemsstaterna och uttrycker återigen att några absoluta gränser enligt rättsområ-

<sup>541</sup> Som rättsvetenskapliga företrädare för en sådan syn kan nämnas t.ex. *Tiedemann* 2000 s. 385 och *Spinellis* 2000 s. 383. Se även *Asp* 2002 s. 54–61.

<sup>542</sup> Som exempel kan nämnas rådets direktiv 91/308/EEG av den 10 juni 1991 om åtgärder för att förhindra att det finansiella systemet används för tvättning av pengar och rådets direktiv 2002/90/EG av den 28 november 2002 om definition av hjälp till olaglig inresa, transitering och vistelse.

<sup>543</sup> EU-fördraget artikel 47 lyder: ”Om inte annat följer av bestämmelserna om ändring av Fördraget om upprättandet av Europeiska ekonomiska gemenskapen i syfte att upprätta Europeiska gemenskapen, Fördraget om upprättandet av Europeiska kol- och stålgemenskapen, Fördraget om upprättandet av Europeiska atomenergigemenskapen och dessa slutbestämmelser skall ingen bestämmelse i det här fördraget inverka på fördragen om upprättandet av Europeiska gemenskaperna eller på senare fördrag och rättsakter om ändring eller komplettering av de fördragen.”

<sup>544</sup> Se *kommissionen mot rådet-fallet* (2005).

<sup>545</sup> Se *kommissionen mot rådet-fallet* (2005), p. 47 och 48.

<sup>546</sup> Se *kommissionen mot rådet-fallet* (2005) p. 20. Se även *Bergström* 2006 s. 141. Se också *Nuotio* 2007 s. 408–409 som ifrågasätter huruvida fallet på grund av sina speciella omständigheter bör kunna läsas påverka det allmänna rättsläget i kompetensfrågan.

deskategoriseringar inte existerar i kompetensfrågan.<sup>547</sup> Frågan om EG har kompetens inom ett rättsområde, som anses vara straffrättsligt, avgörs således inte i första hand av hur straffrätten definierats nationellt utan utgående från hur EG:s kompetens definierats.<sup>548</sup>

Med hänvisning till problemställningen i detta kapitel är det dock skäl att fortsättningsvis utgå ifrån att EG åtminstone inte åberopat sin eventuella straffrättsliga kompetens i marknadsmissbruksdirektivet, där ett straffrättsligt sanktionerat skydd av den inre marknaden inte avkrävts.<sup>549</sup> Därför kan fortsättningsvis den argumentation som bottnar i EG:s bristande/outnyttjade straffrättskompetens analyseras vidare vad marknadsmissbruksdirektivet anbelangar. Man kan följaktligen fortsättningsvis argumentera för att EG:s avsaknad av straffkompetens eller EG:s val att inte åberopa en eventuell existerande straffkompetens i marknadsmissbruksdirektivet gör att en klar gräns i relationen mellan EG-rätten och den nationella straffrätten kan upprätthållas. Denna klara gräns – existensen av två parallella linjer – skulle då kunna utgöra ett argument *mot* EG-rättskonform lagtolkning i straffrätten: Eftersom EG:s kompetens då begränsats så att den inte täcker den nationella straffrätten vore det följaktligen inte heller acceptabelt att motivera att en plikt fanns för den nationella domaren att beakta EG-rättskonform lagtolkningsmetod i nationella straffrättsliga tolkningsfrågor. EG-rätten hade då valt att inte blanda sig i nationella angelägenheter. Denna ovan presenterade inventering av den rådande (bristande) relationen mellan EG:s kompetens och straffrätten gör att den första kategorin av argument som används mot att ge EG-rättskonform lagtolkningsmetod påverkan i straffrätten har identifierats.

#### 4.4.2 Relation II: EG-rättens direkta effekt och straffrätten

Relationen mellan EG-rättskonform positiv lagtolkningspåverkan och den nationella straffrätten är beroende av EG-rättens direkta effekt. De EG-rättsliga rättskällorna kan grovindelas i rättskällor vilkas effekt på inomstatlig rätt förutsätter en nationell implementering (t.ex. direktiv) och i rättskällor vilkas effekt på inomstatlig rätt inte förutsätter en nationell implementering (t.ex. förordningar). Denna distinktion är av en viss relevans då en EG-rättskonform tolkningsmetod analyseras. Den senare kategorin rättskällor, som inte förutsätter nationell implementering, kallas ofta direkt tillämplig EG-rätt och det säger sig självt att sådan direkt tillämplig EG-rätt även bör tolkas EG-rättskonformt. Konformitetsfrågan

<sup>547</sup> Se tidigare t.ex. *SAIL*-fallet (1972).

<sup>548</sup> Se *Pirjatanniemi* 2006 s. 655–667 och *Bergström* 2006 s. 135–144 för kommentarer om fallet.

<sup>549</sup> Marknadsmissbruksdirektivet stadgar följaktligen inte att medlemsstaterna måste införa straffföreskrifter för att skydda värdepappersmarknaden.

i tolkningen blir däremot mera invecklad då den ställs i anslutning till EG-rätt som inte är direkt tillämplig t.ex. direktiv.

Den kategori av EG-rättsliga rättskällor, som förutsätter nationell implementering, är i princip inte direkt tillämplig. Av tanken om EG-rättens supremati följer dock en *undantagsdoktrin*, som under vissa förutsättningar gör att EG-rättsliga rättskällor, vilkas effekt på inomstatlig rätt är indirekt och förutsätter en nationell implementering får en direkt effekt, oberoende av implementering.<sup>550</sup> Väsentligt blir då att utreda på vilket sätt EG-rättsliga direktiv påverkar tolkningen av nationell rätt då undantagsdoktrinen beaktas.

EG-rättsliga direktiv är instrument med vilka EG dirigerar harmoniseringen av medlemsstaternas lagstiftning. Denna dirigering är indirekt i förhållande till individerna, eftersom EG-direktiven har medlemsstaterna som adressat. Själva implementeringen av EG-direktiven – det direkta nationella införlivandet – sker på den nationella lagstiftarens försorg.<sup>551</sup> Detta införlivande får direkta konsekvenser för individerna i medlemsstaterna. EG dirigerar tillnärmningen av medlemsstaternas lagstiftning genom direktiven, men medlemsstaterna ansvarar själva för verkställandet av tillnärmningen genom lagstiftningsåtgärder. Denna konstellation leder till en vital strukturell skevhet i den undantagsdoktrin, enligt vilken också direktiv ibland kan få en direkt effekt oberoende av implementering.

Denna struktur innebär att direktivens direkta effekt endast kan uppstå för individen mot medlemsstaten. Strukturens skevhet innebär det omvända: Direktivens direkta effekt anses inte kunna uppstå för medlemsstaten mot individen. Motiveringen för strukturen i undantagsdoktrinen är att en medlemsstat, som genom direktiven getts i uppgift att skapa vissa EG-rättsliga rättigheter för individerna, inte skall kunna beröva individen hans/hennes EG-rättsliga rättigheter genom att vägra implementera direktivet, försena sig i implementeringen av direktivet, eller på annat sätt missköta implementeringen så att individens EG-rättsliga rättigheter går förlorade. Sådana tillkortakommanden skulle frånta EG-rätten dess företräde. Därför existerar en undantagsdoktrin som garanterar individernas rättigheter och därmed säkerställer EG-rättens företräde trots medlemsstaternas tillkortakommanden. För att beskriva de rättsförhållanden i vilken den

<sup>550</sup> Doktrinen om direkt effekt beskrivs ofta med hänvisning till *van Gend & Loos*-fallet (1963). Se t.ex. *Raitio* 2006 s. 191–192, *Joutsamo m.fl.* 2000 s. 25 och *Asp* 2002 s. 83–84. Det finns numera en förhållandevis utvecklad doktrin om under vilka förutsättningar den direkta effekten kan uppstå. Man kan mycket tydligt sammanfatta att förutsättningar för direkt effekt är att ifrågavarande regel är (i) tillräckligt precis, (ii) ovillkorlig, (iii) att genomförandefristen löpt ut (iv) utan att implementeringen skett korrekt. Se *Asp* 2002 s. 84–87.

<sup>551</sup> Jag går inte in på en konstitutionell diskussion om dualism och monism och vilka konsekvenser detta kan få för de nationella implementeringsprocesserna. Så vitt jag kan bedöma är diskussionen inte relevant för denna avhandlings frågeställning.

direkta effekten kan uppstå talar man allmänt om en direkt effekt i *vertikala rättsförhållanden* – d.v.s. i rättsförhållanden där individen står mot medlemsstaten. Undantagsdoktrinen gäller i vertikala rättsförhållanden. Skevheten i undantagsdoktrinen innebär dock att medlemsstaten aldrig kan åberopa ett icke implementerat EG-rättsligt direktiv mot individen. Motiveringen för skevheten är individens rättsskydd. På denna punkt väger individens rättsskydd tyngre än EG-rättens supremati. Medlemsstaten har sig själv att skylla för missimplementeringen och det vore onekligen bakvänt om medlemsstaten, som ansvarat för implementeringen, skulle tillåtas åberopa icke-implementerad EG-rätt mot individen. I trepartsförhållandet EG – medlemsstat – individ skyddas således individen, framom medlemsstaten, trots EG-rättens företräde. För att travestera EG-rättsterminologin kunde man således fastslå att undantagsdoktrinen innebär att direktiven aldrig kan få en direkt effekt i *inverst vertikala* rättsförhållanden.

För den nationella straffrätten innebär den strukturella skevheten i undantagsdoktrinen att straffansvar inte gärna kan uppkomma som en direkt effekt av direktiv. Detta beror på att straffansvar per definition aktualiseras i rättsförhållande av just invers vertikal karaktär. I straffrätten handlar det alltid om medlemsstaten mot individen, eller mera praktiskt uttryckt åklagare mot svarande. Man kan således fastslå att EG-rättsliga direktiv, trots att de ibland får vertikal direkt effekt aldrig kan få en *direkt invers vertikal effekt*.

Den kvarvarande frågan gäller därför hur man skall resonera när man analyserar icke-direkt tillämplig (indirekt) EG-rätts positiva tolkningspåverkan, åberopad i ett rättsförhållande där medlemsstaten står mot individen. Frågan är alltså om EG-rättsliga direktiv, t.ex. marknadsmissbruksdirektivet, kan få en *invers vertikal positiv tolkningspåverkan*. Det ligger nära till hands att omgående fastslå att eftersom EG-rättsliga direktiv aldrig kan få en direkt effekt i inverst vertikala rättsförhållanden, bör direktiven naturligtvis inte heller kunna få en positiv tolkningseffekt i sådana rättsförhållanden. Annars kunde den uteslutna direkta effekten i inversa vertikala rättsförhållanden kringgå genom att man omstrukturerar den uteslutna effekten som en lagtolkningsfråga och avgör ”tolkningsfrågan” EG-rättskonformt. Denna inventering av (den bristande) relationen mellan EG-rättsliga direktiv och straffrätten gör att den andra kategorin av argument som används mot att ge EG-rättskonform lagtolkningsmetod positiv påverkan i straffrätten har identifierats.

Då två inventeringar av relationen mellan EG och straffrätten utförts, övergår jag nu till att analysera EG-domstolens rättspraxis i anslutning till frågeställningen om EG-rättens positiva tolkningspåverkan i den nationella straffrätten.

## 4.5 EG-DOMSTOLENS RÄTTSPRAXIS

EG-domstolen har i flertalet fall ställt inför frågor om EG-rättskonform lagtolkningspåverkan som får en positiv konsekvens i den nationella straffrätten. För att positionera den EG-rättskonforma tolkningsmetodens positiva påverkan på förbudet mot kursmanipulation skall i det följande några relevanta rättsfall från EG-domstolen granskas. Syftet med granskningen är att belysa den argumentation EG-domstolen fört för att med stöd av argumentationen tillämpa EG-rättskonform tolkningsmetod på förbudet mot kursmanipulation. Den ständigt supplerande frågeställningen i granskningen är hur EG-domstolen i sin praxis förhållit sig till den restriktiva defensiva grundsats en straffrättslig legalistisk tolkningsmetod för fram.<sup>552</sup>

I *Kolpinghuis-fallet*<sup>553</sup> uttalade EG-domstolen för första gången sin syn på EG-rättskonform lagtolkningsmetod i ett ärende av (nationellt) straffrättsligt ursprung. Ett företag i Holland hade kolsyrat kranvatten, som man lagerhållit i försäljningssyfte. I nationell lagstiftning fanns ett förbud i artikel 2 i *Keuringsverordening* (tillsynsförordning) för Nijmegens kommun. Det förbjöd lagerhållning av varor som var avsedda att försälas som livsmedel och som hade *felaktig sammansättning*. Tillsynsförordningen definierade dessvärre inte (den felaktiga) sammansättningen. Med hänvisning till ett EG-rättsligt direktiv,<sup>554</sup> som definierade en korrekt sammansättning i mineralvatten betydligt snävare än som blott kolsyrat kranvatten, yrkades på straff. Ostridigt i målet var således att det kolsyrade kranvattnet inte uppfyllde direktivets krav på korrekt sammansättning. Stridiga var flera rättsfrågor som hade anknytning till EG-rättskonform tolkningspåverkan i den nationella straffrätten. Av främsta intresse för denna avhandling är den tredje frågan som den nationella domstolen ställde EG-domstolen inom ramen för sin begäran om förhandsavgörande: Skall eller kan en nationell domstol som har att tolka en nationell rättsregel vid sin tolkning låta sig vägledas av innehållet i ett tillämpligt direktiv.<sup>555</sup> Domstolen besvarade den tredje frågan med att konstatera att:

”Svaret på den tredje frågan blir alltså att en medlemsstats domstol vid tillämpningen av nationell lagstiftning är skyldig att tolka denna mot bakgrund

<sup>552</sup> Av EG-rättens dynamiska natur följer att vikten av att granska EG-rättslig rättspraxis ofta betonas framom en enbart teoretisk analys av tolkningsmetoden. Se *Nuotio* 2007 s. 399. För samma metodologiska grepp, se t.ex. *Satzger* 2001 s. 538.

<sup>553</sup> Se *Kolpinghuis Nijmegen-fallet* (1987). Se *Satzger* 2001 s. 538–541 för en ingående analys av fallet. Se även *Asp* 2002 s. 202–205.

<sup>554</sup> Bl.a. rådets direktiv 80/777 om tillnärmning av medlemsstaternas lagstiftning om utvinning och saluförande av naturligt mineralvatten.

<sup>555</sup> Se *Kolpinghuis Nijmegen-fallet* (1987) p. 4.

av direktivets ordalydelse och syfte så att det resultat som avses i artikel 189 tredje stycket uppnås, men att ett direktiv inte i sig och utan hänsyn till en lag som antagits för dess genomförande kan utgöra grundval för straffrättsligt ansvar eller en skärpning av det straffrättsliga ansvaret för dem som bryter mot dess bestämmelser.”<sup>556</sup>

Denna slutsats motiverade domstolen genom att med hänvisning till *Von Colson & Kamann*-fallet fastslå att medlemsstaternas domstol då den tillämpar nationell rätt, i synnerhet vid tillämpningen av bestämmelser i nationell rätt som implementerar ett direktiv, har en skyldighet att tolka den nationella rätten mot bakgrund av direktivets ordalydelse och syfte. Denna skyldighet begränsas dock av de *allmänna rättsprinciper* som utgör en del av EG-rätten och särskilt av principerna om rättssäkerhet och icke-retroaktivitet. Med hänvisning till *Pretore di Salò*-fallet<sup>557</sup> ansåg sig EG-domstolen nämligen tidigare ha slagit fast att ett direktiv inte i sig och utan hänsyn till en medlemsstats nationella lagstiftning som antagits för dess genomförande kan utgöra grundval för straffrättsligt ansvar eller en skärpning av det straffrättsliga ansvaret för dem som bryter mot bestämmelser.<sup>558</sup>

Lite provokativt kunde man med hänvisning till *Kolpinghuis*-fallet fastslå att fortsättningen av detta kapitel måste utgöra onödigt juristeri, eftersom EG-domstolen entydigt slagit fast att straffkonstituerande eller straffskärpande positiv tolkningseffekt inte i sig kan uppstå som en följd av EG-rättskonform lagtolkningspåverkan.<sup>559</sup> Dessvärre har rättsutvecklingen efter *Kolpinghuis*-fallet visat att en sådan slutsats vore förhastad.

I *Vessoso Zanetti*-fallet<sup>560</sup> ställdes EG-domstolen inför en rättslig frågeställning som till stora delar påminner om den ovan refererade frågeställningen i *Kolpinghuis*-fallet. Frågan var här hur den nationella (italienska) domstolen skulle tolka definitionen av *avfall* som baserade sig på direktiv och som implementerats i nationell lagstiftning.<sup>561</sup> Det fanns en diskrepans mellan direktivets definition av avfall och den definition som implementeringslagstiftaren fastställt.<sup>562</sup> Själva EG-domstolens domsskäl tillförde inte argumentationen något nytt, men generaladvokat *Jacobs* analyserade i sitt förslag till avgörande frågan om EG-rättskonform lagtolkning i den nationella straffrätten på ett sätt som sedermera ofta fått genomslag då gränserna för EG-rättens tolkningspåverkan i

<sup>556</sup> Se *Kolpinghuis Nijmegen*-fallet (1987) p. 14.

<sup>557</sup> Se *Pretore di Salò*-fallet (1987).

<sup>558</sup> Se *Kolpinghuis Nijmegen*-fallet (1987) p. 13.

<sup>559</sup> Se *Asp* 2002 s. 204 för samma slutsats. Se även *Raitio* 2006 s. 196.

<sup>560</sup> Se *Vessoso & Zanetti*-fallet (1990).

<sup>561</sup> I korthet löd frågan om *avfall* skulle tolkas omfatta även sådana substanser som man hade för avsikt att återanvända.

<sup>562</sup> För en kommentar om fallet se *Satzger* 2001 s. 541–542.



nationell straffrätt fastställts. Först hänvisades åter till *Von Colson & Kamann*-fallet för slutsatsen att direktivens tolkningseffekt resulterar i en plikt för den nationella domstolen att tolka nationella rättsförhållanden EG-rättskonformt.<sup>563</sup> Men denna regel innehåller en kvalifikation i straffrättsliga sammanhang: Plikten får inte leda till en straffkonstituerande eller straffskärpande tolkning. Orsaken till denna kvalifikation är att en extensiv tolkning av strafflagstiftningen går emot den fundamentala legalitetsprincipen (*nullum crimen, nulla poena sine lege*).<sup>564</sup> Generaladvokaten fortsätter:

*"I do not consider that national courts are required, as a matter of Community law, to interpret domestic legislation in the light of the wording and purpose of directives where the result would be to impose criminal liability which would not otherwise arise."*<sup>565</sup>

Och precis som *Asp* påpekar tyder detta uttalande tämligen entydigt på att generaladvokaten menar att någon direktivkonform tolkning av nationella straffrättsnormer till den åtalades nackdel överhuvudtaget inte kan motiveras med hänvisning till EG-rätten.<sup>566</sup> Men sedan specificerar generaladvokat *Jacobs* ännu sitt dittills principfasta uttalande:

*"It is for the referring courts to consider whether the national legislation at issue here can be interpreted consistently with the relevant directives, without resorting to an exhaustive interpretation which would be contrary to the principle of legality."*<sup>567</sup>

Två anmärkningar kan göras på basis av uttalandet: För det första förefaller generaladvokat *Jacobs* ändå slutligen avse att de nationella domstolarna bör tolka nationella straffrättsnormer EG-rättskonformt. Om så inte vore fallet, hade det knappast funnits skäl för generaladvokaten att påpeka att det ankommer på de nationella domstolarna att bedöma om en EG-rättskonform tolkning till den åtalades nackdel kan göras utan att legalitetsprincipen förhindrar det. Den andra anmärkningen är en följd av detta: Då generaladvokaten ser det ankomma på nationella domstolar att begränsa den EG-rättskonforma straffkonstituerande tolkningen så att den positiva tolkningen inte bryter mot legalitetsprincipen, åter-

<sup>563</sup> Se *Vesosso & Zanetti*-fallet (1990), Generaladvokat *Jacobs* förslag till avgörande, p. 24.

<sup>564</sup> Se *Vesosso & Zanetti*-fallet (1990), Generaladvokat *Jacobs* förslag till avgörande, p. 25.

<sup>565</sup> Se *Vesosso & Zanetti*-fallet (1990), Generaladvokat *Jacobs* förslag till avgörande, p. 26.

<sup>566</sup> Se *Asp* 2002 s. 212. Se även *Satzger* 2001 s. 542. Generaladvokat *Jacobs* fastslår nämligen att det är otänkbart att en positiv tolkningseffekt skulle uppkomma då implementeringslagstiftning saknats, trots att en gärningsman brutit mot ett (icke-implementerat) direktivs förhållningsregler. Av detta måste enligt generaladvokaten följa att straffkonstitution är utesluten även i fall man kunde beteckna vara lindrigare fall av missimplementering.

<sup>567</sup> Se *Vesosso & Zanetti*-fallet (1990), Generaladvokat *Jacobs* förslag till avgörande, p. 26.



står att utreda *vilken legalitetsprincip* generaladvokaten hänvisar till. Annorlunda uttryckt – begränsas EG-rättskonform positiv tolkningsmetod av den nationella rättens legalitetsprincip, av den sameuropeiska legalitetsprincip som formuleras med stöd av artikel 7 i EMRK eller av en egen EG-rättslig legalitetsprincip?

I *Luciano Arcaro-fallet*<sup>568</sup> diskuterades delvis gränserna för den EG-rättskonforma positiva tolkningspåverkan. Igen hade den nationella (italienska) domstolen att ta ställning till en direktivimplementering som lämnade utrymme för nationell tolkning. Denna gång gällde frågan vilka tillstånd som förutsattes för verksamhet i *befintliga anläggningar* där kadmiumutsläpp förekom. Valde man en EG-rättskonform tolkning borde också redan existerande anläggningar – inte blott sådana anläggningar som skulle komma att uppföras efter implementeringen – ha de tillstånd som lagstiftningen förutsatte. Emellertid skulle en sådan tolkning tumma på ordalydelsen i den nationella rätten. EG-domstolen valde i fallet att spinna vidare på det tänkesätt som presenterats i *Kolpinghuis-fallet*. Där tidigare fastslagits att icke-implementerade direktiv inte kunde vara direkt tillämpliga och ej heller ha en tolkningspåverkan till den åtalades nackdel, valde man nu att utsträcka konsekvensen av denna tanke till bristfälligt implementerade direktiv. Således kunde inte heller bristfälligt implementerade direktiv föranleda en positiv tolkningspåverkan då den nationellt implementerade lagstiftningen tolkades.

Å andra sidan medförde generaladvokat *Elmers* förslag till avgörande i fallet ett något annorlunda resonemang gällande EG-rättskonform tolkning av straffföreskrifter än vad som tidigare framlagts i motsvarande sammanhang. Generaladvokaten tycktes rätt entydigt, och något avvikande från tidigare fall, propagera för att också nationell strafflagstiftning skall tolkas så att resultatet är EG-rättskonformt, förutsatt att flera tolkningsmöjligheter existerar inom ramen för ordalydelsen i den nationella rätten. Håller sig den nationella domstolen inom denna ram synes inget hinder för en straffkonstituerande eller straffskärpande tolkning finnas.<sup>569</sup>

*Brottmål mot X-fallet*<sup>570</sup> handlade om en arbetsgivares eventuella överträdelse av normer om hur långa tidsintervall arbetstagare fick använda bildskärmar i sitt arbete. Den italienska implementeringen av direktivet<sup>571</sup> lämnade tolkningsutrymme för huruvida oregelbunden tillfällig överanvändning av bildskärm var förbjuden genom det förbud som förbjöd en något mindre men däremot endast

<sup>568</sup> Se *Luciano Arcaro-fallet* (1996).

<sup>569</sup> Se *Luciano Arcaro-fallet* (1996), Generaladvokat *Elmers* förslag till avgörande, p. 40: ”Den nationella domstolen skall med andra ord tillämpa den av de möjliga tolkningar som gör att den nationella lagbestämmelsen står i samklang med EG-rätten ifall ordalydelsen i den nationella bestämmelsen ger möjlighet till flera tolkningar.”

<sup>570</sup> Se *Brottmål mot X-fallet* (1996).

<sup>571</sup> Se Rådets direktiv 90/270/EEG om minimikrav för säkerhet och hälsa i arbete vid bildskärm.

regelbunden genomsnittsanvändning. Igen inledde EG-domstolen sina motiveringar klassiskt. Man hänvisade till medlemsstaternas plikt till EG-rättskonform lagtolkning samt konstaterade i samma andetag begränsningen i denna plikt för det fall att en EG-rättskonform tolkning skulle leda till straffkonstituerande eller straffskärpande tolkningsresultat. Sedan yttrar dock domstolen sin konklusion, som definierar denna begränsning. Denna konklusion är trots en något invecklad språkdräkt värd att citeras i sin helhet:

”25 Eftersom det närmare bestämt rör sig om ett sådant fall som det i målet vid den nationella domstolen, vilket rör omfattningen av det straffrättsliga ansvar som följer av en lag som särskilt har antagits för att genomföra ett direktiv, finns det anledning att klargöra att *principen* enligt vilken det påbjuds att en strafflag inte får tillämpas extensivt till nackdel för den åtalade – *vilken är en följd av den straffrättsliga legalitetsprincipen och, mer allmänt, av principen om rättssäkerhet* – utgör hinder för att väcka åtal med anledning av en handling vars åtalsgrundande karaktär inte klart framgår av lagen. *Denna princip, vilken är en av de allmänna rättsprinciper som utgör grunden för medlemsstaternas gemensamma konstitutionella traditioner, behandlas även i olika internationella fördrag, bland annat i artikel 7 i Europeiska konventionen angående skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna* (se bland annat dom från Europadomstolen för de mänskliga rättigheterna av den 25 maj 1993, Kokkinakis, serie A, nr 260-A, 52, och av den 22 november 1995, S.W. mot Förenade kungariket, serie A, nr 335-B, 35, och nr 335-C, 33).

26 Det ankommer därför på den nationella domstolen att säkerställa att *denna princip* iakttas då den nationella rätten, vilken har antagits för att genomföra direktivet, tolkas mot bakgrund av direktivets lydelse och syfte.”<sup>572</sup> [Min kursivering].

Något förenklat uttalar domstolen följande: EG-rättskonform tolkning bör eftersträvas, det är en plikt att tolka EG-rättskonformt. Om EG-rättskonform tolkning leder till straffkonstituerande eller straffskärpande resultat, bör tolkningen begränsas av principen som förbjuder att en strafflag tillämpas extensivt till nackdel för den åtalade. Sedan kommer det intressanta: Denna EG-rättsliga begränsningsprincip, som jag namnger, men som EG-domstolen myntar, är en självständig princip som enligt EG-domstolen är en följd av den straffrättsliga legalitetsprincipen och, mer allmänt, av principen om rättssäkerhet. EG-domstolen låter läsaren sedan ta del av en abstrakt positionsbestämning av denna EG-rättsliga begränsningsprincip. Begränsningsprincipen är en av de allmänna rättsprinciper som utgör grunden för medlemsstaternas gemensamma konstitutionella traditioner. Den har även behandlats i olika internationella fördrag, bland annat i artikel

<sup>572</sup> Se *Brottmål mot X-fallet* (1996) p. 25–26.

7 i EMRK. Slutligen ges en konkret positionsbestämning av begränsningsprincipen då den exemplifieras med hänvisning till domar från Europadomstolen i fallen *Kokkinakis mot Grekland* och *S.W. mot Förenade kungariket*.<sup>573</sup>

Därefter uttalar EG-domstolen vem som skall borge för att den EG-rättsliga begränsningsprincipen efterlevs: Det ankommer på den nationella domstolen att säkerställa att den EG-rättsliga begränsningsprincipen iakttas då den nationella rätten, antagen för att genomföra direktivet, tolkas mot bakgrund av direktivets ordalydelse och syfte.

Det förefaller som om EG-domstolens dom endast kan tolkas betyda att begränsningsprincipen, som aktualiseras i de fall EG-rättskonform tolkning skulle komma att medföra en positiv tolkningspåverkan i form av ett straffkonstituerande eller straffskärpande resultat till svarandens nackdel, är en EG-rättslig princip. Denna EG-rättsliga begränsningsprincip härstammar från bland annat den straffrättsliga legalitetsprincipen och principen om rättssäkerhet. Begränsningsprincipen är en del av det gemensamma europeiska (rätts)kulturarvet. Den utgör en del av samma arv som europastandardiseringen av rättsskyddet enligt artikel 7 i EMRK. Därtill exemplifieras principen av två rättsfall där Europadomstolen konstaterat att den prövade nationella lagtolkningsmetodens resultat *inte* kränkt EMRK. Begränsningsprincipen är därmed okonkretiserad ur just den defensiva synvinkel principen främst betraktas ur.

Däremot kan inte EG-domstolens dom tolkas betyda att den *nationella straffrättsliga legalitetsprincipen* förhindrar EG-rättskonform lagtolkning. Så motiveerar inte EG-domstolen begränsningsprincipen. Kalibreringen av begränsningsprincipen delegeras ej heller till den nationella domstolen, t.ex. med motiveringen att straffrättslig tolkning inte är en EG-angelägenhet på grund av bristande kompetens. I stället delegeras uttryckligen uppgiften att upprätthålla den redan definierade EG-rättsliga begränsningsprincip, som bygger på en gemensam europeisk standard och exemplifieras av rättsfall från Europadomstolen, till den nationella domstolen. Slutsatsen är att det är EG-rätten – inte den nationella straffrätten – som begränsar offensiviteten i tolkningen av nationella straffföreskrifter.<sup>574</sup>

Samma slutsats följer av generaladvokat *Colomers* resonemang, låt vara att generaladvokaten använder *den straffrättsliga legalitetsprincipen* för att beteckna det jag kallat den EG-rättsliga begränsningsprincipen. *Colomer* fastslår:

”75 Den straffrättsliga legalitetsprincipen motverkar lika starkt och absolut även i dessa fall direktivets verkan och de nationella domstolarnas skyldighet att tolka den nationella rätten i enlighet med direktiven.

<sup>573</sup> För en ingående beskrivning av fallen se ovan III.3.5.

<sup>574</sup> Så även *Satzger* 2001 s. 544–545.

76 Denna stränghet *beror inte på att den nationella strafflagen tar över* (som den berörda medlemsstaten måste ändra om det visar sig att den inte har iakttagit sina skyldigheter enligt gemenskapsrätten), *utan utgår ifrån iakttagandet av en av de principer som är gemensamma för de konstitutionella traditionerna i medlemsstaterna*, vilken samtidigt utgör en grundläggande rättighet för medborgarna i dessa stater och en grundprincip i själva gemenskapsrätten.”<sup>575</sup> [Min kursivering].

Detta citat får rimligtvis läsas som att det generaladvokaten åsyftar då han talar om den straffrättsliga legalitetsprincipen är *expressis verbis* den princip jag benämnt den EG-rättsliga begränsningsprincipen. Om generaladvokaten verkligen avsett den nationella (italienska) straffrättsliga legalitetsprincipen i fallet, hade det preciserande uttalandet om att den nationella straffrätten inte får tillåtas ta över inneburit en kontradiktion i förhållande till fortsättningen av uttalandet där Colomer vill ändra den nationella strafflagen, om den förhindrar medlemsstaten att iaktta sina skyldigheter enligt gemenskapsrätten.

Vad betyder då detta? Om man följer EG-domstolens rättspraxis bör EG-rätten tillskrivas en positiv tolkningspåverkan på den nationella straffrätten. Tolkningspåverkan är kvalificerad. Kvalifikationen består av en begränsningsprincip som EG-domstolen ger de nationella domstolarna i uppgift att värna om. Positiv EG-rättskonform lagtolkning i straffrätten accepteras, men begränsas av den EG-rättsliga begränsningsprincipen. Den EG-rättsliga begränsningsprincipen sammanfaller med kravet på att tolkningspåverkan inte skall få vara straffkonstituerande eller straffskärpande. Tolkningsresultat som den EG-rättsliga begränsningsprincipen tolererar är därmed inte heller straffkonstituerande eller straffskärpande.

Denna syn får indirekt stöd av EG-domstolen i det första värdepappersmarknadsrättsliga rättsfall som uttryckligen berör EG-rättskonform lagtolkningspåverkan i straffrätten.<sup>576</sup> Tolkningsfrågan gällde huruvida man skulle tolka det straffriskrivande undantagsrekvisitet i insiderrättens röjandeförbud extensivt, vilket legalitetsprincipen kunde anses förespråka, eller om man skulle tolka det straffriskrivande undantagsrekvisitet inskränkande, vilket EG-rätten kunde anses förespråka. *Grøngaard och Bang*-fallet<sup>577</sup> handlade om tolkningen av det röjandeförbud beträffande insiderinformation som implementerats i dansk rätt i stöd av artikel 3 a i insiderdirektivet.<sup>578</sup> Utgångspunkten i röjandeförbudet är att det är

<sup>575</sup> Se *Brottmål mot X*-fallet (1996), Generaladvokat Colomers förslag till avgörande, p. 75–76.

<sup>576</sup> Fallet gällde visserligen marknadsmissbruksdirektivets föregångare insiderdirektivet, men den skillnaden torde nog kunna försummas i analysen. Se även *Georgakis*-fallet (2007).

<sup>577</sup> Se *Grøngaard och Bang*-fallet (2005).

<sup>578</sup> Om röjandeförbudet i dansk rätt se t.ex. *Werlauff m.fl.* 2006 s. 389–393. Så även *Lau Hansen* 2005 s. 346. Om röjandeförbudet i finländsk rätt se *Knuts* 2009 b s. 652–709.

förbjudet att röja insiderinformation till tredje part. Förbudet innehåller dock vissa undantag. Det anses inte vara straffbart att röja insiderinformation om det sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åliggande. Lagtolkningsfrågan gällde alltså hur man skulle tolka undantagsrekvisitet *normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åliggande*.<sup>579</sup>

EG-domstolen utvecklade essensen i den av EG-domstolen förespråkade tolkningsmetodologin i domens punkter 22–42. Först konstaterades att röjandeförbudet har en viktig funktion i bevarandet av investerarnas förtroende för andrahandsmarknaden för värdepapper. Röjandeförbudet var ett slags förebyggande hinder mot insiderhandel. Däremot var röjandeförbudet inte absolut, utan innehöll ett undantag med stöd i artikel 3 a i insiderdirektivet. Om detta undantagsrekvisit uttalade sedan domstolen att det skall tolkas restriktivt, eftersom det var uppenbart att de ovannämnda undantagen kan omfatta många olika situationer.<sup>580</sup> Man ville alltså tolka ett straffansvarsinskränkande undantagsrekvisit restriktivt. EG-domstolen yttrade sedan:

”Det saknar betydelse för den restriktiva tolkning som skall göras av artikel 3 a i direktiv 89/592 att det är fråga om ett brottmål mot Knud Grøngaard och Allan Bang och att den straffrättsliga legalitetsprincipen är tillämplig i ett sådant mål. Precis som generaladvokaten har gjort gällande i punkt 24 i förslaget till avgörande får tolkningen av ett direktivs tillämpningsområde nämligen inte bero på i vilket slags förfarande (tvistemål, brottmål eller administrativt förfarande) som tolkningen görs gällande.”<sup>581</sup>

EG-domstolen spann således vidare på generaladvokat *Poiões Maduros* förslag till avgörande i saken där han fastslog:

”Även om jag delar uppfattningen att det på grund av att det är fråga om ett brottmål är nödvändigt att tillämpa legalitetsprincipen anser jag att den har en annan följd än vad Knud Grøngaard och Allan Bang har gjort gällande. Man måste först erinra sig att enligt artikel 13 i direktivet är medlemsstaterna endast skyldiga att säkerställa att '[p]åföljderna skall vara tillräckliga för att be-

<sup>579</sup> Enligt händelseförloppet i fallet hade *Knud Grøngaard*, som var arbetstagarrepresentant i ett danskt börsbolags styrelse, röjt insiderinformation för *Allan Bang*, som var ordförande i Finansförbundet, en fackförening för anställda inom finanssektorn. *Bang* hade i sin tur rådgjort med sina två viceordförande, samt ytterligare en medarbetare på Finansförbundets kansli på ett sätt som vidarebefordrade, d.v.s. röjde, den information som han fått av *Grøngaard*. Tack vare denna insiderinformation gjorde en tredje medarbetare sig skyldig till missbruk av insiderinformation. Då RealDanmark, bolaget vars styrelsemedlem *Grøngaard* var, offentliggjorde fusionsplanerna med Danske Bank steg RealDanmarks aktiekurs väsentligt (ca 65 %) och investerare som i stöd av insiderinformationen gällande den annalkande fusionen köpt aktier före offentliggörelsen, gjorde sig skyldig till missbruk av insiderinformation.

<sup>580</sup> Se *Grøngaard och Bang*-fallet (2005) p. 27.

<sup>581</sup> Se *Grøngaard och Bang*-fallet (2005) p. 28.

stämmelserna skall efterlevas'. Påföljden för överträdelse av direktivets bestämmelser är således inte nödvändigtvis av straffrättslig art såsom i 94.1.1 i Värdepapirhandelslov. *Tolkningen av ett direktivs tillämpningsområde får dock inte bero på inom vilket slags nationellt förfarande (tvistemål, brottmål eller administrativt förfarande) som tolkningen blir aktuell.* (6) Medan domstolen begränsar sig till att tolka direktivet ankommer det därför på den nationella domstolen att 'säkerställa att [legalitetsprincipen] iakttas då den nationella rätten, vilken har antagits för att genomföra direktivet, tolkas mot bakgrund av direktivets lydelse och syfte'. (7) Legalitetsprincipen kräver därför inte i sig en särskild tolkning av det röjandeförbud som föreskrivs i artikel 3 a i direktivet."<sup>582</sup>[Min kursivering].

Det intressantaste i generaladvokatens yttrande är att den legalitetsprincip som åsyftas, vars iakttagande måste säkerställas av den nationella domstolen, är samma princip som EG-domstolen definierat i *Brottmål mot X-fallet*. Det handlar alltså om den EG-rättsliga begränsningsprincipen. Detta framgår även tydligt av EG-domstolens fortsatta dom:

"Dessutom ankommer det på den nationella domstolen att säkerställa att rätts-säkerhetsprincipen iakttas då den nationella rätten, vilken har antagits för att genomföra ett direktiv, tolkas mot bakgrund av direktivets lydelse och syfte (se dom av den 12 december 1996 i de förenade målen C-74/95 och C-129/95, X, REG 1996, s. I-6609, punkt 26)."<sup>583</sup>

Därefter kvalificerar EG-domstolen sin tolkningsrekommendation genom att hänvisa till en välbekant klassiker:

"Det skall också erinras om att skyldigheten för den nationella domstolen att vid tillämpningen av de relevanta bestämmelserna i den nationella rätten stödja sig på innehållet i ett direktiv är begränsad, särskilt då en sådan tolkning, på grundval av direktivet och oberoende av en lag som har antagits för dess genomförande, leder till att det straffrättsliga ansvaret för dem som överträder direktivets bestämmelser fastställs eller skärps (se bland annat dom av den 8 oktober 1987 i mål 80/86, *Kolpinghuis Nijmegen*, REG 1987, s. 3969, punkt 13, svensk specialutgåva, volym 9, s. 213, och domen i det ovannämnda målet X, punkt 24)."<sup>584</sup>

Åter sätter EG-domstolen ett likhetstecken mellan iakttagandet av den EG-rättsliga begränsningsprincipen och förbudet mot straffkonstituerande och straffutvidgande tolkning. Förbudet mot straffkonstituerande och straffskärpande tolk-

<sup>582</sup> Se *Grøngaard och Bang-fallet* (2005), Generaladvokat Poirares Maduros förslag till avgörande, p. 24.

<sup>583</sup> Se *Grøngaard och Bang-fallet* (2005) p. 29.

<sup>584</sup> Se *Grøngaard och Bang-fallet* (2005) p. 30.



ning innebär således inte mera defensivitet än den defensivitet som följer av den EG-rättsliga begränsningsprincipen.

## 4.6 EG-RÄTTSKONFORM LAGTOLKNINGSMETOD I DOKTRINEN

### 4.6.1 EG-rättskonform lagtolkning och straffrätten i den nationella rättslitteraturen

Den specifika frågan om positiv EG-rättskonform lagtolkningsmetod i straffrätten har inte förorsakat en särdeles aktiv debatt i finländsk rättslitteratur.<sup>585</sup> Inom den allmänna straffrättsliga (rätts)litteraturen har visserligen *Nuotio* förtjänstfullt analyserat EG, EU och straffrätten.<sup>586</sup> Den specifika analysen av frågan om positiv EG-rättskonform lagtolkningsmetod i straffrätten förblir däremot förhållandevis begränsad.<sup>587</sup> Inte heller mera allmän straffrätt behandlar den specifika frågeställningen uttömmande.<sup>588</sup>

Ur den andra synvinkeln, d.v.s. betraktat från en EG-rättslig horisont, har problemställningen inte heller dryftats uttömmande.<sup>589</sup> Ett visst undantag utgör dock

<sup>585</sup> Frågan kunde i och för sig angripas ur både straffrättslig och EG-rättslig synvinkel. Kanske just detta upplägg gör att den specifika frågan lätt faller mellan de två (läro)stolarna. Dessutom torde även mycket av problematiken kulminera i konkreta tolkningsfrågeställningar varför det är tänkbart att den speciella straffrätten är bättre lämpad för en analys av den specifika frågeställningen. Se *Nuotio* 2007 s. 399.

<sup>586</sup> *Nuotios* produktion är i övrigt omfattande vad gäller frågeställningar som berör EU och straffrätten. Se t.ex. *Nuotio* 2001 s. 289–308, *Nuotio* 2007 s. 375–411, *Nuotio* 2003 s. 1213–1235 och *Nuotio* 2007 a s. 1102–1122.

<sup>587</sup> Se dock *Nuotio* 2007 s. 375–411 som utgör ett välbehövligt undantag.

<sup>588</sup> I den allmänna straffrätten företrädd av *Frändes* lärobok förbigås frågan nästan helt. Se *Frände* 2004 s. 42–43 som ger några exempel på EG-rättens påverkan på lagtolkningsfrågor i förhållande till legalitetsprincipen, men frågeställningen analyseras inte djuplodande. I det senaste bidraget till allmän straffrätt av *Tapani – Tolvanen* noteras visserligen den konfrontativa problemställningen, men avhandlas därefter rätt begränsat. Se *Tapani – Tolvanen* 2008 s. 152–159. Redan lite mera ålderstigen allmän straffrättslig litteratur företrädd av *Nuutila* 1997 s. 54–55 ger inte heller mera än en kort genomgång om EG-rättsliga direktivs tolkningspåverkan, eller närmare bestämt, bristande tolkningspåverkan.

<sup>589</sup> I nationella EG-rättsliga alster förefaller frågan om EG-rättskonform lagtolkning på straffrättens område inte heller ha tilldragit sig det största intresset. *Joutsamo m.fl.* 2000 s. 13–102 analyserar givetvis omfattande EG-rättens struktur och därmed både den EG-rättsliga kompetensfrågan och olika rättsakter, däribland direktivens, direkta effekt och tolkningspåverkan. Följderna av detta i förhållande till just straffrätten behandlas däremot mera minimalistiskt. Se *Joutsamo m.fl.* 2000 s. 76–77. Inte heller *Raitios* förtjänstfulla standardverk utsträcker analysen till mera än vissa grundläggande konklusioner. Se *Raitio* 2006 s. 196–197. På artikelnivå kan omnämnas *Leinonens* 2001 s. 455–482 allmänna presentation om förhållandet mellan EG och den nationella straffrätten. Författaren återger utgångspunkterna för den positiva tolkningspåverkan men går inte djupare in på

*Raitios* undersökning om EG-rättens tolkningspåverkan och rättssäkerheten.<sup>590</sup> *Raitios* undersökning är omfattande, analytisk och teoretiskt välgrundad. Men dessvärre står inte heller här någon omfattande diskussion om relationen mellan EG-rättslig lagtolkningsmetod och den nationella straffrätten att finna.

Inom straffrättens speciella del är frågeställningen allmänt taget ofta nästan helt utelämnad. *Pirjatanniemi* som undersökt miljöstraffrätt och *Sahavirta* som undersökt penningtvätt utgör dock på denna punkt undantag.<sup>591</sup> I *Pirjatanniemis* undersökning är utgångspunkten den inneboende spänning som uppstår mellan EG-rätten och straffrätten som följer av det faktum att rättsordningen inte kan uppdelas i tydliga delområden. Detta gör det omöjligt att begränsa EG-rättens påverkan enligt dessa otydliga rättsliga delområden.<sup>592</sup> Med hänvisning till *SAIL*-fallet konstateras att EG-domstolen redan i ett tidigt skede fastställt att EG-rättens tolkningspåverkan i nationell straffrätt inte kan upphöra bara för att ifrågasvarande juridiska problemställning nationellt klassificeras tillhöra straffrätten.<sup>593</sup> Det är därmed klart att EG-rätten är en betydande drivkraft också i förhållande till den nationella straffrätten – kraften är både positiv och negativ.<sup>594</sup> *Pirjatanniemi* presenterar sedan utförligt de institutionella drivkrafterna bakom en normharmonisering på miljöstraffrättens område. En stor del av analysen fokuserar dock som sig bör på det kriminalpolitiska samarbetet inom den tredje pelaren inom ramen för EU.<sup>595</sup> I *Sahavirtas* undersökning konstateras att EG-rätten och straffrätten traditionellt inte haft de tydliga beröringspunkter man med hänvisning till samhällsutvecklingen och integrationen kan förutspå att komma skall. Konkret följer således av *kommissionen mot rådet*-fallet (ovan) att kommissionen numera anser sig ha straffrättslig kompetens åtminstone i ärenden som gäller penningtvätt.<sup>596</sup> Följaktligen utgör även EG-rättens tolkningspåverkan en viktig del i författarens undersökning av penningtvätt.<sup>597</sup> I den specifika tolkningsfrågeställningen uppfattar jag således *Sahavirta* förespråka den analytiskt väl motive-

---

hur långt påverkan går samt hur detta av EG-domstolen uppställda normativa begränsningskriterium tar sig uttryck i den faktiska tolkningsuppgiften i relation till nationella tolkningsbegränsningar (d.v.s. den nationella legalitetsprincipen).

<sup>590</sup> Se *Raitio* 2002.

<sup>591</sup> Se *Pirjatanniemi* 2005 s. 151. Se *Sahavirta* 2008 s. 83.

<sup>592</sup> Till denna del motsvarar argumentet det *Satzger* kallar *Normspaltung*. Se *Satzger* 2001 s. 227. Se även *Schüppen* 1993 s. 180.

<sup>593</sup> Se *SAIL*-fallet (1972). Se *Pirjatanniemi* 2005 s. 152 och *Satzger* 2001 s. 560 – 563.

<sup>594</sup> *Pirjatanniemi* 2005 s. 154–159.

<sup>595</sup> Se *Pirjatanniemi* 2005 s. 154.

<sup>596</sup> Se *Sahavirta* 2008 s. 86.

<sup>597</sup> Se *Sahavirta* 2008 s. 83–134, som för den teoretiska analysen av den specifika frågeställningen om EG-rättens tolkningspåverkan i straffrätten. Anmärkningsvärt är att framställningen inte endast gäller den positiva tolkningspåverkan.



rade modell *Satzger* utarbetat.<sup>598</sup> Enligt denna modell innebär EG-rättens positiva tolkningspåverkan i den nationella straffrätten en plikt för den nationella domstolen att tolka nationella straffrättsnormer så EG-rättskonformt som möjligt utan att dock detta får tillåtas inkräkta på den nationella legalitetsprincipen. *Sahavirta* underlåter dock så vitt jag kan se att (som *Satzger*) motivera varför just den nationella legalitetsprincipen skulle begränsa EG-rättskonformiteten. *Sahavirta* identifierar inte heller EMRK:s roll som europeisk minimistandardisering för legalitet i EG-domstolens tolkningspraxis.

Inom den för denna avhandlings frågeställning högaktuella värdepappersmarknadsstraffrätten har frågan om EG-rättskonform lagtolkning i straffrätten knappast alls berörts. I Finland fastslår *Kurenmaa*, som undersökt missbruk av insiderinformation (SL 51:1), att direktiv inte i sig kan skapa straffrättsligt ansvar, ej heller utvidgar direktiv det straffrättsliga ansvaret.<sup>599</sup> Detta beror på att direktiven inte direkt kan skapa förpliktelser för individer och att direktiv inte direkt kan åberopas mot individer. Han tillskriver alltså den relation jag ovan vid inventeringen benämnt direktivens bristande inversa vertikaleffekt en helt och hållet avgörande betydelse för den specifika frågeställningen. Gällande direktivens tolkningseffekt medger *Kurenmaa* dock att EG-rätten bör ges företräde framom nationell rätt vid en normkonflikt. Denna tolkningseffekt kan blott uppstå i de situationer där EG-rätten inte är direkt tillämplig. Via en kort analys av direktivens tolkningseffekt konstaterar han därefter att direktiven kan användas på samma sätt som regeringens propositioner.<sup>600</sup> *Kurenmaa* tar således inte ställ-

<sup>598</sup> Anmärkas kan att *Sahavirta* inte hänvisar till *Satzgers* mycket tunga bidrag från år 2001 om europeisering av straffrätten. Således underlåter också *Sahavirta* att identifiera att hon företräder samma modell som *Satzger* ursprungligen förordat i *Satzger* 2001 och senare upprepat i *Satzger* 2005.

<sup>599</sup> Se *Kurenmaa* 2003 s. 77. ”Niillä [direktiiveillä] ei aseteta velvollisuuksia yksityisille henkilöille eikä niiden säännöksiin voida sellaisenaan vedota yksityistä henkilöä vastaan. Tästä johtuen direktiivi ei voi luoda rikosoikeudellista vastuuta tai laajentaa mahdollisesti olemassa olevaa vastuuta.” (Direktiven skapar inte obligation för individer och direktiven kan inte åberopas mot individer. Härav följer att straffrättsligt ansvar inte kan grunda sig på direktiven eller att ett redan existerande straffrättsligt ansvar inte kan utvidgas genom direktiven. [Min övers.]) Så långt gäller alltså författarens analys direktivens tänkbara direkta effekt, inte deras tolkningspåverkan.

<sup>600</sup> *Kurenmaa* 2003 s. 78: ”Oikeuslähteenä direktiivejä voidaan käyttää samalla tavoin kuin hallituksen esityksiä.” (Direktiven kan användas som rättskällor motsvarande regeringens propositioner [lagens förarbeten]. [Min övers.]) Denna slutsats förefaller härstamma från *Nuutila* 1997 s. 54–55, bortsett från att *Kurenmaa* utelämnat *Nuutilas* kvalifikation om att direktiv närmast kan förliknas vid regeringens propositioner. Propositionsparallellen får betecknas vara mycket onyanserad. Det går visserligen att konstruera fall där direktivens tolkningspåverkan ungefär resulterar i samma slutsats som regeringens propositioners tolkningspåverkan. Ett sådant enkelt fall är t.ex. fall där regeringens proposition ordagrant implementerat direktivet. Dessa fall är dock knappast av vetenskapligt intresse. I så kallade svåra fall, d.v.s. i gränslandet för vad som kan accepteras inom ramen för direktivdriven positiv lagtolkningspåverkan till svarandens nackdel skulle *Kurenmaas* syn leda till följande tolkningsrekommendation: Om direktivens tolkningspåverkan vore likadan som reger-

ning till hur stark denna tolkningspåverkan är, om tolkningspåverkan bör ges både en positiv och en negativ dimension samt hur eventuella konfrontationer mellan positiv tolkningspåverkan och den nationella straffrätten skall hanteras.

*Häyrynen*, som undersökt marknadsmissbruk, menar att bl.a. marknadsmissbruksdirektivet har en betydelse vid tolkningen av nationella normer. Direktiven påverkar tolkningen så att nationell lagstiftning skall tolkas så långt det är möjligt i enlighet med direktivens ordalydelse och syfte. Emellertid, fortsätter *Häyrynen*, är läget annorlunda vad straffrättsliga regler anbelangar. Detta beror på att EG inte har kompetens att förutsätta att regler som införlivats genom direktiv sanktioneras med hjälp av straffrätt.<sup>601</sup> Han tillskriver alltså det argument jag ovan benämnt EG:s bristande straffkompetens en avgörande betydelse. Därefter konstateras att den nationella domstolen alltid tillämpar nationell strafflag, men i sin tolkning bör den dock beakta också gemenskapsrättens påverkan.<sup>602</sup> *Häyrynen* konstaterar sedan bl.a. med hänvisning till Europadomstolens [sic] evolutiv-dynamiska tolkningstradition att en teleologisk tolkningsmetod är vanlig vid tolkningen av EU-normer och att denna teleologi får en extra genomslagskraft om den nationella implementeringen av direktivet är öppen.<sup>603</sup> *Häyrynen* relate-

---

ingens propositioners tolkningspåverkan skulle detta innebära att det förelåg en *plikt* att tolka strafflagen straffkonstituerande, enligt propositionernas ordalydelse och syfte (som f.ö. EG-domstolen kunde hjälpa finländska domstolar att utröna). Denna plikt skulle följa av regeringens propositioners supremati d.v.s. för att propositionerna normhierarkiskt har företräde framom den nationella strafflagen. Gränsen för denna offensiva tolkningsplikt skulle emellertid inte gå där GL 8 eller SL 3:1 fastställer att den bör gå, d.v.s. vid strafflagens ordalydelse, utan plikten till straffskärpande och straffkonstituerande tolkning i enlighet med regeringens propositioners syfte och ordalydelse, skulle begränsas av EMRK-legaliteten, närmare bestämt artikel 7 i EMRK och rättspraxis i anknytning till den, eftersom EG-domstolen valt att begränsa tolkningspåverkan vid denna punkt. Både motiven och resultatet av denna propositionsparallell *Kurenmaa* synes företräda saknar normativt stöd och verklighetsförankring. Jag har inte heller kunnat finna stöd för den i rättspraxis.

<sup>601</sup> Se *Häyrynen* 2006 s. 73. Här påminner argumentationen om det synsätt som *Asp* kallat det dåtida synsättet, som förutom att det enligt *Asp* 2002 s. 27 måste sägas vara ganska naivt, sannolikt aldrig varit korrekt. Se f.ö. gällande EG:s (bristande) straffkompetens t.ex. rådets direktiv 91/308/EEG av den 10 juni 1991 om åtgärder för att förhindra att det finansiella systemet används för tvättning av pengar och rådets direktiv 2002/90/EG av den 28 november 2002 om definition av hjälp till olaglig inresa, transitering och vistelse. Se även *kommissionen mot rådet*-fallet (2005) p. 47–48.

<sup>602</sup> Trots att påståendet förvisso håller streck, förblir i någon mån oklart *varför* den nationella domstolen, enligt *Häyrynen*, bör beakta EG-rätten i sin tolkning av den nationella strafflagen, då han nyss fastslagit att tolkningen av straffrättsliga regler – till skillnad från tolkningen av övrig nationell lag – inte skall beakta EG-rättsliga direktiv på grund av att EG saknar kompetens att beordra medlemsstaterna att sanktionera normöverträdelser genom straffrättsliga sanktioner. Dessutom övergår sedan *Häyrynen* 2006 s. 74 till att diskutera EU-normernas tolkningspåverkan, vilket kan anses förvånande, eftersom den bristfälliga straffkompetensen han tidigare talat om gällt EG, och frågan om straffkompetens kan anses vara radikalt annorlunda i fallet EU. (Man kan dessutom notera att marknadsmissbruksdirektivet, vars tolkningseffekt *Häyrynen* granskar utgående från EU-normers tolkningspåverkan i själva verket är ett EG-rättsligt direktiv.)

<sup>603</sup> Se *Häyrynen* 2006 s. 74.

rar dock aldrig denna tolkningspåverkan till tänkbara argument mot en EG-rättskonform lagtolkning som följer av t.ex. den nationella legalitetsprincipen.

Dessa båda finländska värdepappersmarknadsstraffrättsliga analyser underlättar så vitt jag kan se att problematisera och nyansera den förhållandevis fascinerande intressekonflikt som råder mellan EG-rättskonform positiv lagtolkningspåverkan och den nationella straffrätten. Måhända är också det rätt begränsade utrymme på vilket frågeställningarna behandlats och det faktum att ingendera analysen hänvisar till EG-domstolens rättspraxis ett implicit tecken på att författarna måste läsas företräda den ståndpunkt enligt vilken en faktisk normintegration inte får sådana genomslag i den nationella straffrätten att den skulle vara värd en (EG-rättslig) mässä. Det är kanske därför skäl att snarare dra slutsatsen att frågan blivit en smula styvmoderligt behandlad än att ingående kritisera framställningarna.<sup>604</sup>

#### 4.6.2 EG-rättskonform lagtolkning och straffrätten i den internationella rättslitteraturen

Inom den allmänna straffrätten i Sverige och Tyskland finns undersökningar som tillför den analytiska diskussionen om EG-rättskonform tolkningspåverkan i den nationella straffrätten en betydlig argumentativ tyngd. I Tyskland har framför allt *Satzger* i sin habilitationsskrift från 2001 analyserat frågeställningen.<sup>605</sup> I Sverige har *Asp* inom ramen för en monografi från 2002 undersökt förhållandet mellan EU och straffrätten.<sup>606</sup>

*Satzger* utvecklar en modell för hur positiv EG-rättskonform lagtolkning skall gestaltas. Inledningsvis konstateras som ett resultat av undersökningen att grundsatsen om EG-rättskonform lagtolkningsmetod gäller även inom straffrätten.<sup>607</sup> Att denna grundsats inte begränsas av bristen i EG:s straffrättsliga kompetens är uppenbart med hänvisning till EG-domstolens rättspraxis. Ej heller rättsvetenskapen förefaller ifrågasätta denna grundsats.<sup>608</sup> I ett nationellt perspektiv upp-

<sup>604</sup> På denna punkt är inte heller övriga nordiska värdepappersmarknadsstraffrättsliga undersökningar av något mervärde. Den danska rättslitteraturen, främst företrädd av *Lau Hansen* 2001 och *Moalem* 2004 förefaller ha varseblivit frågan först till följd av *Grøngaard och Bang*-fallet (2005), se *Moalem* 2009 s. 38–53. Se *Lau Hansen* 2009 s. 33–44. Den norska rättslitteraturen företrädd av *Wasenden* 2007 s. 345–362 noterar visserligen den problematiska relationen men analyserar inte djuplodande de rättsdogmatiska fundamenten i problemställningen. Dessutom behandlas inte alls EG-domstolens rättspraxis. För en kort diskussion i svensk rätt se *af Sandeberg* 2001 s. 55.

<sup>605</sup> Se *Satzger* 2001. Noteras kan också *Satzgers* lärobok från 2005, se *Satzger* 2005.

<sup>606</sup> Se *Asp* 2002. Undersökningen tar också utförligt upp EG-rättsliga direktivs tolkningspåverkande effekt i förhållande till den nationella (svenska) straffrätten.

<sup>607</sup> Se *Satzger* 2001 s. 551: "Damit läßt sich als erstes Ergebnis festhalten: Auch im Strafrecht gilt der Grundsatz der gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung."

<sup>608</sup> Se *Satzger* 2001 s. 550.

ställs ändå en gräns för EG-rättslig tolkningspåverkan på grund av det *Satzger* kallar straffrättens *Schonungsgrundsatz*. Gränsen operationaliserar bevarandet av den nationella rättsliga identitetens särart. Denna tanke förhindrar följaktligen att en nationell domstol någonsin skulle kunna tvingas tolka nationell rätt EG-rättskonformt på ett sådant sätt att tolkningsresultatet av den nationella rätten på grund av EG-rätten skulle komma att stå i strid med den nationella rättens ordalydelse.<sup>609</sup> Att med EG-rättskonformitet motivera en straffrättslig tolkning som medför att straff konstitueras i strid med den nationella rättens uttryckliga ordalydelse är därför inte acceptabelt. Om detta accepterades, skulle nämligen EG-rätten *de facto* bryta sig in i och påverka något sådant, vars nationella särart EG-rätten förbundit sig att inte påverka.<sup>610</sup>

Då denna yttersta gräns för EG-rättskonformiteten i lagtolkningen uppställts är följande steg att granska den EG-rättsliga tolkningspåverkan innanför denna yttersta gräns. Här blir resultatet att EG-rättskonform lagtolkning innebär en plikt för den nationella lagtolkaren att *av flera acceptabla tolkningsalternativ*<sup>611</sup> välja det som är mest EG-rättskonformt.<sup>612</sup>

Därefter förflyttas analysen till ett EG-rättsligt perspektiv, eller frågan om hur strikt det begränsningskriterium som uppstår inom EG-rätten är. Frågan lyder, fortsättningsvis inom den nationella ordalydelsegränsen, om ett EG-rättsligt begränsningskriterium ytterligare kan inskränka det tolkningsutrymme inom vilket den nationella lagtolkaren kan röra sig. I en jämförelse mellan den EG-rättsliga begränsningsprincipen och den nationella legalitetsprincipen blir *Satzgers* slutsats att ifall den nationella legalitetsprincipen tillåter en mera offensiv tolkning än den EG-rättsliga begränsningsprincipen, begränsas EG-rättskonform lagtolkning till den åtalades nackdel snävare på grund av den EG-rättsliga begränsningsprincipen än fallet vore enligt den nationella straffrättsliga legalitetsprincipen. Då den nationella straffrättsliga legalitetsprincipen i *Tyskland* anses vara åtminstone lika strikt som den EG-rättsliga begränsningsprincipen förblir den EG-rättsliga begränsningsprincipen till denna del utan effektiv verkan i tysk straffrättslig lagtolkningsmetod.<sup>613</sup>

<sup>609</sup> Se *Satzger* 2001 s. 551–553.

<sup>610</sup> Se *Satzger* 2001 s. 551.

<sup>611</sup> Tolkningar som bryter mot den nationella ordalydelsegränsen är inte ett acceptabelt alternativ.

<sup>612</sup> Se *Satzger* 2001 s. 551–552. Den uppenbara pedagogiska parallellen är här tysk författningskonform lagtolkningsmetod som gör gällande att det mest författningskonforma alternativet skall väljas då flera alternativ finns att tillgå.

<sup>613</sup> Se *Satzger* 2001 s. 552–554. Intressant nog anför *Satzger* 2001 s. 554 att Skandinavien och Finland på denna punkt kunde utgöra jurisdiktioner där inte den nationella straffrättsliga legalitetsprincipen är striktare än den EG-rättsliga begränsningsprincipen. Detta skulle då leda till att den EG-rättsliga begränsningsprincipen effektivt begränsade den offensiva tolkningspåverkan i dessa länder. Jag delar inte *Satzgers* uppfattning om nivån på legalitetsprincipen i Finland.

Till sist analyserar *Satzger* EG-domstolens upprepade (och något vilseledande) uttalande om att en straffkonstituerande eller straffutvidgande tolkning är förbjuden.<sup>614</sup> Slutsatsen av analysen blir att det av EG-domstolen myntade förbudet mot en straffkonstituerande eller straffutvidgande tolkning är ett skenproblem – inte ett effektivt begränsningskriterium – eftersom straffkonstituerande eller straffutvidgande tolkning enligt EG-domstolens definition bör förstås avse en så radikalt utvidgande tolkning som också skulle anses strida mot den EG-rättsliga begränsningsprincipen. Att tala om dels den EG-rättsliga begränsningsprincipen, dels förbudet mot straffkonstituerande eller straffutvidgande tolkning i den bemärkelse EG-domstolen gör innebär alltså en tautologi.<sup>615</sup>

Detta utmynnar i slutsatsen att en EG-rättskonform positiv tolkningspåverkan i den nationella straffrätten är tillåten och önskvärd, även om tidigare angivna begränsningar gör att man inte kan tala om ett kategoriskt imperativ.<sup>616</sup> EG-rättens positiva tolkningspåverkan begränsas emellertid av den nationella straffrättens ordalydelsegräns. I tysk straffrätt medför inte heller den EG-rättsliga begränsningsprincipen något av mervärde som gräns för EG-rättskonform positiv tolkningspåverkan i den nationella straffrätten.<sup>617</sup> Detta beror på att den EG-rättsliga begränsningsprincipen inte ser striktare på offensiv lagtolkning än den tyska legalitetsprincipen.

*Asp* gör en grovindeln i två tänkbara modeller för EG-rättslig tolkningspåverkan i den nationella straffrätten. Enligt den första huvudmodellen skulle varje utvidgning eller skärpning av straffansvaret som en följd av EG-rättskonform lagtolkning vara förbjuden.<sup>618</sup> Enligt den andra huvudmodellen skulle en utvidgning eller skärpning av straffansvaret till följd av EG-rättskonform lagtolkningsmetod vara acceptabel inom det tolkningsutrymme den nationella lagstiftningen medger.<sup>619</sup>

Den förra, absolut begränsade modellen, kritiseras och förkastas av *Asp*. Motiveringen är framför allt pragmatisk och gör gällande att denna modell bygger på ett antagande om att *utgångspositionen* enligt nationell rätt skulle kunna fastställas, varefter den EG-rättsliga tolkningspåverkan kunde adderas för att slutli-

<sup>614</sup> Se t.ex. *Kolpinghuis Nijmegen-fallet* (1987) p. 14. Uttalandet kan anses vara vilseledande för att det ger en skepnad av att definiera begränsningen för tolkningen mycket mera definitivt än den del av EG-domstolens rättspraxis som spinner vidare på den tolkningsmetod som ofta inledningsvis definieras av detta *Kolpinghuis*-uttalande.

<sup>615</sup> Se *Satzger* 2001 s. 555–559.

<sup>616</sup> EG-rättskonformiteten bör för tydlighetens skull noteras kunna spela både till den åtalades fördel och nackdel. Se *Satzger* 2001 s. 563–565. Precis som ovan konstaterats avhandlas dock här endast den positiva lagtolkningspåverkan som går till den åtalades nackdel.

<sup>617</sup> Se *Satzger* 2001 s. 563–565.

<sup>618</sup> Se *Asp* 2002 s. 224–226. Här får EG-domstolens yttrande i t.ex. *Kolpinghuis Nijmegen-fallet* (1987) p. 14 ses som uttalandet som provocerar fram denna första modell.

<sup>619</sup> Se *Asp* 2002 s. 227–229.

gen ta ställning till om summan av EG-rättslig tolkningspåverkan och nationellt rättsläge överstiger det acceptabla på offensivitetsskalan. Problemet i detta tankeexperiment är att det är orealistiskt att förmå isolera den nationella rätten så att en utgångsposition som kunde tjäna som referenspunkt för EG-rättskonform tolkningspåverkan vore möjlig att finna.<sup>620</sup>

Den senare, relativt begränsande modellen, får understöd av *Asp*. Enligt den modellen skulle alltså en EG-rättskonform tolkningspåverkan till den åtalades nackdel vara möjlig. En förutsättning är dock att ett sådant tolkningsalternativ vore förenligt med den ordalydelsegräns som den nationella lagstiftaren uppställt. Denna relativt begränsade modell skulle således tillskriva EG-rätten en tolkningspreciserande funktion. Samma slutsats kan omfattas trots att man alternativt kunde ersätta den nationella ordalydelsegränsen med något annat begränsningskriterium, t.ex. Europadomstolens praxis under EMRK artikel 7.<sup>621</sup>

Slutsatsen blir alltså att den relativt begränsande modellen, som använder den nationella lagstiftningens ordalydelsegräns som gräns, bör väljas. Däremot är det uppenbart orealistiskt att tro att det skulle finnas en giltig modell för exakt var den konkreta gränsen för den positiva lagtolkningspåverkan bör sättas.<sup>622</sup>

## 4.7 KONFRONTATION

Jag har ovan analyserat omfattningen av EG-rättskonform lagtolkningspåverkan. Eftersom den konkreta omfattningen av tolkningspåverkan endast uppstår i relation till den konfrontativa tolkningspåverkan som en defensivt legalistisk lagtolkningsmetod (straffrättslig legalitet eller EMRK-legalitet) medför, skall i det följande de två konfrontativa utgångspunkterna – defensivitet och offensivitet – gestaltas. Gestaltandet av utgångspunkterna sker därför i dels ett EG-rättsligt perspektiv dels ett nationellt perspektiv. De konfrontativa utgångspunkterna skall därefter utgöra grunden för den syntes av kalibreringen av lagtolkningsmetoden som i följande sammanfattande kapitel avslutar denna del av avhandlingen.

Man vore frestad att konstatera att det råder något av en gråzon – hellre än en tabuzon – mellan EG-rätten och medlemsstaternas nationella straffrätt(er).<sup>623</sup>

<sup>620</sup> Se *Asp* 2002 s. 225. Om den nationella rätten t.ex. brottas med frågan om ett visst beteende konstituerar brott eller inte, kan denna vacklande referenspunkt inte gärna användas för att fastslå att den brottskonstituerande domen var summan av det nationella rättsläget och en EG-rättskonform lagtolkningspåverkan.

<sup>621</sup> Se *Asp* 2002 s. 229.

<sup>622</sup> Se *Asp* 2002 s. 229.

<sup>623</sup> Jag tolkar konstaterandet i *Asp* 2002 s. 229 om att det är orealistiskt att föreställa sig att det skall gå att finna ett slutgiltigt svar på vilken av alla tänkbara modeller som är ”gällande” understödja detta påstående. Antecknas kan att jag, trots att jag delar *Asps* uppfattning, inte delar *Asps* syn på



Detta gör det vanskligt att skapa en allmänt gångbar teori för EG-rättskonform lagtolkningspåverkan i nationell straffrätt. Därmed förblir frågeställningen kasuistisk och för min avhandlings syfte starkt sammankopplad med den medlemsstatsspecifika politiska dynamik som influerar relationen mellan EG-rättskonform tolkningspåverkan och straffrätt. Jag koncentrerar mig därför i det följande på förhållandet mellan positiv EG-rättskonform lagtolkning och finländsk straffrättslig lagtolkningsmetod.<sup>624</sup>

I ett EG-rättsligt perspektiv är så vitt jag kan bedöma utgångspunkten klar: Av EG-rättens företrädare, uttryckt bland annat genom lojalitetsprincipen, följer en plikt för de nationella domstolarna att tolka nationell lagstiftning EG-rättskonformt. Denna offensiva grundsats bromsas inte av det faktum att denna plikt kan påstås resultera i ett slags förtäckt straffrättskompetens för EG som kunde anses stöta sig med den ovan presenterade relationen som uttrycker bristande straffrättskompetens.<sup>625</sup>

Att EG:s bristande straffrättskompetens skulle begränsa den EG-rättskonforma tolkningspåverkan så att den nationella straffrätten kunde exkluderas från sfären av tolkningspåverkan stöter på patrull redan på förhållandevis elementära grunder. Problemet med argumentet om EG:s bristande/icke-åberopade straffrättskompetens som begränsning för tolkningspåverkan är hur man skall definiera det område, inom vilket EG:s kompetens brister. För att lösa definitionsproblemet hållbart med tanke på EG-rättens *sui generis*-natur, måste EG-rättens kompetensbegränsningar definieras utgående från EG-rätten. Det uppstår nämligen en logisk paradox om den nationella rätten tillåts definiera vad som är sådan nationell (straff)rätt som är undantagen EG-rättens supremati och därmed dess inflytande.<sup>626</sup> Det faktum att Finland valt att implementera ett EG-rättsligt direktiv i den nationella straffrätten kan inte i ett EG-rättsligt perspektiv tillåtas resultera i att Finland därmed effektivt valt att segregera denna del av den nationella straffrätten från EG-rättens tolkningspåverkan.<sup>627</sup> Det är därmed entydigt att Fin-

---

att detta skulle berättiga en akademisk forskare att lämna det lösningsförslag som forskaren argumenterar för öppet.

<sup>624</sup> Samtidigt som frågeställningen primärt gäller straffrätten skall även på grund av den förvaltningsrättsliga varianten av förbudet mot kursmanipulation, denna variant kursoriskt kommenteras.

<sup>625</sup> På denna punkt förordar jag således en mera plikttrogen syn än *Satzger* som förefaller föra fram att någon plikt till konformitetstolkning inte existerar, utan att imperativet är begränsat. Se *Satzger* 2001 s. 551.

<sup>626</sup> Logiken i argumentet är till denna del identiskt med Europadomstolens logik i argumentet om varför en anklagelse för brott i EMRK artikel 6 i det första Engelkriteriet inte skall kunna vara beroende av den nationella lagstiftarens exkluderande klassifikation av vad som inte är brott. Se även ovan III.3.3.1.

<sup>627</sup> Argumentet lyder: Förpliktelsen att tolka nationell rätt EG-konformt är en huvudregel. Huvudregeln har ett undantag – straffrätten. För att huvudregeln skall vara effektiv kan inte undantaget

land inte kan invända att tolkningen av gärningsrekvisitet i förbudet mot kursmanipulation kan ske isolerat från EG-rättslig tolkningspåverkan bara för att Finland valt att ge reglerna som föreskrivits i marknadsmissbruksdirektivet en straffrättslig status i Finland.<sup>628</sup>

I ett nationellt perspektiv är utgångspunkten likaledes klar: Den nationella domstolens tolkningsuppgift gäller uttryckligen att tolka den nationella rätten. Därav följer att det är den nationella rättens *ordalydelsegräns* som är den yttersta gränsen för det tolkningsresultat den nationella domstolen kan komma till i sin tolkning av den nationella rätten. Det är inte tänkbart att EG-rättens tolkningspåverkan kan leda till ett slutresultat där EG-rättens förverkligande gör att tolkningen av nationell rätt utförs på ett sätt som överskrider den ordalydelsegräns som existerar i den nationella rätten.<sup>629</sup> Just denna ståndpunkt, att det är den nationella rätten som den nationella domstolen tolkar, förefaller även EG-rätten uttryckt i form av EG-domstolens rättspraxis att omfatta.<sup>630</sup>

Den nationella rättens ordalydelsegräns är i mitt tycke en konsekvens av den andra ovan identifierade relationen mellan EG-rätten och den nationella rätten. Det är således den EG-rättsliga bristande direkta inversa vertikaleffekten – inte EG:s eventuella brister i straffrättskompetens – som är avgörande för den yt-

---

tillåtas definieras av den förpliktade parten – medlemsstaten. Annars följer att förpliktelsen aldrig kan vara effektiv, eftersom den förpliktade parten genom undantagsdefinitionen alltid tillåts definiera en begränsning i förpliktelsen. Konkret har denna logik bekräftats ett flertal gånger av EG-domstolen. Se t.ex. *SAIL-fallet* (1972) p. 5: "Article 177, which is worded in general terms, draws no distinction according to the nature, criminal or otherwise, of the national proceedings within the framework of which the preliminary questions have been formulated. The effectiveness of community law cannot vary according to the various branches of national law which it may affect. The court therefore has jurisdiction to reply to the questions submitted." Se även Pirjatanniemi 2005 s. 151–152. Se Asp 2002 s. 28–29.

<sup>628</sup> Man kan här se tydliga paralleller till den utvecklingstendens som den europeiska integrationen generellt uppvisar. En statsvetenskaplig nyfunktionalistisk syn gör gällande att integrationen drivs av en växelverkan mellan de involverade parterna och att denna växelverkan leder till en s.k. *spill over*-effekt, d.v.s. en påverkan som svämmas över även utanför det ursprungligen tänkta området för påverkan. *Schumans* ursprungliga skiss för gemenskapens hårda ekonomiska kärna som en gång var kol och stål har genom *spill over*-effekten brett ut sig till betydligt flera samhällsområden. En central orsak till detta är att samhällsfunktionerna insveper varandra i ständig växelverkan. Samma *spill over*-effekt sker också mellan de olika rättsområdena. När praktiska rättsfrågor avgörs existerar inte absoluta gränser mellan rättskategorier, utan samhällsfunktionernas växelverkan får en *spill over*-effekt som går utanför rättskategorigränserna. Därför kan inte heller den nationella straffrätten isoleras, utan utsätts för rättslig integration. Se *Nugent* 1999 s. 506–519. Se *Raitio* 2006 s. 93–94.

<sup>629</sup> Jag väljer medvetet att inte problematisera ordalydelsegränsens existens i detta sammanhang. Uppenbart är att man kunde anföra att någon ordalydelsegräns inte existerar överhuvudtaget. En sådan radikal syn på språket har emellertid ingenting med normativ juridik att skaffa. Hela utgångspunkten i den normativa juridiken är nämligen att begrepp kan definieras språkligt och att därmed ordalydelsegränsen existerar.

<sup>630</sup> Se t.ex. *Grøngaard och Bang-fallet* (2005), punkt 29.



tersta gränsen för tillåten tolkning i den *nationella rätten*. Det är ett medvetet val att på denna punkt betona den nationella rätten: De EG-rättsliga direktivens bristande inversa vertikaleffekt är nämligen identisk oavsett hur man valt att klassificera det rättsområde i vilket den nationella rätten som tolkas ingår. Den nationella rättens ordalydelsegräns gäller således oavsett om förbudet mot kursmanipulation som tolkas förekommer i straffrättslig eller förvaltningsrättslig tappning.

## 5 Syntes om kalibrering – preliminär tillämpning

### 5.1 SYNTES

Då de två utgångspunkterna gestaltats och konfrontationen konstaterats är det så dags för en syntes. Uppgiften är nu att sammanjämka de två perspektiven i vilka utgångspunkterna är klara. Därefter bör resultatet av sammanjämningen återkopplas till den kontext för förbudet mot kursmanipulation som tidigare presenterats i avhandlingens del II. Sist skall den syntes av kalibreringen, som uppstår till följd av återkopplingen till kontext, tillämpas preliminärt. Jag uppställer således avslutningsvis på ett teoretiskt plan en tillämpningsmodell för min lagtolkningsmetod som sedan konkretiseras i avhandlingens avslutande del (IV).

Eftersom den nationella rättens ordalydelsegräns utgör den absoluta gränsen för EG-rättens tolkningspåverkan är det ointressant att diskutera EG-rättens positiva tolkningspåverkan utanför den nationella ordalydelsegränsen. En sådan situation är ointressant att diskutera, eftersom EG-rätten saknar en tolkningspåverkan i detta fall. Av intresse är däremot den EG-rättsliga tolkningspåverkan inom den nationella ordalydelsegränsen. Inte heller denna situation erbjuder i mitt tycke särskilt stora intellektuella utmaningar. Eftersom EG-rättskonform positiv tolkningspåverkan enligt här företrädd syn är den nationella domstolens plikt, vilken plikt begränsas av den nationella ordalydelsen, är förstås den nationella domstolen förpliktad att – för det fall att flera alternativ finns inom den nationella ordalydelsegränsen – välja det tolkningsalternativ som är mera EG-rättskonformt än övriga alternativ. Det faktum att EG-domstolen ibland för fram att den EG-rättskonforma tolkningsmetoden inte får leda till en straffkonstituerande eller straffskärpande lagtolkningsmetod påverkar inte det ovarsagda. Så som framgått vid genomgången av EG-domstolens rättspraxis är detta klassiska uttalande en övergripande passus som sedermera fått ett preciserat innehåll som gör att förbudet mot straffkonstitution eller straffskärpning bör förstås mindre defensivt än själva uttryckssättet i den övergripande passusen förefaller antyda. Den egentliga intellektuella utmaningen förflyttas således till positioneringen av den nationella ordalydelsegränsen. Det är nämligen vid denna gräns som slaget om rätt tolkningsmetod accentueras.

Den nationella ordalydelsegränsen är begreppsligt sett problematiskt i en diskussion om acceptabel eller oacceptabel lagtolkning. Problemet ligger däri, att den nationella ordalydelsegränsen förvisso existerar i ett abstrakt tillstånd, men

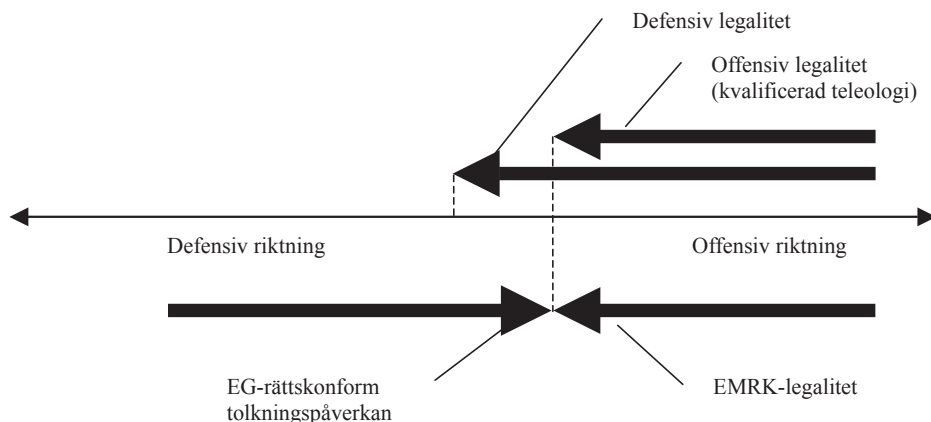
konkretiseras först i och med att den nationella rätten tolkas. För att konkretisera den nationella ordalydelsegränsen måste alltså den nationella rätten tolkas, men för att detta skall kunna ske måste en lagtolkningsmetod användas för att fastställa var den nationella ordalydelsegränsen ligger. Jag har ovan presenterat tre olika domstolars metoder för att fastställa var ordalydelsegränsen ligger i form av tre olika domstolars lagtolkningsmetoder. Undersökningen så här långt har fört fram att de tre domstolarna utnyttjar åtminstone fyra olika metoder för att definiera den yttersta gränsen för tillåten lagtolkning – den nationella rättens ordalydelsegräns.

HD upprätthåller en defensiv lagtolkningsmetod och en kvalificerat teleologisk (offensivare) lagtolkningsmetod. Den defensiva metoden är klassisk och mycket fåordig vad gäller tolkningsmetodologin. Den kvalificerade teleologin är modernare och synes anamma en retorik som Europadomstolen presenterat: Skyddssyftet i den tolkade normen utgör där det teleologiska elementet, medan en rimlig förutsägbarhet (åtminstone retoriskt) står för den defensiva kvalifikationen av teleologin.

Europadomstolen upprätthåller en EMRK-legalitet som i lagtolkningen i anslutning till artikel 7 gör gällande att en defensiv lagtolkningsmetod, som ändå är något tandlös, upprätthålls.

EG-domstolen myntar en EG-rättslig begränsningsprincip som förefaller sätta gränsen för offensiviteten i tolkningen på en europastandardiserad miniminivå som EG-domstolen konkretiserar genom att hänvisa till Europadomstolens (offensivitetsaccepterande) rättspraxis.

Den ovan gestaltade kombinationen leder i mitt tycke till en tydlig tendens mot att i europeiska sammanhang propagera för en kvalificerat teleologisk tolkningsmetod. Denna tolkningsmetod skulle motsvara den lagtolkningsmetod som HD omfattar i sin kvalificerade teleologiska tolkningsmetod. Tolkningsmetoden skulle således även motsvara Europadomstolens tolkningsmetod rent retoriskt (och normativt), även om Europadomstolens kalibrering av sin EMRK-legalitetsbetonande tolkningsmetod får konstateras vara något öppen. Denna tolkningsmetod skulle därmed även vara den tolkningsmetod EG-domstolen åsyftade då den begränsar den positiva tolkningspåverkan EG-rätten tillåts ha. Dessa tre domstolars tolkningsmetod förefaller således sammansmälta till något som kunde beskrivas som ett europeiskt sätt att gestalta hur den nationella ordalydelsegränsen skall dras upp vid tolkningen av bl.a. marknadsmissbruksdirektivets implementeringar i nationell rätt. I visuell tappning, på samma skala som tidigare utnyttjats, kunde denna sammansmältning uttryckas enligt följande:



Den naturliga följdfrågan lyder därmed: vad händer med HD:s defensiva variant av straffrättslig legalitet då förbudsnormen som tolkas är en nationell implementering av ett EG-rättsligt direktiv? Svaret på ett dekontextualiserat teoretiskt plan är att den *inte* skall tillämpas, eftersom den inte är EG-rättskonform i det läge där den nationella domstolen står inför ett val där den defensiva tolkningsmetodens motkandidat är en kvalificerat teleologisk lagtolkningsmetod som i högre grad förverkligar EG-rätten utan att stöta sig med den nationella rättens ordalydelsegräns. Svaret rubbas inte av det faktum att förbudet mot kursmanipulation förekommer i en straffrättslig tappning i Finland. Det är ett val som inte medför denna diskussion något av relevans av anledningar som redan ovan presenterats.

## 5.2 ÅTERKOPPLING TILL KONTEXT

Eftersom jag anförde att rätten – också förbudet mot kursmanipulation – är beroende av sin kontext, är det emellertid skäl att inte nöja sig med det dekontextualiserade svaret som presenterats ovan. I stället bör syntesen nyanseras genom att den återkopplas till kontext. Ovan presenterade dekontextualiserade svar bör således vidareutvecklas. Lagtolkningsmetoden som tillämpas då förbudet mot kursmanipulation tolkas bör assimilera det motiv jag tidigare presenterat.

Svaret på frågan om vad som händer med HD:s defensiva variant av straffrättslig legalitet då förbudsnormen som tolkas är förbudet mot kursmanipulation, bör därför ges på ett kontextualiserat konkret plan. Detta svar är följaktligen *beroende av den tolkade normen och dess funktion*. Därmed förskjuts uppgiften

från att kalibrera lagtolkningsmetod till att mot bakgrunden av kontext konkretisera vilket *telos* det är frågan om då den nationella domstolen står inför uppgiften att tolka förbudet mot kursmanipulation med beaktande av dess syfte. Huvuddelen av denna uppgift är mycket konkret och skall därför utföras i den konkretiserande delen av avhandlingen (del IV) där förbudet mot kursmanipulation tolkas och systematiseras. Jag skall här således nöja mig med att endast övergripande upprepa min teoretiska syn på syftet med värdepappersmarknadsreglering som beivrar kursmanipulation. Denna återkoppling till kontext (del II) påverkar således kalibreringen.

I egenskap av liberalist företräder jag generellt sett en reduktionistisk syn på reglering av värdepappersmarknader.<sup>631</sup> Syftet med värdepappersmarknadsreglering är att skapa och upprätthålla effektiva värdepappersmarknader. En effektiv värdepappersmarknad är en marknad som har en instrumentell funktion.<sup>632</sup> Detta innebär att en effektiv värdepappersmarknad är en värdepappersmarknad där marknadsaktörerna i största möjliga mån förmår utföra de transaktioner de önskar utan någon form av intervention.

Denna marknads- och regleringssyn får en klar konsekvens för funktionaliseringen av den lagtolkningsmetod med vilken regler mot kursmanipulation tolkas.<sup>633</sup> För att reglerna inte genom tolkning skall omformuleras till en implicit överreglering av marknaden bör reglerna generellt tolkas restriktivt. En sådan tolkning betonar förutsägbarheten av utgången av lagtolkningen. Endast denna

<sup>631</sup> Se bl.a. Knuts 2004 s. 559–588, Knuts 2007 s. 142–156 och Knuts 2009 s. 59–79.

<sup>632</sup> Se ovan II.2. Se vidare t.ex. Hayek 1982:2 s. 118–119 som reducerar marknaden till något helt instrumentellt inom ramen för den spontana ordning som uppstår i form av ett katallaktiskt spel. Se vidare Hayek 1982:2 s. 129–130: ”*All the law can do is to add to the number of favourable possibilities likely to arise for some unknown person and thus to build up an increasing likelihood that favourable opportunities will come anyone’s way. But though the aim ought to be to add to everyone’s prospects, it will normally not be known whose prospects will be improved by a particular legislative measure, and how much.*” Se även Smith 1863 s. 21–22. Att upprätthållandet av marknadsens funktion är fundamentalt för samhället påvisas också av Pöyhönen 2000 s. 82–83. I sin omstrukturering av förmögenhetsrätten ser han bl.a. fungerande marknader utgöra en sådan byggsten som kan tillskrivas en implicit samhällelig grundrättighetsstatus. ”*Toimivilla markkinnoilla on luonnollinen paikkansa perusoikeusjärjestelmän osana. Ilman toimivia markkinoita monien varallisuusoi keudellisten perusoikeuksien toteuttamismahdollisuusdet heikkenisivät olen naisesti. Ajatus perusoikeuksista juuri toimintamahdollisuuksien luojana, ylläpitäjänä ja turvaa jana vastaa yhtä perusoikeus uudistuksen keskeisistä tavoitteista.*” (En fungerande marknad har en naturlig roll i grundrättssystemet. Förverkligandet av många förmögenhetsrättsliga grundrättigheter skulle väsentligen försvåras utan en fungerande marknad. Tanken om att grundrättigheter uttryckligen skapar, upprätthåller och tryggar de samhälleliga verksamhetsmöjligheterna motsvarar ett av grundrättighetsreformens centrala syften. [Min övers.]) Tankegången påminner mycket om Hayeks filosofi. Se även Lau Hansen 2009 s. 33–34 som utgår ifrån en reduktionistisk marknadsyn som tilldelar marknaden en instrumentell funktion.

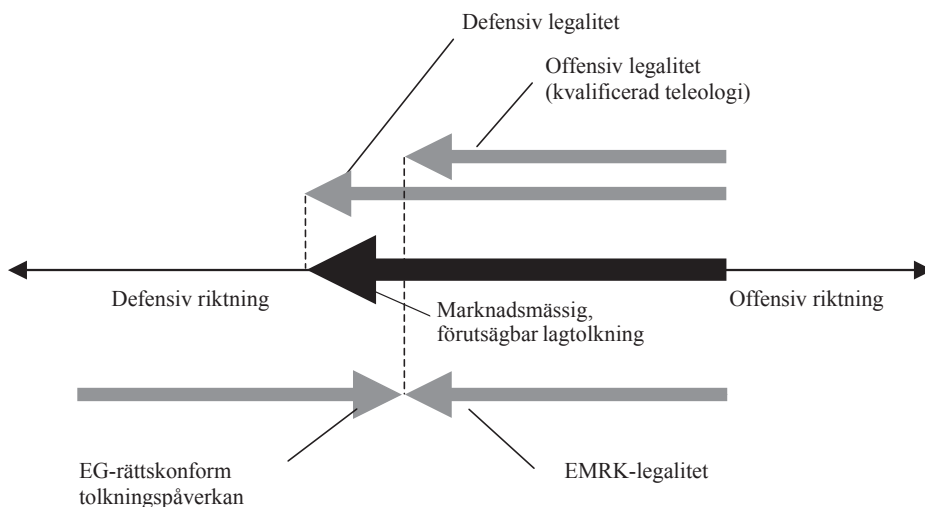
<sup>633</sup> Denna marknads- och regleringssyn får också konsekvenser för andra regler på värdepappersmarknaden, men dessa hör inte till avhandlingens frågeställning.

förutsägbarhet borgar för tydliga kontraster i regleringen i form av tydliga gränser mellan det som är tillåtet och otillåtet. En alternativ tolkningsmetod innebär en oförutsägbarhet *vis-à-vis* utgången av lagtolkningen. Det tål att upprepas: En oförutsägbarhet är på värdepappersmarknaden samma sak som en osäkerhet. En osäkerhet är en risk. En risk på värdepappersmarknaden är något marknadsaktörer eftersträvar att undvika. *En förutsägbar tolkning av värdepappersmarknadsrätten förminskar således lagtolkningsrisken på värdepappersmarknaden* och ökar således aktiviteten på värdepappersmarknaden och värdepappersmarknadens effektivitet. Konkret innebär detta att en omfattande tolkning av förbudet mot kursmanipulation gör att information som gäller värdepappersmarknaden uteblir och att transaktioner som effektiviserar värdepappersmarknaden lämnas ogjorda på grund av att de är förknippade med en lagtolkningsrisk.<sup>634</sup>

Betoningen av förutsägbarheten i den lagtolkningsmetod som utnyttjas i värdepappersmarknadsrätten betonar således samma teoretiska argument med vilket en legalistisk lagtolkningsmetod i straffrätten motiveras.<sup>635</sup> För en undersökning av vilken lagtolkningsmetod som borde tillämpas av en domstol som ställs inför uppgiften att tolka värdepappersmarknadsrättsliga regler som kan generera ett straff eller en strafflik sanktion är förstås denna upptäckt tillfredsställande. Den resulterar nämligen i slutsatsen att en kontextualiserad och således funktionell lagtolkningsmetod i värdepappersmarknadsstraffrätten medför en betoning av det förutsägbara i lagtolkningen. Således kan offensiviteten och defensiviteten sammanjämkas utan att syntesen stöter sig med den liberalistiska ideologi jag omfattar. På värdepappersmarknaden talar legalitetsprincipen och teleologin delvis samma språk eftersom marknadsfunktionalismen förespråkar förutsägbarhet i lagtolkningen. *Då värdepappersmarknadsstraffrättsliga regler tolkas förskjuts följaktligen betoningen i lagtolkningsmetoden mot förutsägbarhet.* I visuell tappning på samma skala som tidigare utnyttjats kan detta uttryckas enligt följande:

<sup>634</sup> Jag har tidigare argumenterat för motsvarande ståndpunkter i värdepappersmarknadsrätten. Se särskilt Knuts 2007 s. 149, Knuts 2009 s. 59–79 och Knuts 2009 b s. 654–655. Se Lau Hansen 2001 s. 1 som för fram behovet av att tolka regler om informationsmissbruk på värdepappersmarknaden marknadsorienterat, vilket innebär en tolkning som betonar förutsägbarhet. Se Schröder 2007 s. 8 som ser tolkningen av marknadsmissbruksregler styras av målet att upprätthålla marknadens funktionsduglighet. Se Ziouvas 2005 s. 150–175 som utvecklar en marknadsfunktionalistisk syn på regler om insiderhandel, vilka sedan tolkas. Ziouvas betonar dock även (s. 175–206) investerarskyddet som en motkraft mot marknadsfunktionalismen. Se även Hakamies 2008 s. 108.

<sup>635</sup> Se fram för allt Frände 1989 s. 169.



## 5.3 PRELIMINÄR TILLÄMPNING

I den avslutande delen av avhandlingen (del IV) kommer jag att konkretisera de rättsdogmatiska problemställningar som är förknippade med tolkningen av förbudet mot kursmanipulation. Den teoretiskt kontextualiserade, kalibrerade lagtolkningsmetod som jag presenterat i denna del av avhandlingen (del III) är nyckeln till lösningen på de dogmatiska problemställningarna.

Så som tidigare aviserats förekommer förbudet mot kursmanipulation i en form som omfattar två systematiskt divergerande former av kursmanipulation. Detta faktum inverkar på tillämpningen av den lagtolkningsmetod som utnyttjas i del IV. I informationsbaserad kursmanipulation kommer således lagtolkningsmetoden att uppvisa en annan relation till kontext än i marknadskraftsbaserad kursmanipulation. I bägge varianter är dock kopplingen mellan den kontextualiserade lagtolkningsmetoden och de konkretiserade dogmatiska problemställningarna tydlig. Jag kommer således att återkomma till denna koppling. Vid gestaltningen av delikten för informationsbaserad kursmanipulation och marknadskraftsbaserad kursmanipulation (del IV, kapitel 3 respektive kapitel 5) kommer således återkopplingen att slutföras på det abstrakta planet. Vid tolkningen av gärningsrekvisitet i förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation och marknadskraftsbaserad kursmanipulation (del IV kapitel 4 respektive kapitel 6) kommer återkopplingen att slutföras på det konkreta planet.

# IV

## KONKRETISERING – NORMATIV DEL





# 1 Allmänt om konkretisering

Denna normativa del av avhandlingen tillämpar den lagtolkningsmetod som ovan (i del III) kalibrerats på förbudet mot kursmanipulation. Denna del syftar således till att konkret tolka och systematisera förbudet. Objektet för undersökningen i denna normativa del är därmed *gärningsrekvisitet* i förbudet mot kursmanipulation i VPML 5:12.<sup>636</sup>

Det är enkelt att fastslå *att* tolkningen och systematiseringen av gärningsrekvisitet i förbudet mot kursmanipulation bör konkretiseras. Förbudet är ett abstrakt uttryck för lagstiftarens vilja och rättsvetenskapen har en nyckelroll i konkretiseringen av förbudet. Det är däremot betydligt svårare att fastslå *hur* förbudet mot kursmanipulation bör konkretiseras. Förbudet mot kursmanipulation omfattar (så som nedan konstateras) flera systematiskt divergerande beteendeformer. Förbudets uttryckssätt är varierande i olika jurisdiktioner. Förbudet har i rättsvetenskapen konkretiserats genom olika tolknings- och systematiseringsalternativ som inte utgör ett enhetligt fält. Föreliggande avhandling har således en tydlig uppgift i att analytiskt – och mot bakgrunden av det i avhandlingen tidigare framställda – konkretisera tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation.

Denna del av avhandlingen handlar om valet av rätt tolknings- och systematiseringsmodell samt dess konkreta tillämpning. Valet av rätt tolknings- och systematiseringsmodell görs genom att konstruera en konkretiserad tolknings- och systematiseringsmodell utgående från förbudets kontext (del II), den kalibrerade lagtolkningsmetod som valts (del III) samt de tolknings- och systematiseringsmodeller som tidigare uppställts för förbudet mot kursmanipulation. Den konkretiserade tillämpningen av den valda tolknings- och systematiseringsmodellen görs genom att presentera typfallssituationer av gärningsmönster som potentiellt utgör kursmanipulation samt tolka och systematisera dessa med hjälp av tidigare presenterad lagtolkningsmetod, lyhört för tidigare presenterad kontext. Så skapas en konkretiserad tolkning och systematisering av förbudet mot kursmanipulation.

Denna normativa del av avhandlingen är uppbyggd på följande sätt: Först presenteras i en komparativ del i kapitel 2 sätten på vilka vissa europeiska länder implementerar det förbud mot otillbörlig marknadspåverkan som definieras i marknadsmissbruksdirektivet. Syftet är att granska hur för Finland relevanta juris-

<sup>636</sup> Se även SL 51:3 och LOF 4:40–42 för en överblick av förbudet.

diktioner tagit sig an regleringsuppgiften. Utgående från de olika varianter av förbudet som komparationen presenterat analyseras därefter systematiken i förbudet. Syftet är att kritiskt granska olika systematiseringsvarianter som förekommit i lagstiftning och rättslitteratur för att ur dessa varianter utvinna en preliminär systematiseringsmodell som utnyttjas i den fortsatta framställningen om förbudet mot kursmanipulation. I den preliminära systematiseringsmodellen betonas (kraftigare än i existerande modeller) den systematiska skillnaden mellan informationsbaserad kursmanipulation och marknadskraftsbaserad kursmanipulation.

Mot bakgrunden av den preliminära systematiseringsmodell som här omfattas analyseras i kapitel 3 deliktet för *informationsbaserad kursmanipulation*. Syftet med kapitlet är att inom ramen för teoretisk rättsdogmatik uppställa en modell för hur förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation bör tolkas och systematiseras. Tyngdpunkten i den teoretiska dogmatiken som tillämpas på informationsbaserad kursmanipulation ligger uttryckligen vid att gestalta förhållandet mellan information och kurspåverkan. Kapitlet presenterar således två olika modeller för hur relationen mellan information och kurspåverkan kan hanteras rättsdogmatiskt. Avslutningsvis presenteras ett motiverat lösningsförslag för hur relationen mellan information och kurspåverkan skall gestaltas vid tolkningen och systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation.

Kapitel 4 konkretiserar tidigare i kapitel 3 presenterade teoretiska rättsdogmatiska analys för att inom ramen för tolkningen av gärningsrekvisitet presentera konkreta typfallssituationer av informationsbaserad kursmanipulation. Syftet med kapitlet är att presentera konkreta, verklighetsnära juridiska tolkningsproblem samt anföra tolkningsrekommendationer som utnyttjar den kalibrerade lagtolkningsmetod och den empiriska kunskap som tidigare analyserats i avhandlingen.

Kapitel 5 tar ett steg tillbaka för att åter på ett teoretiskt rättsdogmatiskt plan analysera deliktet för *marknadskraftsbaserad kursmanipulation*. Syftet med kapitlet är att inom ramen för teoretisk rättsdogmatik uppställa en modell för hur förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation bör tolkas och systematiseras. Tyngdpunkten i analysen ligger vid att gestalta bedömningsgrunder som tillämpas då förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation skall tolkas och systematiseras.

Kapitel 6 konkretiserar tidigare presenterade teoretiska analys för att inom ramen för en tolkning av gärningsrekvisitet presentera konkreta typfallssituationer av marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Syftet med kapitlet är att presentera konkreta, verklighetsnära juridiska tolkningsproblem samt anföra tolkningsrekommendationer som utnyttjar den kalibrerade lagtolkningsmetoden och den empiriska kunskap som analyseras i avhandlingen.

Kapitel 7 presenterar negativa rekvisit. Negativa rekvisit avser här undantagsstadganden, vars tillämplighet gör att ovan presenterade gärningsrekvisit inte

uppfylls. Syftet med kapitlet är således att tolka och systematisera sådana konkreta undantagssituationer som gör att kursmanipulation (i bägge former) inte skall anses föreligga, trots att gärningsrekvisitet för kursmanipulation (i bägge former) i och för sig konstaterats vara tillämpligt.

Kapitel 8 utgör en sammanfattning över avhandlingens normativa del, medan det allra sista kapitlet (kapitel 9) är en avslutande diskussion om hela avhandlingen.



---

## 2 Förbudet mot kursmanipulation – komparation och systematik

### 2.1 INLEDNING

Denna avhandling syftar till att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Detta kapitel i avhandlingen komparerar först och systematiserar sedan preliminärt förbudet mot kursmanipulation. Den preliminära systematiseringen möjliggör den fortsatta systematiska analysen av förbudet mot kursmanipulation i de följande kapitlen av avhandlingen.

För att systematisera förbudet mot kursmanipulation skall först en komparativ analys utföras. Syftet är att granska olika modeller som vissa för Finland relevanta europeiska jurisdiktioner utnyttjat vid implementeringen av marknadsmissbruksdirektivets förbud mot otillbörlig marknadspåverkan för att på detta sätt låta sig inspireras inför den förestående tolknings- och systematiseringsuppgiften. Tillvägagångssättet i kapitlets komparativa del är följande: Först av allt presenteras marknadsmissbruksdirektivet som utgör en sameuropeisk fond för beivran av otillbörlig marknadspåverkan/kursmanipulation. Mot denna fond utförs sedan komparationerna. För att hålla komparationen hanterbar preciseras jämförelsen till att gälla Finland, Sverige, Danmark, Tyskland och England. Därtill fokuseras jämförelsen till att betrakta tre aspekter i respektive jurisdiktion. Således är de variabler som kompareras följande: Först undersöks om marknadsmissbruksdirektivet implementerats så att man skapat ett dubbelspårigt sanktionssystem eller om man endast gått in för att upprätthålla ett enkelspårigt system. Därefter undersöks hur de utvalda europeiska lagstiftarna i fallet informationsbaserad kursmanipulation gått in för att normativt definiera relationen mellan informationen och kurspåverkan i förbudet mot kursmanipulation. Avslutningsvis undersöks hur de utvalda europeiska lagstiftarna i fallet marknadskraftsbaserad kursmanipulation gått in för att normativt definiera den oacceptabla prisnivå vid vilken en värdepapperskurs inte får låsas.

Efter den utförda komparationen skall en analys av olika existerande systematiseringsalternativ utföras. I rättslitteraturen har olika alternativa sätt att systematisera förbudet mot kursmanipulation presenterats. Dessa granskas och kritiseras för att utgående från dels existerande systematiseringsalternativ, dels den komparativa analysen anföra en preliminär systematiseringsmodell för förbudet mot kursmanipulation. Tillvägagångssättet i kapitlets systematiseringsdel är att utnyttja existerande systematiseringsmodeller för att skapa en egen preliminär

systematiseringsmodell. Den preliminära systematiseringsmodellen utnyttjas sedan i denna avhandling inom ramen för de fortsatta dogmatiska analyser som utförs gällande förbudet mot kursmanipulation (både informationsbaserad kursmanipulation och marknadskraftsbaserad kursmanipulation).

## 2.2 KOMPARATION

### 2.2.1 Marknadsmisbruksdirektivet

I marknadsmisbruksdirektivet föreskrivs att otillbörlig marknadspåverkan (vilket i Finlands benämns kursmanipulation) skall förbjudas.<sup>637</sup> I direktivet skapas ett krav på tillnärmningen av de nationella lagstiftningarna.<sup>638</sup> Varje medlemsstat skall alltså förbjuda otillbörlig marknadspåverkan, som definieras EG-rättsligt.<sup>639</sup> Uppställningen i definitionen av otillbörlig marknadspåverkan i marknadsmisbruksdirektivet får tolkas vara kvasisystematisk. Till uppställningen hör en uppdelning av definitionen i tre kategorier i artikel 1(2)(a)–(c). Systematiskt betraktat kan (a) primärt anses uttrycka informationsbaserad kursmanipulation men sekundärt även marknadskraftsbaserad kursmanipulation, (b) informationsbaserad kursmanipulation och (c) informationsbaserad kursmanipulation. Av dessa förefaller dock (a) och (b) beskriva den variant av informationsbaserad kursmanipulation jag nedan benämner transaktionsbaserad kursmanipulation medan (c) beskriver den variant av informationsbaserad kursmanipulation jag nedan benämner kommunikationsbaserad kursmanipulation.

Lagstiftningstekniskt får skrivningen av förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan i marknadsmisbruksdirektivet anses vara något ovanlig sedd ur finländsk straffrättslig synvinkel. Den traditionella finländska metoden får väl anses ha varit att, inspirerad av legalitetsprincipen, eftersträva tillräckligt bestämda förbud, som dock är abstrakta på ett sätt som överlåter åt domaren att tolka det abstrakta förbudets utsträckning.<sup>640</sup> Någon längre lista över exempel som anses uppfylla det abstrakta förbud som domaren tolkar brukar inte inkluderas i strafflagen, eller ens lagens förarbeten.<sup>641</sup> Den metod som EG-rätten använder är på denna punkt annorlunda. Som nedan kan konstateras är den EG-rättsliga skriv-

<sup>637</sup> Själva förbudet ingår i marknadsmisbruksdirektivet artikel 5. Det ankommer på medlemsstaterna att förbjuda varje person att bedriva otillbörlig marknadspåverkan. Se *Diehm* 2006 s. 123–155 för en presentation av marknadsmisbruksdirektivet.

<sup>638</sup> Om direktivens roll i tillnärmandet av medlemsstaternas lagstiftning se III.4.4.

<sup>639</sup> Definitionen av innehållet i förbudet ingår i marknadsmisbruksdirektivet artikel 1(2).

<sup>640</sup> Om lagtolkning i straffrätten med legalitetsprincipen som rättesnöre se III.2.5.4.

<sup>641</sup> Se till exempel kriminaliseringen av bedrägeri i SL 36:1.

ningen av definitionen av otillbörlig marknadspåverkan förhållandevis värdeöppnen.<sup>642</sup> Supplerande exempel får sedan anses erbjuda typfall eller preciseringar. De är en förteckning över det normgivaren ansett kunna uppfylla de värdeöppna definitioner som angetts.

I marknadsmissbruksdirektivets artikel 1(2)(a) definieras således otillbörlig marknadspåverkan som:

”a) Transaktioner eller handelsorder

- som ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument, eller
- som genom en persons agerande eller fleras samarbete låser fast priset på ett eller flera finansiella instrument vid en onormal eller konstlad nivå.”<sup>643</sup>

Detta exemplifieras i samma artikel av ett förfarande som har tydliga drag av s.k. marknadskraftsbaserad kursmanipulation, varför exemplet får läsas åsyfta framför allt den senare definitionen i artikel 1(2)(a) ovan:

” – Att en person, eller flera personer i samarbete, verkar för att skapa sig en dominerande ställning när det gäller utbud eller efterfrågan på ett finansiellt instrument, och detta får till följd, direkt eller indirekt, att inköps- eller försäljningspriser fixeras eller andra oskäligen transaktionsvillkor skapas.”

För att komplettera och precisera marknadsmissbruksdirektivet, gavs även flera s.k. stöddirektiv i samband med reformen av värdepappersmarknadsregleringen.<sup>644</sup> Ett av dessa stöddirektiv var det s.k. definitionsdirektivet. I definitionsdirektivets artikel 4 stadgas om otillbörlig marknadspåverkan i samband med falska eller vilseledande signaler och prissäkring. Där anges alltså signaler som *kan* innebära att otillbörlig marknadspåverkan enligt marknadsmissbruksdirektivet, artikel 1(2)(a), föreligger. Detta får således läsas som en lista över indikationer på otillbörlig marknadspåverkan:

”Vid tillämpning av punkt 2 a i artikel 1 i direktiv 2003/6/EG, och utan att det påverkar de exempel som anges i punkt 2 andra stycket i artikeln, skall med-

<sup>642</sup> Normgivningstekniken i de relevanta direktiven uppvisar tydliga spår av t.ex. lagstiftningstekniken i amerikanska federala Securities Act 1933 och Securities Exchange Act 1934. Se *Cox m.fl.* 2006 s. 653–742. Securities Exchange Act 1934 innehåller Rule 10(b) som ger SEC kompetensen att skapa regler mot *manipulation* och *deception*. I stöd av denna kompetensnorm utfärdade SEC 1942 Rule 10b-5 som förbjuder ”*the employment of manipulative and deceptive devices*”. Se *Lau Hansen* 2002 s. 135–142. Se även *Papachristou* 2006 s. 111.

<sup>643</sup> Samma artikel innehåller även ett undantagsstadgande: ”utom i de fall då personen som utförde transaktionen eller handelsordern kan visa att hans skäl att utföra densamma är legitima och att transaktionen eller ordern stämmer överens med godtagen marknadspraxis på den berörda reglerade marknaden.”

<sup>644</sup> Om direktivpaketet och lagstiftningsprocessen se I.1.3.



lemsstaterna se till att följande signaler (som inte är uttömmande), som i sig själva inte nödvändigtvis skall anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan, beaktas när transaktioner eller handelsorder granskas av marknadsaktörer och behöriga myndigheter:

- a) Givna handelsorder eller utförda transaktioner utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen i det relevanta finansiella instrumentet på den berörda reglerade marknaden, särskilt när dessa aktiviteter leder till en väsentlig förändring av priset på det finansiella instrumentet.
- b) De handelsorder eller de transaktioner som utförts av personer med en betydande köp- eller säljposition i ett finansiellt instrument leder till väsentliga förändringar av priset på det finansiella instrumentet eller relaterade derivatinstrument eller underliggande tillgångar som tagits upp till handel på en reglerad marknad.
- c) Utförda transaktioner leder inte till någon förändring av det verkliga ägandet av ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad.
- d) Givna handelsorder eller utförda transaktioner inbegriper omkastningar av positioner under en kort period och utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen av det relevanta finansiella instrumentet på den berörda reglerade marknaden och skulle kunna sättas i samband med väsentliga förändringar av priset på ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad.
- e) Givna handelsorder eller utförda transaktioner är koncentrerade till ett kort tidsintervall under handelsdagen och leder till en prisförändring som därefter vänder.
- f) Givna handelsorder förändrar uppgifterna om bästa köp- eller säljkurs för ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad, eller mer allmänt uppgifterna om den orderbok som är tillgänglig för marknadsaktörerna, och tas tillbaka innan avslut sker.
- g) Handelsorder som ges och transaktioner som utförs vid eller i närheten av en särskild tidpunkt när referenspriser, avräkningspriser och värderingar beräknas och som leder till prisförändringar som har inverkan på dessa priser och värderingar.”<sup>645</sup>

I marknadsmissbruksdirektivet artikel 1(2)(b) definieras otillbörlig marknadspåverkan på ett sätt som systematiskt sett beskriver s.k. informationsbaserad kursmanipulation utförd genom transaktioner (transaktionsbaserad kursmanipulation). Otillbörlig marknadspåverkan är:

”b) Transaktioner eller handelsorder där falska förespeglingar eller andra slag av vilseledande eller manipulationer utnyttjas.”

Detta exemplifieras i artikel 1(2)(b) av det klassiska *marking the close*-beteendet:

<sup>645</sup> Se Knuts 2004 s. 572–574. Se Ferrarini 2004 s. 724–726. Se Häyrynen 2006 s. 200–201.

” – Att köpa eller sälja finansiella instrument strax innan marknaden stänger på ett sådant sätt att de investerare som handlar på grundval av slutkursen vilseleds.”

I definitionsdirektivets artikel 5 stadgas om otillbörlig marknadspåverkan i samband med falska eller vilseledande signaler. Där anges alltså signaler som kan innebära att kursmanipulation enligt marknadsmissbruksdirektivet, artikel 1(2)(b), föreligger:

”Vid tillämpning av punkt 2 b i artikel 1 i direktiv 2003/6/EG, och utan att det påverkar de exempel som anges i punkt 2 andra stycket i artikeln, skall medlemsstaterna se till att följande signaler (som inte är uttömmande), som i sig själva inte nödvändigtvis skall anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan, beaktas när transaktioner eller handelsorder granskas av marknadsaktörer och behöriga myndigheter:

- a) Handelsorder som ges eller transaktioner som utförs av personer och som föregås eller följs av spridning av falsk eller vilseledande information av samma personer eller av personer som står i nära förbindelse till dem.
- b) Handelsorder som ges eller transaktioner som utförs av personer före eller efter det att samma personer eller personer som står i nära förbindelse till dem tar fram eller sprider analyser eller investeringsrekommendationer som är felaktiga eller partiska eller bevisligen påverkade av väsentliga intressen.”

I marknadsmissbruksdirektivet, artikel 1(2)(c) definieras otillbörlig marknadspåverkan på ett sätt som systematiskt beskriver informationsbaserad kursmanipulation utförd med hjälp av kommunikationsinformation (kommunikationsbaserad kursmanipulation). Otillbörlig marknadspåverkan är:

- ”c) Spridning genom medierna, inklusive Internet, eller på annat sätt av information som ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler om finansiella instrument, även spridning av rykten och falska eller vilseledande nyheter, om personen som spred informationen insåg eller borde ha insett att den var falsk eller vilseledande.”<sup>646</sup>

Detta exemplifieras i samma artikel av ett klassiskt *scalping*-beteende:

”– Att ta positioner i ett finansiellt instrument och utnyttja en tillfällig eller regelbunden tillgång till traditionella eller elektroniska medier genom att yttra sig om det finansiella instrumentet (eller indirekt om emittenten av detta) och därefter dra nytta av den påverkan dessa yttranden får på priset på det finan-

<sup>646</sup> I samma artikel anges ett undantag för journalister: ”När journalister verkar i sin yrkesroll skall spridning av sådan information bedömas, utan att det påverkar tillämpningen av artikel 11, med hänsyn till regler som är tillämpliga på deras yrke, såvida inte dessa personer direkt eller indirekt erhåller fördel eller vinning genom att sprida informationen i fråga.”

siella instrumentet utan att samtidigt ha offentliggjort intressekonflikten på ett korrekt och effektivt sätt.”

Ett mycket viktigt tillägg som påverkar analysen av det EG-rättsliga direktivpaketets syfte finns inkluderat i marknadsmissbruksdirektivets grundläggande definitionsparagraf i artikel 1(2)(a). Detta tillägg får sägas vara främmande för straffrättslig lagstiftningsteknik och kan tänkas påverka tolkningen av förbudet mot kursmanipulation t.ex. inom ramen för den EG-rättskonforma positiva tolkningspåverkan jag ovan identifierat. I tillägget stadgas om den EG-rättsliga ansatsen och därmed även marknadsmissbruksdirektivets syfte.<sup>647</sup> Detta syfte förefaller vara att skapa ett dynamiskt skydd mot marknadsmissbruk. Att beivran av otillbörlig marknadspåverkan därmed uppvisar starka drag av att försöka skjuta på ett rörligt mål är klart, eftersom marknadsmissbruksdirektivet stadgar att:

”Definitionen på otillbörlig marknadspåverkan skall anpassas så att den även kommer att omfatta nya handelsmönster som i praktiken utgör otillbörlig marknadspåverkan.”<sup>648</sup>

Denna anpassningsuppmaning får i straffrättslig kontext läsas som en anstiftan till obestämd normgivning gällande definitionen av kursmanipulation.<sup>649</sup> Anpassningskravet gör att lagstiftaren ställs inför uppgiften att antecipera vilka nya (ännu okända) gärningssätt i form av handelsmönster som bör kunna komma att införas under definitionen av kursmanipulation. För att lyckas med detta tvingas lagstiftaren operera med värdeöppna definitioner som är anpassningsbara till förändringar i den kontextuella verklighet – värdepappersmarknaden – där förbudet mot kursmanipulation opererar.<sup>650</sup> Annars lyckas man inte anpassa nutidens definition till framtidens gärningssätt. Att skjuta mot rörliga mål med straffrättslig lagstiftning får dessvärre anses högst dubiöst med tanke på legalitetsprincipens förutsägbarhetsideal.<sup>651</sup>

<sup>647</sup> Innebörden av marknadsmissbruksdirektivets syfte och ordalydelse är central i den EG-rättskonforma lagtolkningsmetoden. Se III.4.7.

<sup>648</sup> Se marknadsmissbruksdirektivet artikel 1(2).

<sup>649</sup> Man får väl anse att den finländska lagstiftaren på denna punkt hörsammat anstiftan lite sämre än t.ex. lagstiftningskolleger i Sverige. Se för den finländska lagstiftningen IV.2.2.2 och för den svenska lagstiftningen IV.2.2.3.

<sup>650</sup> Anstiftan får därmed läsas som ett slag för en situationskänslighet i lagstiftningsmetoden. Det är inte osannolikt att detta har en uppluckrande påverkan på striktheten i argumentationsteorin vid tolkningen av förbuden eller på den tillämpade rättskälleläran. Se även III.4.2.

<sup>651</sup> Ett utmärkt exempel på denna utmaning är *short selling*. Handelsmönstret får i och för sig anses vara tillåtet, men ändå föremål för diskussion om det borde förbjudas (och även föremål för temporära förbud) uttryckligen med hänvisning till dess marknadsmanipulativa användningssätt. Se FSA DP 09/1 s. 11. Se även Knuts 2009 s. 59–79.

Marknadsmisbruksdirektivet ställer inga krav på att ett straffrättsligt sanktionssystem för överträdelse av de definierade förhållningsreglerna skall skapas i medlemsstaterna.<sup>652</sup> Däremot ställs nog ett krav på att eventuella överträdelse skall sanktioneras. Därtill förutsätts att sanktionerna skall vara effektiva, proportionerliga och avskräckande.<sup>653</sup> Det stadgas också uttryckligen att detta inte skall påverka medlemsstaternas rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder.<sup>654</sup>

Marknadsmisbruksdirektivet tar inte konkret ställning till relationen mellan information och kurspåverkan. Vissa antydningar om att denna koppling i marknadsmisbruksdirektivet kan tolkas vara tämligen lös ges dock i artikel 1(2)(a) och artikel 1(2)(c). I dessa uttrycks nämligen definitionen av otillbörlig marknadspåverkan semantiskt med hjälp av kravet på att informationen skall ge eller *förväntas ge* falska eller vilseledande signaler om utbud, efterfrågan eller pris på finansiella instrument. Å andra sidan talar direktivet genomgående om en *marknadspåverkan*, inte försök till marknadspåverkan, förväntad marknadspåverkan eller någon annan prematur kvalifikation av påverkan då resultatet av (de otillåtna) gärningarna och den information de förmedlar diskuteras.

Marknadsmisbruksdirektivet definierar prisnivå, vid vilken marknadspriset inte får låsas fast, genom att utnyttja rekvisiten onormal och konstlad. Det är i synnerhet skäl att konstatera att marknadsmisbruksdirektivet på denna punkt i förbudet utnyttjar bindeordet *eller*. Detta medför att priset (enligt direktivet) varken får låsas vid en nivå som är onormal eller låsas vid en nivå som är konstlad.

## 2.2.2 Finland

I Finland har marknadsmisbruksdirektivet och definitionsdirektivet implementerats i VPML, SL och LOF. Därmed gjordes förändringar i det tidigare förbudet mot kursmanipulation i SL.<sup>655</sup> Förbudet mot kursmanipulation, som gäller sedan den 1 juli 2005, finns i straffrättslig variant i SL 51:3. Där stadgas ett förbud mot att manipulera kursen för värdepapper:

”Den som för att bereda sig eller någon annan ekonomisk vinning manipulerar kursen för värdepapper som är föremål för offentlig handel eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 § i värdepappersmarknadslagen, skall för kursmanipulation dömas till böter eller fängelse i högst två år.”<sup>656</sup>

<sup>652</sup> Till denna del har EG inte gått in för att testa gränserna med att yrka på en tillnärmning av medlemsstaternas straffrättsystem.

<sup>653</sup> Se marknadsmisbruksdirektivet artikel 14.

<sup>654</sup> *Ibid.* Observeras skall att denna artikel tolkats något olika i Finland, Sverige och Danmark. Se nedan IV.2.2.2, IV.2.2.3 och IV.2.2.4.

<sup>655</sup> Se RP 137/2004 s. 72. Se även *Knuts* 2004 s. 559–561.

<sup>656</sup> SL 51:3.

Av den lagstiftningsteknik som använts i SL 51:3 följer att kursmanipulation i straffrätten definieras i SL 51:6 med hjälp av en direkt hänvisning:

”Som kursmanipulation anses i detta kapitel sådan kursmanipulation som avses i 5 kap. 12 och 15 § i värdepappersmarknadslagen.”<sup>657</sup>

Den som söker efter det innehållsmässigt informativa förbudet mot kursmanipulation finner i VPML 5:12.1 ytterligare en bekräftelse på att kursen för värdepapper inte får manipuleras:

”Kursen för värdepapper som är föremål för offentlig handel eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 § får inte manipuleras.”

I VPML 5:12.2 finns sedan det som förefaller vara den sökta definitionen av vad kursmanipulation egentligen är. Att denna definition snarast är en uppräknings tecken på kursmanipulation – inte ett försök till en abstrakt eller systematisk definition av kursmanipulation – framgår vid en läsning av lagens förarbeten.<sup>658</sup> Denna metod ligger f.ö. helt i linje med den normgivningsteknik marknadsmissbruksdirektivet och dess stöddirektiv använder (även om denna teknik som sagt får betraktas vara något ovanlig för den nationella straffrätten).<sup>659</sup>

”Med kursmanipulation avses

- 1) vilseledande köp- eller säljanbud, skenavslut och andra svikliga förfaringsätt rörande värdepapper som är föremål för offentlig handel eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 §,

<sup>657</sup> SL 51:6. Antecknas kan att VPML 5:15 gäller Finansinspektionens rätt att utfärda närmare föreskrifter som behövs för att genomföra de rättsakter som utfärdats med stöd av marknadsmissbruksdirektivet. Detta rör sig alltså om Finansinspektionens möjligheter att finjustera regleringen i anslutning till kursmanipulation. På grund av skrivningen i SL 51:6 skulle det alltså vara kriminaliserat att i vinningssyfte bryta mot Finansinspektionens framtida finjustering. Jag analyserar inte det problem som uppstår i förhållande till legalitetsprincipen då man utnyttjar en ovan beskriven framtida *in blanco* blankettkriminaliseringsmetod. Orsaken är att Finansinspektionen i skrivande stund inte utnyttjat denna finjusteringsmöjlighet. Uppenbart är att framtida *in blanco* blankettfullmakter givna åt den marknadsövervakande myndigheten tummar på legalitetsprincipens förutsägbarshetsideal. Problematiskt är dessutom maktfördelningsstrukturen i sådana fall där samma myndighet utfärdar normen som myndigheten sedan tolkar inom ramen för sin övervakande funktion.

<sup>658</sup> Se RP 137/2004 s. 72: ”Enligt den föreslagna bestämmelsen skall således som förbjuden kursmanipulation betraktas vidtagande av de vilseledande åtgärder enligt 2 mom. 1–3 punkten som är tecken på kursmanipulation.”

<sup>659</sup> Således anges i definitionsdirektivet olika signaler som, om de förekommer på marknaden, kan vara ett tecken på kursmanipulation. Listan över signaler är inte uttömmande. Att en signal förekommer innebär inte automatiskt att det är frågan om kursmanipulation.

- 2) affärstransaktioner och andra åtgärder som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper som är föremål för offentlig handel eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 §,
- 3) affärstransaktioner och andra åtgärder genom vilka en person eller flera i samarbete låser fast priset på värdepapper som är föremål för offentlig handel eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 § vid en onormal eller konstlad nivå, eller
- 4) offentliggörande eller annan spridning av falsk eller vilseledande information om värdepapper som är föremål för offentlig handel eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 §, om den som offentliggör eller sprider informationen visste eller borde ha vetat att informationen är falsk eller vilseledande.”

Ifrågavarande paragraf innehåller ytterligare några preciserande undantag. Det första gäller upphovsmän enligt lagen om yttrandefrihet i masskommunikation, d.v.s. den personkrets som i allmänt språkbruk kallas journalister:

”Vad som bestäms i 2 mom. 4 punkten tillämpas inte på en upphovsman enligt lagen om yttrandefrihet i masskommunikation till ett meddelande som gjorts tillgängligt för allmänheten, om upphovsmannen vid utarbetandet av meddelandet har utfäst sig att iaktta de regler som av en organisation som i fackligt avseende företräder personer som utarbetar meddelanden i publikations- och programverksamhet enligt nämnda lag utarbetat för yrkeskåren eller som den som utövar publikations- och programverksamheten utarbetat och vilkas verkningar motsvarar verkningarna av direktivet om marknadsmissbruk och de bestämmelser som Europeiska gemenskapernas kommission utfärdat med stöd av direktivet. Nämnda punkt tillämpas emellertid, om upphovsmannen till meddelandet själv drar särskild fördel eller nytta av att informationen offentliggörs eller sprids.”<sup>660</sup>

Det andra undantaget kan tillämpas för det fall att förbudsregeln i punkt 2 eller 3 ovan överskridits och leder då till att kursmanipulation inte föreligger, förutsatt att (i) det funnits en *godtagbar grund* för den utförda affärstransaktionen eller uppdraget, samt (ii) att det *motsvarat marknadspraxis*, godkänd av Finansinspektionen:

”I de fall som avses i 2 mom. 2 och 3 punkten är en affärstransaktion eller andra åtgärder ändå inte kursmanipulation, om det finns en godtagbar grund till affärstransaktionen eller uppdraget och de motsvarar den marknadspraxis som Finansinspektionen godkänt för den offentliga handeln eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 §.”<sup>661</sup>

<sup>660</sup> VPML 5:12.3.

<sup>661</sup> VPML 5:12.4.

Dessutom finns ett undantag för värdepappersförmedlare som bedriver handel (för egen räkning) med bevis som utfärdats över en andel i ett masskuldebrevslån eller någon motsvarande gäldenärsförbindelse.

Värdepappersförmedlare som såsom investeringstjänster bedriver handel för egen räkning med sådana i 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten avsedda värdepapper som de har emitterat, får ingå avtal om denna verksamhet i syfte att påverka värdepapperens prisnivå.<sup>662</sup>

I VPML 5:13 begränsas sedan ytterligare tillämpningen av förbudet mot kursmanipulation. Därmed skall förbudet inte tillämpas på sådan stabiliseringshandel i värdepapper som utförs på det sätt som definieras i förordning 2273/2004 given av kommissionen.<sup>663</sup>

Vad som i detta kapitel föreskrivs om [...] kursmanipulation tillämpas inte på sådan handel med värdepapper där [...] ett värdepappersföretag eller kreditinstitut stabiliserar priset på värdepapper i enlighet med förordningar som Europeiska gemenskapernas kommission utfärdat med stöd av artikel 8 i direktivet om marknadsmissbruk.

Därtill kommer det faktum att det i VPML 8:1.2 stadgas om kompetensfördelningen mellan de straffrättsliga och de administrativa sanktionsvarianterna för överträdelser (som alltså sker i vinningssyfte) av förbudet mot kursmanipulation:

”Bestämmelser om straff för kursmanipulation som sker i vinningssyfte finns i 51 kap. 3 och 4 § i strafflagen.”<sup>664</sup>

Härav kan slutsatsen dras att andra än ovan definierade överträdelser av förbudet mot kursmanipulation leder till att de administrativa sanktionerna i LOF tillämpas som en följd av att LOF 4:42 bl.a. uttrycker:

”Finansinspektionen kan utöver att tilldela offentlig varning ålägga tillsynsobjekt och andra finansmarknadsaktörer, som är juridiska personer, att betala påföljdsavgift, om de uppsåtligen eller av oaktsamhet  
[...]

2) på något annat sätt än enligt 51 kap. i strafflagen underlåter att iaktta eller bryter mot bestämmelserna i 5 kap. 2 eller 12 § i värdepappersmarknadsla-

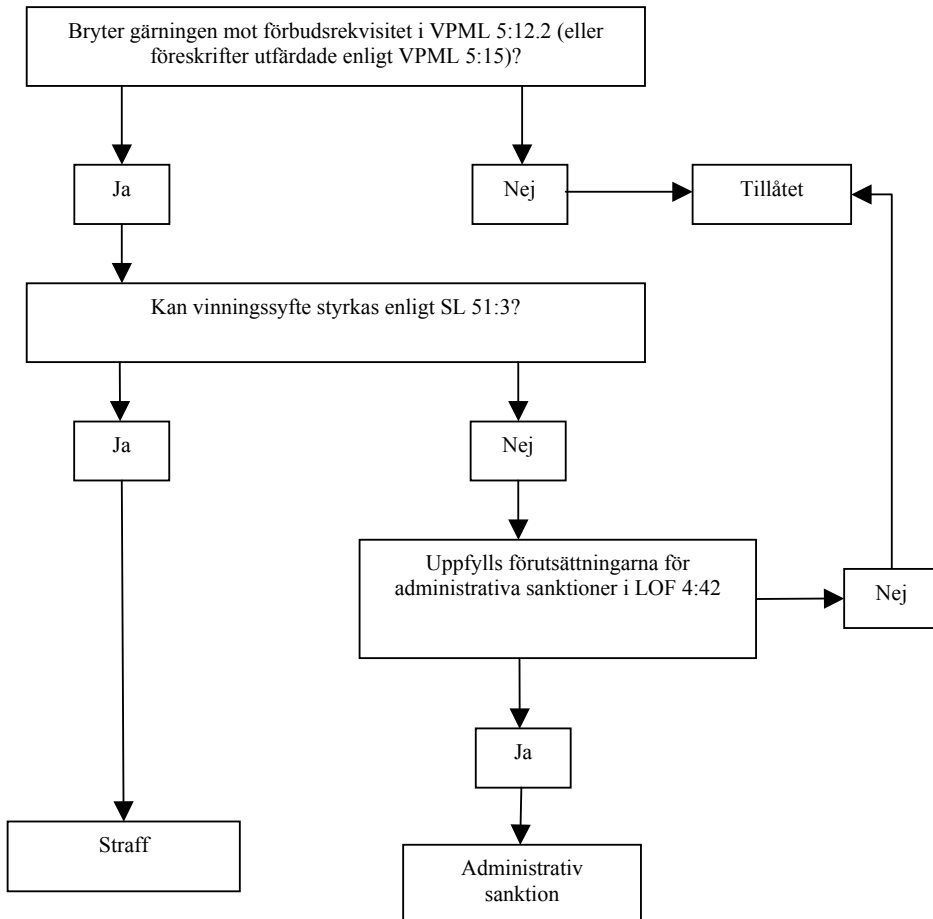
<sup>662</sup> VPML 5:12.6.

<sup>663</sup> Se kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument. Se även RP 137/2004 s. 17.

<sup>664</sup> VPML 8:1.2.

gen eller föreskrifter som utfärdats med stöd av 15 § i det nämnda kapitlet.”<sup>665</sup>

Man kan alltså sammanfattande (och förenklat, eftersom bilden inte inkorporerar undantagsmöjligheterna) konstatera att förbudet mot kursmanipulation i Finland bör förstås på följande sätt:



Den finländska lagstiftaren har således valt att skapa ett dubbelspårigt sanktionssystem. Implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet resulterade därmed i att man introducerade nya administrativa sanktioner som kan brukas

<sup>665</sup> LOF 4:42.



bl.a. för att sanktionera den som begått kursmanipulation på något annat sätt än ett sådant som definierats i SL.

I frågan om hur man i Finland valt att definiera relationen mellan information och kurspåverkan kan redan i denna inledande genomgång konstateras att den finländska lagstiftaren valt inkonsekvent varierande uttryckssätt för i lagen inskriven definition. Med tanke på informationsbaserad kursmanipulation är det således av intresse att notera att det enligt SL 51:3 är förbjudet att *manipulera* kursen för värdepapper, medan det enligt VPML 5:12.1 är förbjudet att företa gärningar som gör att *kursen manipuleras*. Däremot definieras manipulation i VPML 5:12.2 som t.ex. vilseledande gärningar *rörande* värdepapper (punkt 1), gärningar som ger falsk eller vilseledande information *om utbud, efterfrågan eller pris* på värdepapper (punkt 2) och spridande av information *om värdepapper* (punkt 4).

Den avgörande frågan om exakt vilken normativ koppling mellan information och kurspåverkan som rekvisitet kräver måste således ännu lämnas obesvarad. Svartalternativen gällande den normativa kopplingen är att informationen *de facto* leder till att kursen påverkas, att informationen visserligen påverkar kursen, men att något resultat i form av en *de facto* påverkad kurs inte nödvändigtvis måste uppnås, eller att någon påverkan på kursen inte alls förutsätts så länge gärningen i sig är desinformativ.

Gällande marknadskraftsbaserad kursmanipulation opererar också den finländska lagstiftaren med ett dubbelattribut då den oacceptabla prisnivå, vid vilken priset inte får låsas, definieras. Således får inte heller i Finland (enligt punkt 3) priset låsas vid en nivå som är onormal eller låsas vid en nivå som är konstlad.

## 2.2.3 Sverige

I Sverige har marknadsmissbruksdirektivet och definitionsdirektivet implementerats i Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (marknadsmissbrukslagen).<sup>666</sup> Lagen ersatte Insiderstrafflagen (2000:1086)<sup>667</sup> som i sin tur ersatte Insiderlagen (1990:1342).<sup>668</sup> Marknadsmissbrukslagen, som gäller sedan den 1 juli 2005, stadgar om otillbörlig marknads-  
påverkan i 8:

<sup>666</sup> För en kommentar av lagen om marknadsmissbruk se Samuelsson *m.fl.* 2006 s. 181–345. Se även Jacobson – Lycke 2005 s. 303–318 om marknadsmissbruksdirektivets implementering i Sverige.

<sup>667</sup> Se af Sandeberg 2002 bl.a. s. 64–107 för en kommentar av insiderstrafflagen. Se af Sandeberg 2003 s. 877 för statistik om antal anhängiga ärenden i Sverige före implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet. Se för en lagstiftningshistorisk översikt Samulesson *m.fl.* 2005 s. 37–63.

<sup>668</sup> Se Samulesson *m.fl.* 2005 s. 37.

”Otillbörlig marknadspåverkan

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

För otillbörlig marknadspåverkan döms också den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon borde inse är ägnat att påverka eller vilseleda på sätt som anges i första stycket. I dessa fall döms till böter eller fängelse i högst ett år. Om gärningen är ringa döms inte till ansvar.”<sup>669</sup>

Att den svenska lagstiftaren således valt en annorlunda väg än den finländska lagstiftaren är klart. Den första skillnaden får anses bestå i att Sverige tolkade det vara förenligt med marknadsmissbruksdirektivet att endast skapa straffrättsliga sanktioner för otillbörlig marknadspåverkan.<sup>670</sup> Således saknar Sverige helt det dubbelspåriga system som också involverar administrativa sanktioner som Finland gått in för att skapa.<sup>671</sup>

En annan skillnad är att Sverige gällande relationen mellan information och kurspåverkan utnyttjar den för straffrätten typiska *ägnad att*-formuleringen i implementeringen.<sup>672</sup> Med rekvisitet *ägnad att* definierar den svenska lagstiftaren således den koppling som man anser bör råda mellan gärningsmannens förfarande som skapar information och påverkan på marknadspriset för (eller andra villkor för handeln med) finansiella instrument. En motsvarande koppling defi-

<sup>669</sup> Se Marknadsmissbrukslagen 8 §. Se även Prop. 2004/05:142.

<sup>670</sup> Se Prop. 2004/05:142 s. 41–48 för argumentation som utmynnade i valet. Linjen är på denna punkt den samma som i Danmark. Se *af Sandeberg* 2003 s. 879–884 för en diskussion om administrativa sanktioner i Sverige.

<sup>671</sup> Som en kuriositet kan nämnas att Sverige har gått in för att degradera det tidigare i svensk rätt omfattade *direkta uppsåtskravet* till ett *indirekt uppsåtskrav*. För finländska läsare är det nödvändigt att understryka att det svenska språket på denna punkt innehåller en terminologisk fallgrop. Följaktligen motsvaras det i Sverige använda begreppet *direkt uppsåt* av latinets *dolus directus*. Se *Jareborg* 2001 s. 310. Denna variant kallas däremot *dolus determinatus* av latinister i Finland och avsiktsuppsåt på finlandssvenska. Se *Frände* 2004 s. 127. Vidare motsvaras det i Sverige numera använda *indirekt uppsåt* av latinets *dolus indirectus*, se t.ex. *Jareborg* 2001 s. 311, medan denna variant i Finland av latinister benämns *dolus directus* vilket finlandssvenskar kallar säkerhetsuppsåt. Se *Frände* s. 131. Motiveringen för degraderingen av uppsåtskravet i Sverige var att samstämmighet med marknadsmissbruksdirektivet förutsatte en sänkning av uppsåtsnivån. Se Prop. 2004/05:142 s. 69. Värt att notera är också att den lindrigare varianten av otillbörlig marknadspåverkan i Marknadsmissbrukslagen 8 innehåller en oaksam variant av förbudet. Se även *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 276–279.

<sup>672</sup> Se *Samuelsson* 2002 s. 873–893.

nierad genom detta straffrättsliga begrepp finns inte i det finländska förbudet mot kursmanipulation.<sup>673</sup> Intressant att notera är också att motsvarande brott tidigare hette otillbörlig kurspåverkan, medan det numera heter otillbörlig marknadspåverkan.<sup>674</sup>

Slutligen kan konstateras att Sverige inte alls detaljdefinierar marknadskraftsbaserad kursmanipulation i det relevanta lagrummet. I stället torde det generiska förbudet i Marknadssmissbrukslagen även tillämpas på denna form av kursmanipulation. Således blandar sig inte den svenska lagstiftaren i leken om hur man semantiskt definierar den nivå vid vilken priset för ett värdepapper inte får låsas.<sup>675</sup>

## 2.2.4 Danmark

I Danmark har marknadssmissbruksdirektivets och definitionsdirektivets föreskrifter om otillbörlig marknadspåverkan implementerats i *Værdipapirhandelsloven* (VHL) 10 kapitel.<sup>676</sup> Redan tidigare ingick ett förbud mot kursmanipulation i dansk rätt och implementeringen utvidgade det tidigare förbudet.<sup>677</sup> I VHL 39 (som hör till 10 kapitlet) stadgas ett förbud mot kursmanipulation samt försök till kursmanipulation. Själva definitionen av kursmanipulation finns i VHL 38:

<sup>673</sup> Anmärkningsvärt är förstas att *ägnad att*-rekvisitet frekvent förekommer i övrig finländsk värdepappersmarknadslagstiftning. Se t.ex. definitionen av insiderinformation i VPML 5:1, informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden i SL 51:5 samt definitionen av vilken information som faller inom ramen för emittenters informationsplikt i VPML 2:7.

<sup>674</sup> Se *af Sandeberg* 2002 s. 130.

<sup>675</sup> Också lagstiftningstekniskt får det svenska förbudet konstateras vara närmare en traditionell straffrättslig skrivning av förbud än det EG-rättsliga skrivningssätt som marknadssmissbruksdirektivet och delvis även finländsk lagstiftning anammade. Det faktum att man i Sverige valt att definiera förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan så abstrakt att en enda (förhållandevis kortfattad) paragraf räckt till, får förstås konsekvenser för värdeöppenheten. Själva lagtexten blir förhållandevis begränsad. Man får sammanfatta det svenska förbudet med att konstatera att kvintessensen i den nuvarande skrivningen av förbudet blir fullständigt beroende av vilket normativt innehåll ordet *otillbörligen* ges i tolkningen. Till denna del är läget väsentligen det samma som i den tidigare svenska lagstiftningen i Insiderstrafflagen 9 gällande det tidigare brottet otillbörlig kurspåverkan. Se *af Sandeberg* 2002 s. 130–131. Se även *Cavallin* 2002 s. 251–279 för en insiktsfull problematisering och ett lösningsförslag till de problem som uppstår vid kriminaliseringar med hjälp av vaga rekvisit. Se även *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 282–290 för en framställning om rekvisitet otillbörligen i det nuvarande rekvisitet.

<sup>676</sup> Se *Lau Hansen* 2005 s. 365. Se *Werlauff m.fl.* 2006 s. 422.

<sup>677</sup> Se *Lau Hansen* 2005 s. 365 som konkluderar att rättspraxis som uppstått före implementeringen därmed fortsättningsvis är relevant i Danmark. För en historisk överblick av det danska förbudet mot kursmanipulation se *Lau Hansen* 2002 s. 488–491. Se *Madsen* 2000 s. 569–576. Se även *Tanggaard – Lau Hansen* 2000 s. 256–270.

”Ved kursmanipulation forstås handlinger omfattet af nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer omfattet af § 34, stk. 1, i en retning, der afviger fra disses værdi i markedet, ved

- 1) udbredelse af oplysninger gennem medierne eller ved andre metoder, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer;
- 2) transaktioner eller handelsordrer, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på værdipapirer;
- 3) transaktioner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fiktive indretninger eller andre former for bedrag eller påfund, eller
- 4) transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau.”

Den danska lagstiftaren exemplifierar sedan kursmanipulation i själva lagtexten,<sup>678</sup> stadgar ett undantag för journalister vid deras värv,<sup>679</sup> fastslår att transaktioner i enlighet med accepterad marknadspraxis inte är straffbara<sup>680</sup> och delegerar regleringskompetens beträffande närmare regler åt *Finanstilsynet*.<sup>681</sup> Straff för brott mot förbudet stadgas i VHL 94.<sup>682</sup>

Att också den danska lagstiftaren således valt en delvis annorlunda väg än den finländska lagstiftaren är klart. Precis som i Sverige tolkade Danmark det vara förenligt med marknadsmissbruksdirektivet att endast skapa straffrättsliga sanktioner för otillbörlig marknadspåverkan implementerad i dansk rätt (d.v.s. kursmanipulation). Således saknar Danmark administrativa sanktioner för kursmanipulation.<sup>683</sup>

<sup>678</sup> Se VHL 38:2 punkt 1–3. Lagstiftningstekniskt får det danska förbudet konstateras ligga nära den finländska skrivningen i VPML. Den danska implementeringsmodellen medför således inte en större värdeöppenhet än den värdeöppenhet som återfinns i källan till den nationella normgivningen, d.v.s. marknadsmissbruksdirektivet och definitionsdirektivet.

<sup>679</sup> Se VHL 38:3.

<sup>680</sup> Se VHL 38:4.

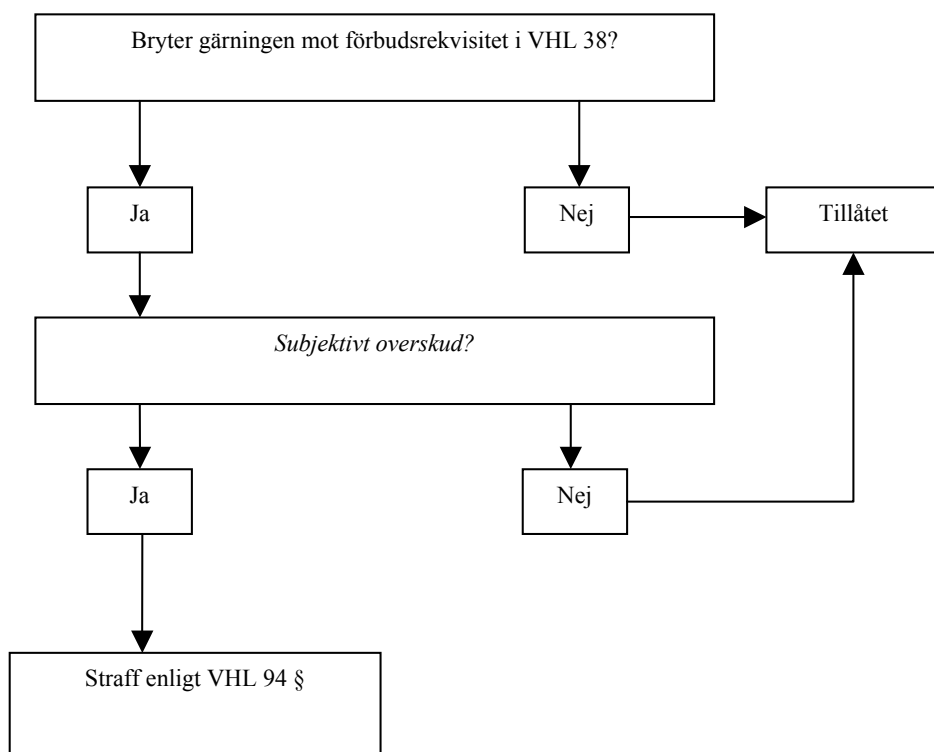
<sup>681</sup> Se VHL 38:5.

<sup>682</sup> Det är även tänkbart att *Straffelovens* 296 om svindleri kan tillämpas på ett beteende som kunde beskrivas vara manipulativt. Se även *Lau Hansen* 2008 s. 201.

<sup>683</sup> I uppsätsfrågan har Danmark gått in för att kräva det som i dansk terminologi klassas som *subjektivt overskud*. Detta motsvaras terminologiskt av det som kallas *fremrykket fuldbyrdelsesmoment*. Detta innebär att gärningsmannens insikt i förhållandena inte räcker till för att konstituera uppsåt. Gärningsmannen bör följaktligen även eftersträva en kurspåverkan, d.v.s., något förenklat, ha en avsikt med sin gärning. Se *Lau Hansen* 2005 s. 366. Se om *subjektivt overskud* i dansk rätt *Greve* 2004 s. 216, *Waaben* 1997 s. 138, *Toftegaard Nielsen* 2001 s. 84 och *Hurwitz* 1964 s. 331. Se t.ex. *Toftegaard Nielsen* 2001 s. 84 och *Hurwitz* 1964 s. 331. Till denna del förefaller således den danska lagstiftningen operera med det som i finlandssvensk terminologi benämns avsiktssuppsåt. Se *Frände* 2004 s. 127.

Dessutom utnyttjar även Danmark den för straffrätten typiska formuleringen *er egnet til* för att definiera kopplingen mellan gärningsmannens gärning och därav föranledd information och dess påverkan på kursen för värdepapper. Ett försök till en definition av själva kurspåverkan görs också då man fastslår att man med kursmanipulation förstår handlingar som är ägnade att påverka kursen för värdepapper i en riktning som avviker från deras marknadsvärde.<sup>684</sup>

Den danska lagstiftaren opererar med ett dubbelattribut då den oacceptabla prisnivån, vid vilken priset inte får låsas, definieras. Således får inte heller i Danmark priset låsas vid en nivå som är onormal eller låsas vid en nivå som är konstlad.



<sup>684</sup> Det är av visst intresse att notera att den danska rättslitteraturen definierar brottet kursmanipulation som ett *konkret faredelikt*. Se Lau Hansen 2005 s. 366. Lau Hansen analyserar inte djuplodande hur man dogmatiskt bör förstå *egnedhed*-kravet. Se Knuts 2009 b s. 658–663 för en diskussion om Lau Hansens farebegrepp i värdepappersmarknadsrättslig kontext.

## 2.2.5 Tyskland

I Tyskland har marknadsmissbruksdirektivets och definitionsdirektivets föreskrifter om otillbörlig marknadspåverkan implementerats i *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG) avsnitt 4.<sup>685</sup> Där stadgas om *Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation*.<sup>686</sup> Redan före implementeringen fanns i samma lagrum ett sofistikerat förbud mot kursmanipulation.<sup>687</sup> Tidigare fanns även ett förbud mot kursmanipulation i tysk rätt. Brottet hette då *Kursbetrug* och reglerades i *Börsengesetz* (BörsG) 88.<sup>688</sup> Numera definieras förbudet mot kursmanipulation i WpHG 20 a som lyder:

(1) *Es ist verboten,*

1. *unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken,*
2. *Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen oder*
3. *sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken.*

Den tyska definitionsparagrafen innehåller därtill preciseringar av vilka finansiella instrument förbudet gäller,<sup>689</sup> ett undantagsstadgande om att transaktioner i enlighet med rådande marknadspraxis inte skall bestraffas,<sup>690</sup> ett undantagsstad-

<sup>685</sup> Se Tiedemann 2006 s. 159. Se även Schönhöft 2006 s. 9 och Papachristou 2006 s. 156. Se även Schröder 2007 s. 139–140.

<sup>686</sup> Marknadsmissbruksdirektivet implementerades genom *Gesetz zur Verbesserung des Anleger-schutzes* från 28.10.2004. Se därom Schönhöft 2006 s. 8 och Papachristou 2006 s. 265.

<sup>687</sup> Se Hellman – Beckemper 2004 s. 21. Regleringen reviderades 2002. Se vidare Trüstedt 2004 s. 30 och Arlt 2004 s. 100–102. Se även Papachristou 2006 s. 131 och Schönhöft 2006 s. 9.

<sup>688</sup> Se för en historisk återblick Hild 2004 s. 125–126. Se även Arlt 2004 s. 22 och Papachristou 2006 s. 131.

<sup>689</sup> WpHG 20 a:1.2–3.

<sup>690</sup> WpHG 20 a:2.

gande om återköp av egna aktier,<sup>691</sup> en precisering av omfattningen av förbuden i förhållande till olika marknadsplatser,<sup>692</sup> en hänvisning till att *Bundesministerium der Finanzen* kan meddela närmare bestämmelser som preciserar tolkningen av förbudsparagraferna<sup>693</sup> samt ett undantag för journalister vid utövning av sitt värv.<sup>694</sup>

Tyskland har, precis som Finland, valt att introducera ett parallellsystem för beivran av kursmanipulation. Överträdelse av förbudsrekvisitet i WpHG 20 a kan därför dels konstitueras en *Ordnungswidrigkeit*, dels ett kärnstraffrättsligt brott.<sup>695</sup> Att kortfattat fastslå om dessa *Ordnungswidrigkeiten* är straffrätt eller förvaltningsrätt låter sig inte göras.<sup>696</sup> Uppenbart är dock att ett dubbelspårigt system existerar i Tyskland, samt att användningen av *Ordnungswidrigkeiten* gör det dubbelspåriga systemets klassifikation mera vanskelig än i Finland. Det tyska parallellsystemet är även innehållsmässigt mera avancerat än den finländska varianten och differentierar således valet av spår i parallellsystemet så att gärningstypen, uppsåtet och kurspåverkan måste beaktas då valet av spår utförs.<sup>697</sup>

Om, för det första, informationsbaserad kursmanipulation i WpHG 20 a:1.1,1 föreligger, skall två variabler beaktas vid valet av spår: Om (i) *Vorsatz* kan styrkas och om (ii) gärningen haft en *faktisk kurspåverkan* skall den kärnstraffrättsliga varianten tillämpas. Båda krav är nödvändiga förutsättningar så att om någotdera krav inte uppfylls, men ändå (i) *Leichtfertigkeit* kan styrkas och (ii) gärningen anses uppfylla kravet på att den varit *geeignet auf den Preis einzuwirken*

<sup>691</sup> WpHG 20 a:3. Undantaget är betingat av kommissionens förordning nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

<sup>692</sup> WpHG 20 a:4.

<sup>693</sup> WpHG 20 a:5. Detta gäller exempelvis vilka omständigheter som skall beaktas vid värderingen av finansiella instrument, falska och vilseledande signaler som gäller utbud, efterfrågan eller priset på finansiella instrument, definitionen av *Täuschungshandlung*, underlåtenheter som under inga omständigheter kan uppfylla förbudsrekvisitet samt accepterad marknadspraxis.

<sup>694</sup> WpHG 20 a:6.

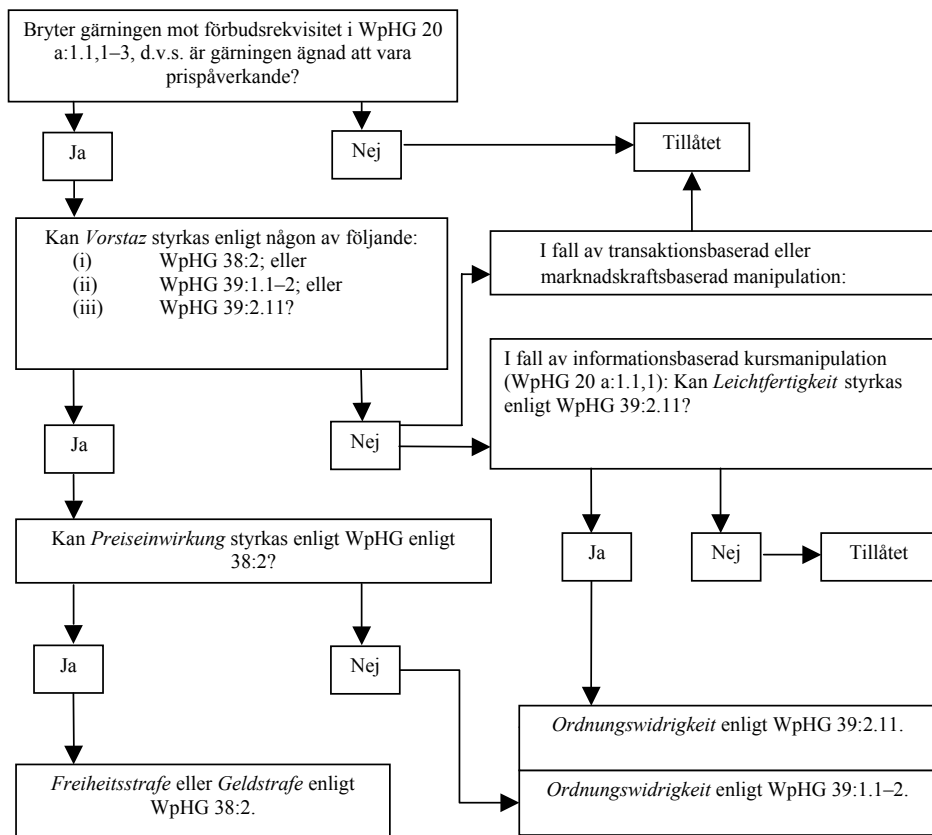
<sup>695</sup> Se *Ziouvas* 2005 s. 110–111 för en jämförelse av dessa i värdepappersmarknadskontext. Se *Schönke – Schröder* 2001 s. 685 för en allmän definition av begreppen. Se *Asp* 1998 s. 261–295 för en inledning till *Ordnungswidrigkeiten*. Se *Eser* 1961 för en djuplodande analys om temat.

<sup>696</sup> Se *Asp* 1998 s. 265 som talar om *Ordnungswidrigkeiten* som straffrätt i vid bemärkelse. Det ultimata svaret är relativt och beror på hur man definierar straffrätt. Försök har gjorts inom en intensiv debatt i Tyskland under 1900-talet. Litteraturen på området är omfattande. *Asp* 1998 s. 261 kallar litteraturen överskådlig.

<sup>697</sup> I jämförelse kan Finland anses betrakta uteslutande uppsåtet vid val av variant. Se ovan IV.2.2.2. Notera även *Schröder* 2007 s. 140–141 som riktar (berättigad) kritik mot det tyska förbudet mot kursmanipulation som han ser vara för komplicerat (till och med för tyska förhållanden). ”*Das Recht der strafbaren Börsen- und Marktpreismanipulationen erschließt sich für den Rechtsanwender nur schwer.*”



ken föreligger en *Ordnungswidrigkeit*.<sup>698</sup> Om däremot, för det andra, transaktionsbaserad eller marknadskraftsbaserad kursmanipulation i WpHG 20 a:1.1,2–3 föreligger, beaktas endast en variabel vid val av spår: (i) *Vorsatz* krävs då både i den kärnstraffrättsliga och *Ordnungswidrigkeit*-varianten, varför variationsmöjligheterna reduceras till att endast gälla (ii) kurspåverkan. I dessa fall krävs fortsättningsvis en faktisk kurspåverkan för den kärnstraffrättsliga varianten, medan *geeignet auf den Preis einzuwirken* är tillräckligt för en *Ordnungswidrigkeit*.<sup>699</sup> Måhända underlättar en schematisk bild i någon mån överblicken:



<sup>698</sup> Se Tiedemann 2006 s. 161–162. Se även Schönhöft 2006 s. 170–171. I sådana fall är för övrigt den maximala strafflatituden en avgift på € 1 miljon enligt WpHG 39:4. Se även Schönhöft 2006 s. 176.

<sup>699</sup> Se Schönhöft 2006 s. 172–176 och Schröder 2007 s. 140–141. Detta är inte rätt läge att diskutera hur tolkningen av de olika normativa elementen i den tyska definitionen bör utföras enligt tysk doktrin. För en inledning till analys av delikten i tillämpad form se Schönhöft 2006 s. 170–176, som företräder åsikten att det rör sig om *bedingter Vorsatz*, d.v.s. en uppsåtsnivå som påminner om



Denna modell leder till ett utomordentligt intressant rättsläge beträffande förhållandet mellan information och kurspåverkan i fall av manipulativa gärningar som uppfyller rekvisitet i WpHG 20 a:1.1,1–3. Följaktligen kan sådana uppsåtliga manipulativa gärningar med en kurspåverkan som uppfyller rekvisitet *geeignet auf dem Preis einzuwirken* blott konstituera en *Ordnungswidrigkeit*.<sup>700</sup> Däremot räcker aldrig en *ägnad att*-kurspåverkan till för ett kärnstraffrättsligt brott. För att tillämpa den kärnstraffrättsliga varianten förutsätts nämligen i WpHG enligt 38:2 en faktisk kurspåverkan. Där stadgas ett krav på att gärningsmannen genom sin gärning *auf dem Preis einwirkt*.<sup>701</sup>

Exceptionellt intressant i sammanhanget är också sättet på vilket den tyska lagstiftaren definierar den nivå vid vilken priset för ett värdepapper inte får låsas. Där tidigare granskade normsamlingar antingen utnyttjat ett dubbelattribut (onormal eller konstlad) (marknadsmissbruksdirektivet, Finland och Danmark) eller genom en abstraktion kringgått problemet (Sverige), tar sig Tyskland an frågeställningen genom att förenkla dubbelattributet till ett enkelt förbud. Enligt tysk rätt är det således förbjudet att låsa priset för värdepapper vid en konstlad nivå – ”*ein künstliches Preisniveau herbeizuführen*”. Något förbud mot att låsa priset vid en *onormal* nivå ingår däremot inte i den tyska lagstiftningen.<sup>702</sup>

## 2.2.6 England

I England har implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet och definitionsdirektivet främst förverkligats genom ändringar i *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA). Anmärkningsvärt i fallet England är att den regula-

---

*dolus eventualis*. Jfr f.ö. Schönke – Schröder 2001 s. 265 för en kritik mot begreppet *bedingter Vorsatz*. Se även Papachristou 2006 s. 201–229 för en något mera djuplodande analys av innehållet i de normativa kriterierna i tysk rätt. Se vidare Arlt 2004 s. 187–202 och Trüstedt 2004 s. 125–129 och 133.

<sup>700</sup> *Ordnungswidrigkeit* följer även om gärningen som uppfyller rekvisitet i WpHG 20 a:1.1,1 utförts av *Leichtfertigkeit*. Då tillämpas däremot ett annat sanktionsdefinierande lagrum.

<sup>701</sup> Däremot är betydelsen av gärningsmannens uppsåt nedtonad som distinktionskriterium mellan spåren. I stället är uppsåtet i två gärningstyper av tre ett konstitutivt element för bägge spår, medan det subjektiva kravet i ett fall av tre sänkts från uppsåt till *Leichtfertigkeit*, som i den tyska systematiken är en kvalificerad form av *Fahrlässigkeit*. I detta tredje fall (informationsbaserad kursmanipulation) kan då uppsåtet bli avgörande för om kärnstraffrättsliga brott eller *Ordnungswidrigkeiten* kan konstateras. Se Schönhöft 2006 s. 170.

<sup>702</sup> Lagstiftningstekniskt får den tyska implementeringen konstateras vara välutvecklad. Det förefaller som om den tyska lagstiftaren gått in för att långtgående analysera innehållet i marknadsmissbruksdirektivet och definitionsdirektivet, för att utgående från resultatet av analysen implementera direktiven enligt en systematik som korrelerar med tidigare tysk normgivning på området. Därtill har uppenbarligen den tyska lagstiftaren bemödat sig om att transformera direktivens förhållningsregler till inomstatlig rätt med bearbetande av också den systematik den inomstatliga straffrätten av hävd upprätthållit. Å andra sidan torde just denna transformation delvis ha bidragit till ett resultat som, såsom ovan konstaterats, är förhållandevis invecklat.

toriska nivån för beivran av kursmanipulation redan före implementeringen av direktiven får betecknas ha varit hög med europeiska mått mätt. Detta beror dels på den omfattande reglering av kursmanipulation som infördes i sektion 118 och sektion 397 i FSMA år 2000, kort innan marknadsmissbruksdirektivet gavs. Dessutom innehöll redan *Financial Services Act* från år 1986, sektion 47, två varianter av förbjudna förfaranden som kan betecknas som kursmanipulation.<sup>703</sup> Före stiftandet av lagen 1986 var det centralaste förbudet mot manipulativt beteende en del av *common law*.<sup>704</sup>

Jag kan inte motstå frestelsen att presentera citat ur två engelska *common law*-klassiker från 1800-talet. Bägge fall innehåller domskäl som på ett illustrativt sätt beskriver att frågeställningarna som aktualiseras i kursmanipulation är tidlösa. Fallet *Rex vs Berenger* från 1814 torde vara det första uppdagade fallet av kursmanipulation i England, och får samtidigt anses beskriva en av historiens fräckaste manipulationer.<sup>705</sup> I fallet försökte förbrytarna ur den brittiska aristokratin, ledda av *de Berenger*, påverka kursen på brittiska statsobligationer, som sjunkit kraftigt på grund av det pågående kriget mellan England och Napoleons Frankrike. För att uppnå detta uppträdde *de Berenger*, utklädd till fransk officer, i Dover, där han spred ryktet om att Napoleon stupat och att detta betydde fred och ekonomisk blomstring för England.<sup>706</sup> Planen lyckades och förbrytarna kunde sälja ut de värdepapper de tidigare samlat på sig till uppumpade priser. *de Berenger* och kumpaner åtalades för "*unlawfully contriving by false reports, rumors, acts and contrivances, to induce the subjects of the King to believe that a peace would soon be made [...] thereby to occasion without any just or true cause a great increase and rise of the public government funds and the government securities of the Kingdom [...] with a wicked intention thereby to injure and aggrieve all the subjects of the King who should, on 21 February, purchase or buy any part or parts, share or shares of and in said public government funds and other government securities*".<sup>707</sup>

Fallet *Rubery vs Grant* från 1872 åskådliggjorde varför förbudet mot kursmanipulation är ett exceptionellt intressant forskningsämne. Redan då kan en debatt om gränsen mellan aggressiv handel och bedrägeri sägas ha förts. "*Going into the market pretending to buy shares by a person whom you put forward to buy them, who is not really buying them, but only pretending to buy them, in order that they may be quoted in the public papers as bearing a pre-*

<sup>703</sup> Se *Rider m.fl.* 2002 s. 109–110. Också denna vid tidpunkten moderna lagstiftning, uppvisade tydliga spår av *Prevention of Fraud (Investments) Act* från 1939 samt dess omarbetade version från 1958.

<sup>704</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 328–332. Se *Barnes* 2009 s. 113–143.

<sup>705</sup> Se *Rider m.fl.* 2002 s. 110. Se *Branda* 1951 s. 653–654. Se *Mermin – Pickard* 1947 s. 509–533.

<sup>706</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 122, se *Lomnicka* 2001 s. 298.

<sup>707</sup> Se *Rex vs Berenger* 1814 105 ER 536.

*mium, which premium is never paid, is one of the most dishonest practices to which men can possibly resort [...] there is a class of people who think it is a legitimate mode of making money, but if they would only examine it for a moment they would see that a more abominable fraud, and one more difficult of detection, cannot be found.”<sup>708</sup>*

Implementeringen i brittisk lagstiftning genomfördes genom ändringar av sektion 118 i FSMA. Däri definieras även *market manipulation*:

*”[subsection 5] the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade (otherwise than for legitimate reasons and in conformity with accepted market practices on the relevant market) which*

- (a) give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price of, one or more qualifying investments, or*
- (b) secure the price of one or more such investments at an abnormal or artificial level.*

*[subsection 6] the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance.*

*[subsection 7] the behaviour consists of the dissemination of information by any means which gives, or is likely to give, a false or misleading impression as to a qualifying investment by a person who knew or could reasonably be expected to have known that the information was false or misleading.”*

Dessutom höll den brittiska lagstiftningen därutöver (under en övergångsperiod fram till 30.6.2008<sup>709</sup>) kvar en tidigare definierad variant av kursmanipulation i samma lagrum, där definitionen i all väsentlighet bygger på det så kallade *regular user’s test*:

*”[...] the behaviour (not falling within subsection (5), (6) or (7))*

- (a) is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, demand for or price or value of, qualifying investments, or*
- (b) would be, or would be likely to be, regarded by a regular user of the market as behaviour that would distort, or would be likely to distort, the market in such an investment, and the behaviour is likely to be regarded*

<sup>708</sup> Se *Rubery vs Grant* 1872 13 LR 443. Som ytterligare historisk kuriositet kan nämnas att förbud mot vilseledande uttalanden i anslutning till värdepappersmarknader även har anor som går tillbaka till 1600-talet i engelsk rätt. *Act to Restrain the Number and Ill Practice of Brokers and Stockjobbers* gavs redan år 1697 samt *Act to Prevent the Infamous Practice of Stock-Jobbing* gavs år 1734. Båda lagar innehöll vissa förbud mot manipulativa beteenden som tydligt påminner om modern lagstiftning mot kursmanipulation. Se *Avgouleas* 2005 s. 313.

<sup>709</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 334.

*by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market.*

*(9) Subsections (4) and (8) and the definition of "regular user" in section 130A(3) cease to have effect on 30 June 2008 and subsection (1)(b) is then to be read as no longer referring to those subsections."*

Dessa former av kursmanipulation kan samtliga vara föremål för administrativa sanktioner som *Financial Services Authority* (FSA) meddelar med stöd av sektion 123(1)(a) och sektion 123(1)(b) i FSMA.<sup>710</sup> Därutöver kan FSA tillgripa obegränsade administrativa sanktioner mot parter vilkas beteende brutit mot de förhållandevis allmängiltiga principerna i *Financial Services Act* 1986.<sup>711</sup> Dessa principer, t.ex. *failure to act with due skill, care and diligence* (princip nr 2) möjliggör i praktiken sanktionering trots att det ovan beskrivna rekvisitet för manipulation inte i sig uppfyllts.<sup>712</sup>

FSA kan också låta pröva kursmanipulation straffrättsligt med stöd av sektion 401 i FSMA. Detta mandat sträcker sig dock inte till det ovan refererade förbudet mot *market manipulation* i FSMA sektion 118, utan enligt FSMA sektion 401 gäller kriminalförfaranden endast vid brott mot FSMA 397 som stadgar om *misleading statement and practices*:

- "397 (1) This subsection applies to a person who*
- (a) makes a statement, promise or forecast which he knows to be misleading, false or deceptive in a material particular;*
  - (b) dishonestly conceals any material facts whether in connection with a statement, promise or forecast made by him or otherwise; or*
  - (c) recklessly makes (dishonestly or otherwise) a statement, promise or forecast which is misleading, false or deceptive in a material particular*
- (2) A person to whom subsection (1) applies is guilty of an offence if he makes the statement, promise or forecast or conceals the facts for the purpose of inducing, or is reckless as to whether it may induce, another person (whether or not the person to whom the statement, promise or forecast is made)*

<sup>710</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 310. FSA kan också yrka på en *restitution order* i stöd av FSMA 381 vid allmän domstol.

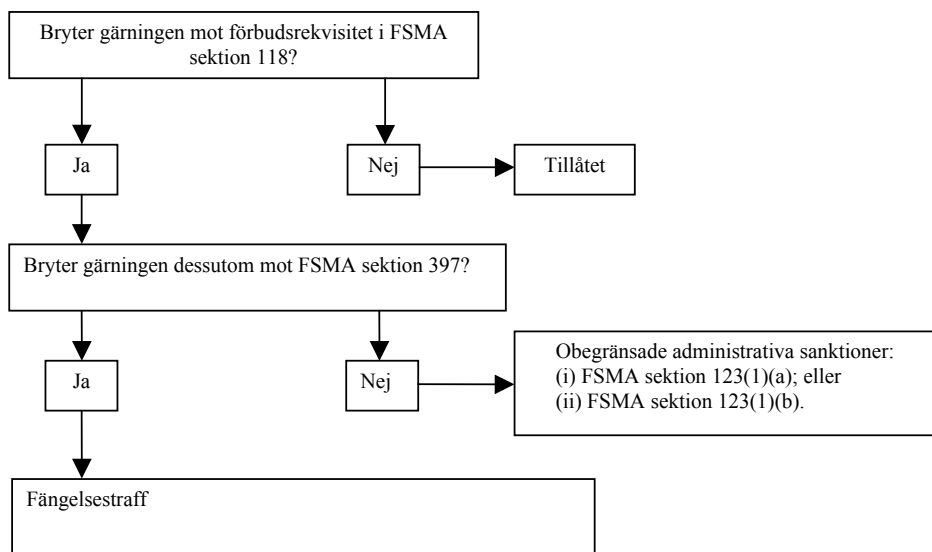
<sup>711</sup> Mig veterligen är den största sanktionen FSA meddelat en sanktion på £ 17 miljoner. Sanktionen meddelades 2004 mot *Royal Dutch/Shell* för oegentligheter i rapporteringen av bolagets olje- och gastillgångar. Se *Barnes* 2009 s. 167.

<sup>712</sup> Se *Swan* 2006 s. 58–59. FSA har t.ex. meddelat en sanktion mot Citigroup Global Markets Limited för oegentligheter i handel med statsobligationer på den alternativa marknadsplatsen MTS. Beloppet, som meddelades i augusti 2004 var £ 13,9 miljoner. Se nedan IV.6.2.3.

- (a) to enter or offer to enter into, or to refrain from entering or offering to enter into, a relevant agreement; or  
 (b) to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by a relevant investment.

(3) Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.”

Schematiskt kan det engelska rättsläget gestaltas enligt följande:



Man kan sammanfatta bilden med att konstatera att skenet av systematisk klarhet bedrar betraktaren. För det första bör betraktaren vara medveten om att England vid utformandet av det administrativa förbudsrekvisitet till följd av marknadsmissbruksdirektivet medvetet gått in för att (temporärt) bevara ett separat nationellt förbudsrekvisitet. Bevarandet av det nationella förbudsrekvisitet i FSMA sektion 118(8) kunde således leda till en brittisk administrativ regleringsnivå som översteg EG-rättens krav. Någon säkerhet för om det nationella för-

budsrekvisitet skapade en överimplementering fanns dessvärre inte.<sup>713</sup> Denna potentiella överimplementering frångicks dessutom den 30 juni 2008.<sup>714</sup>

För det andra bör betraktaren vara medveten om att det inte är klart vilket förhållandet mellan det brittiska administrativa förbudsrekvisitet och det brittiska straffrättsliga förbudsrekvisitet är. Klart är däremot att det kan förekomma ett överlappande tillämpningsområde där bägge förbudsrekvisiten kunde tillämpas.<sup>715</sup>

Vad gäller kopplingen mellan information och kurspåverkan förefaller båda brittiska förbudsrekvisit ta fasta på en fara för kurspåverkan. I den administrativa varianten i FSMA sektion 118(5)(a) och 118(7) uttrycks detta genom att använda uttrycket *which give, or are likely to give* för att definiera kopplingen mellan information och de falska förespeglingar som uppstår till följd av de desinformativa gärningarna.<sup>716</sup> I den straffrättsliga varianten i FSMA sektion 397 får användningen av ordet *induce* sägas bredda rekvisitet till att gälla även andra gärningar än sådana som resulterar i en bestämd följd.<sup>717</sup>

<sup>713</sup> Det beror på att man i FSMA 118 opererar med ett *regular user's test* som är ett sätt att kontextualisera tolkningen av förbudet så att just brittiska reguljära användare blir måttstocken. Det är endast om denna måttstock ställer högre krav än tolkningen av den måttstock som följer av EG-rätten som en överimplementering uppstår. Om den brittiska måttstocken är lägre än den europeiska, blir så vitt jag kan se, *regular user's test* tillägget utan mervärde för tolkningen av FSMA 118.

<sup>714</sup> Se Avgouleas 2005 s. 334.

<sup>715</sup> Se t.ex. FSA Handbook ENF 15.7: "In some cases there will be instances of market misconduct that may arguably involve a breach of the criminal law as well as market abuse as defined in the [FSM] Act."

<sup>716</sup> Samma slutsats får göras om det nationella rekvisitet i FSMA 118(8) där kopplingen mellan information och påverkan definieras utgående från en standardperson som benämns *regular user*. Rider m.fl. 2002 s. 76 definierar *regular user* som en hypotetisk person som dock regelbundet handlar på marknaden för de relevanta finansiella instrumenten. Denna *regular user* beskrivs som kusinen till *reasonable man* som frekvent förekommer i brittiska domar. Frågan om *regular user* är marknadskontextuell eller om han är helt indifferent vad gäller marknadssentiment och övriga konkreta omständigheter behandlas inte utförligt i litteraturen. Det förefaller dock som om man bör kunna tolka kopplandet av *regular user* till den som regelbundet handlar i de relevanta finansiella instrumenten med en viss konkret kontextualisering av relevansdefinitionen i informationen.

<sup>717</sup> Vad gäller uppsåtskravet i det brittiska systemet kan som en kuriositet noteras att den avgörande gränsdragningen mellan det administrativa och det straffrättsliga spåret är satt vid en gräns som synes sammanfalla med gränsen mellan uppsåt och vållande. Således kan det straffrättsliga spåret i FSMA sektion 397 tillämpas om gärningsmannen agerar i stöd av vetskap om gärningen, eller genom en subjektiv förhållning till gärningen som i brittisk rätt uttrycks genom *recklessness* och som kan beskrivas som en likgiltighet som ligger på uppsåtets sida om gränsen mellan uppsåt och vållande. Till denna del grumlås dock komparativa slutsatser av det komplicerade förhållandet mellan *common law*-uppsåtet och det tyskinfluerade uppsåt som Finland omfattat. Se Nuutila 1996 s. 587–588 som bedömer *recklessness* uppfylla de krav som ställs på *dolus eventualis* i finländsk rätt. Nuutila ser också ett visst tryck i *common law* i riktningen mot att utvidga omfattningen av *recklessness*. Se även Koponen 2004 s. 227 för samma slutsats.

Definitionen av den kritiska prisnivån i marknadskraftsbaserad kursmanipulation följer den mest frekventa metoden, eftersom även England gått in för att definiera nivån med hänvisning till det onormala eller konstlade (*abnormal or artificial*). Intressant är däremot att lagstiftaren semantiskt uttrycker fastlåsandet genom begreppet *to secure* vilket presumtivt får anses vara ett normativt något lösare begrepp än att låsa fast.<sup>718</sup>

### 2.2.7 Mot en gemensam europeisk värdepappersmarknad?

Implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet är en del av det politiska program som eftersträvar att skapa en genuint unison inre värdepappersmarknad i Europa.<sup>719</sup> Självfallet är det främst samhällsekonomiska argument som propagerar för en politik som strävar mot en genuint unison värdepappersmarknad inom den europeiska gemenskapen. Det ultimata målet är att effektivisera kapitalanskaffning och divergera investeringsmöjligheter, utan att nedtona behovet av att skapa en europeisk marknad av en magnitud som förmår utmana den amerikanska värdepappersmarknadens hegemoni.

Trots de uttalade politiska ideal som operationaliseras genom marknadsmissbruksdirektivet (och övriga värdepappersmarknadsrättsliga tillnärningsinitiativ) har en snabbanalys ovan utvisat att fullständig harmonisering av regler på den europeiska värdepappersmarknaden ännu låter vänta på sig åtminstone vad marknadsmissbruksregler anbelangar. Redan en inledande granskning av tre aspekter av de nationella implementeringarna av marknadsmissbruksdirektivet, nämligen (i) valet av dubbelspårigt sanktionssystem, (ii) valet av krav på koppling mellan information och kurspåverkan och (iii) valet av definitioner av marknadskraftsbaserad kursmanipulation gör gällande att det existerar flera variationer än likheter mellan länderna Finland, Sverige, Danmark, Tyskland och Eng-

<sup>718</sup> Lagstiftningstekniskt intar England en särställning jämfört med de övriga länder jag ovan presenterat. Den brittiska regleringen av kursmanipulation var förhållandevis sofistikerad redan före implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet. I själva verket anses den brittiska regimen till stora delar ha varit en förebild för marknadsmissbruksdirektivet. Se t.ex. *Papachristou* 2006 s. 111, särskilt fotnot 535. Se *Avgouleas* 2005 s. 276, där författaren betonar att denna brittiska influens på marknadsmissbruksdirektivet i synnerhet gällt det som i direktivet heter otillbörlig marknadspåverkan, d.v.s. kursmanipulation. Se *Ferran* 2004 s. 53–54. Härav följer att den brittiska regimen inte materiellt förändrats som en följd av implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet. Den brittiska implementeringen har således inte tampats med transformationsproblem som övriga referensländer haft då en något främmande normstruktur implementeras i en existerande annorlunda nationell systematik. Marknadsmissbruksdirektivets kasuistiska inställning sitter därmed som hand i handske ur brittisk synvinkel betraktat.

<sup>719</sup> Se t.ex. *Avgouleas* 2005 s. 241–246 för en sammanfattning av politiska initiativ för en tillnärmning av värdepappersmarknaden. Se *Ferran* 2004 s. 41–50 för en analys av politiska medel för tillnärmningen inom Europa (och de politiska medlens avigsidor).



land. Att detta måste anses bero på den traditionella protektionism medlemsstater upprätthållit i förhållande till harmonisering av nationell lagstiftning med sanktionsrättsliga drag förefaller uppenbart. Det faktum att marknadsmissbruksdirektivet parallellt träffar både värdepappersmarknadsrätten och straffrätten gör således att intressekonflikten mellan absolut integration och partiell integration, med kvalifikationer för nationell särart och identitet, blottas. Marknadsmissbruksdirektivet skär således genom ett samhällsområde som samtidigt är både integrationsvänligt och integrationsfientligt, vilken paradox leder till en del ovanliga (om än inte unika) juridiska problem då dessa två inställningar skall sammanjämkas. Komparationen gör således gällande att vi rör oss inom ett fält där konflikten mellan defensivitet och offensivitet operationaliseras i konkreta lagstiftningsfrågor, följaktligen även i konkreta lagtolkningsfrågor som gäller förbudet mot kursmanipulation.

## 2.3 SYSTEMATISERING AV FÖRBUDET MOT KURSMANIPULATION

### 2.3.1 Lagstiftningens systematiseringsalternativ

Eftersom en av rättsdogmatikens centrala uppgifter är att systematisera rätten bör en rättsdogmatisk avhandling som handlar om förbudet mot kursmanipulation systematisera förbudet. Denna systematik bör underlätta konkretiseringen av vad som är förbjudet med stöd av förbudet mot kursmanipulation. Dogmatiken behövs således för att definiera det analytiska innehållet i förbudet, eller mera konkret, för att logiskt hållbart skilja rätt från fel.

Den finländska lagstiftaren har utfört en inledande systematisering av förbudet mot kursmanipulation genom strukturen i VPML 5:12. Där framgår de konkreta gärningssätten i 2 mom. punkterna 1–4, vilket också kan läsas som ett utkast till en preliminär systematik för förbudet.<sup>720</sup> Ett motsvarande systematiskt utkast finner man även i marknadsmissbruksdirektivet, där man på europeiskt plan gått in för att definiera tre huvudkategorier för otillbörlig marknadspåverkan. Dessvärre gör en närmare betraktelse av både VPML 5:12 och marknadsmissbruksdirektivet gällande att bägge förslag har systematiska tillkortakommanden.

Systematiken i VPML 5:12 är problematisk av flera olika skäl. För det första förefaller förbudsrekvisiten i punkterna 1–4 åtminstone delvis dubbelreglerade

<sup>720</sup> Se RP 137/2004 s. 71–72.



vissa gärningssätt.<sup>721</sup> Detta är systematiskt otillfredsställande. Därtill skapar det följdproblem, eftersom undantagsregeln i VPML 5:12.5 som kan aktualiseras vid kursmanipulation inte gäller alla punkterna 1–4 i VPML 5:12, utan endast gäller punkterna 2–3, varför interna gränsdragningar mellan punkterna är av nöden. För det tredje är konkretiseringsgraden i beskrivningen av de olika gärningssätten rätt varierande mellan de olika punkterna, vilket i en straffrättslig analys medför vissa betänkligheter med tanke på legalitetsprincipens tolkningsstyrande effekt.<sup>722</sup> För det fjärde och teoretiskt mest påfallande förefaller det svårt att på basis av systematiken i VPML kunna hitta någon analytiskt hållbar ansats till den valda systematiseringen. Elakt uttryckt: lagstiftarens systematisering är asystematisk.<sup>723</sup>

Systematiken i marknadsmissbruksdirektivet är inte heller analytiskt sett tillfredsställande.<sup>724</sup> Speciellt distinktionen mellan transaktionsbaserad kursmanipulation och marknadskraftsbaserad kursmanipulation förefaller grumlig, då den ingår i samma systematiska helhet.<sup>725</sup> Trots de finländska och europeiska lagstiftarnas försök till systematisering av förbudet mot kursmanipulation är det därför motiverat att vidareutveckla en bättre motiverad och mera funktionsduglig systematik.

<sup>721</sup> För att exemplifiera detta kan man jämföra VPML 5:12.2 punkt 1 och punkt 2. I punkt 1 förbjuds vilseledande köp- och säljanbud, skenavslut och andra svikliga förfaringssätt. I punkt 2 förbjuds affärstransaktioner och andra åtgärder som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper. Det systematiska dubbelregleringsproblemet kan t.ex. illustreras med hjälp av skenavslut. Utan att här närmare definiera skenavslut är det uppenbart att skenavslut uppfyller rekvisitet i punkt 1 – skenavslut är skenavslut. Samtidigt uppfyller dock skenavslut även rekvisitet i punkt 2, eftersom ett skenavslut är en affärstransaktion eller åtminstone en annan åtgärd som ger falsk eller vilseledande information om pris på värdepapper. Om så inte vore fallet fanns väl inga skäl att förbjuda skenavslut.

<sup>722</sup> Det förefaller t.ex. vara en stor skillnad i konkretiseringsgraden mellan dels skenavslut dels andra åtgärder som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper. Där det förre kan förstås vara förhållandevis konkret, om än starkt beroende av tolkningen av det normativa ordet skenavslut, får den senare passusen anses beskriva något som närmast angränsar till det hopplöst oprecisa (speciellt på en värdepappersmarknad som enligt finansiell teori reagerar på i det närmaste oändliga former av informationsimpulser).

<sup>723</sup> Detta är delvis en följd av de två tidigare konstaterandena: Eftersom gränserna mellan punkterna är vacklande och konkretiseringsgraden varierande blir det svårt att förstå varför uppdelningen i de fyra punkterna gjorts på det sätt lagstiftaren valt att göra den.

<sup>724</sup> Se ovan IV.2.3.1 för en mera ingående presentation av strukturen.

<sup>725</sup> Skrivningen i marknadsmissbruksdirektivet 1(2)(a) separerar visserligen den transaktionsbaserade manipulationstypen från den marknadskraftsbaserade manipulationstypen, eftersom typerna framställs genom två olika exempel under två olika punkter. Däremot understryks denna systematiska distinktion inte alls och därtill levereras endast ett exempel som något ologiskt endast förefaller exemplifiera tillämpningen av den senare varianten (marknadskraftsbaserad manipulation) av de två beskrivna manipulationstyperna.

### 2.3.2 Rättsvetenskapens systematiseringsalternativ

Rättsvetenskapen, som självfallet har huvudansvaret för skapandet och upprätthållandet av en systematik gällande förbudet mot kursmanipulation, har omfattat och omfattar fortfarande varierande systematiseringsalternativ. Framför allt den tyska språkkretsen har innovativt systematiserat förbudet.<sup>726</sup> Bland existerande systematiseringsmodeller finns t.ex. en modell som kunde anses vara en *agent-systematik*, som vilar på distinktioner mellan olika aktörer som utför de manipulativa gärningarna.<sup>727</sup> I denna systematik åtskiljs således manipulationer utförda av emittenter från manipulationer utförda av aktionärer och från manipulationer utförda av tredje parter.<sup>728</sup> Därtill finner man systematiseringsmodeller som kunde anses vara en *effektssystematik*, som vilar på distinktioner mellan effekten av de manipulativa gärningarna på värdepappersmarknaden. I denna systematiseringsmodell fokuseras således på skillnaden mellan kurshöjande och kurssänkande manipulationer.<sup>729</sup> Därutöver finner man modeller som kunde kallas *funktionellt systematiska* för att de tar fasta på gärningssätten i kursmanipulation. Dessa funktionellt systematiska modeller kan idag betecknas vara de förhärskande modellerna i både den tyska kretsen<sup>730</sup> och övriga kretsar.<sup>731</sup> Denna funk-

<sup>726</sup> Den tyska språkkretsen och dess *civil law*-inspirerade rättsdogmatik är således av särintresse då forskningsuppgiften är att tolka och systematisera det finländska förbudet mot kursmanipulation. Särintresset följer naturligt av den systematiseringstradition den tyska språkkretsen inom juridiken vilat på och som väsentligen ligger närmare den finländska dogmatiken än den mera kasuistiska variant den engelska språkkretsen och dess *common law*-inspirerade rättsdogmatik av hävd förfäktat.

<sup>727</sup> Se *Watter* 1990 s. 193.

<sup>728</sup> *Ibid.* Systematiken enligt agent har ett visst intresse för det finländska förbudet mot kursmanipulation med tanke på gränsdragningen mellan kursmanipulation och informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden. Det oaktat har *Watters* systematik en rätt liten bärkraft numera, efter den regleringsspurt Europa gjort till följd av marknadsmissbruksdirektivet. Jag har inte heller kunnat iaktta en stor genomslagskraft av *Watters* systematik i den tyska rättsdogmatiken före regleringsspurten.

<sup>729</sup> Se *Hopt* 1975 s. 491. Inte heller denna variant kan sägas ha fått något genomslag i modern rättsdogmatik eller lagstiftning. I all korthet kan orsaken sägas vara att en sådan systematik förefaller kretsa kring allt annat än det relevanta i kursmanipulation som till följd av möjligheter till *short selling* av värdepapper och derivatinstrument i regel synes kunna utföras oavsett riktningen i kursutvecklingen. Det går alltså att tjäna pengar på plötsliga kursfall, precis lika bra som på plötsliga kursstegringar. Därtill är det på sofistikerade marknader i regel möjligt att skapa sig positioner i värdepappersmarknadsinstrument, som också genererar vinning till följd av en manipulation som håller kursen oförändrad.

<sup>730</sup> Se för systematiseringar enligt gärningssättet i den tyska kretsen t.ex. *Arlt* 2004 s. 57–99. Se *Papachristou* 2006 s. 57–77. Se *Schönhöft* 2006 s. 51–155. Se *Trüstedt* 2004 s. 108–134. Se även *Assmann/Schneider* 2003 WpHG vor 20a § Rdnr 20.

<sup>731</sup> Se *Avgouleas* 2006 s. 118–154. Se *Rider m.fl.* 2004 s. 93–105. Se *Swan* 2006 s. 45–61. Se *Lomnicka* 2001 s. 298.

tionella systematik dominerar även den nordiska rättsdogmatiken.<sup>732</sup> För att konsekvent föra vidare denna spirande systematikutveckling förefaller det därför befogat att utgå ifrån den funktionella systematiken i denna avhandling.

Konstruktionen av systematiken för förbudet mot kursmanipulation i denna avhandling kan därmed konkretiseras till att befatta sig med olika varianter inom den förhållandevis heterogena grupp av modeller för funktionell systematik som står till buds. Inom denna förhållandevis heterogena modelltyp verkar generellt sett utgångspunkten ofta vara en amerikansk systematiseringsmodell som bryter ned gärningssätten i den funktionella systematiken och skapar en distinktion mellan informationsbaserad kursmanipulation, transaktionsbaserad kursmanipulation och aktionsbaserad manipulation.<sup>733</sup> I denna konstellation tillskrivs väsensskillnaden mellan s.k. verbal och non-verbal information en fundamental relevans för distinktionen mellan informationsbaserad kursmanipulation och transaktionsbaserad kursmanipulation, eftersom gärningssättet i informationsbaserad kursmanipulation bygger på verbal information medan gärningssättet i transaktionsbaserad kursmanipulation bygger på non-verbal information, d.v.s. signaler ett visst transaktionsbeteende medför. Man åtskiljer enkelt uttryckt först uttalad kommunikation från börsaktörernas kroppsspråk. Därtill tilldelar den amerikanska modellen i tredje led agentsystematiken partiell betydelse då den uppställer s.k. aktionsbaserad manipulation som sin tredje underkategori. Med aktionsbaserad manipulation avses gärningar som är manipulativa genom att de för fram vilseledande information uteslutande från *emittenthåll*, t.ex. genom vilseledande börsmeddelanden eller genom bokslutsdispositioner som förmedlar en falsk eller vilseledande bild av det finansiella läget i emittenten.<sup>734</sup> Denna amerikanska specificering av det i övrigt öppna subjektskriteriet i kursmanipulation utgör spåret till agentsystematiken.

Denna tredelning av systematiken får i princip sägas vara ett rätt naturligt sätt att åtskilja olika gärningstyper och fyller en klar pedagogisk funktion. Däremot är vid närmare anblick (och speciellt med tanke på finländska förhållanden) indelningen enligt subjekt i den aktionsbaserade manipulationen något problematisk. För det första uppstår i finländsk kontext ett pragmatiskt problem i förhål-

<sup>732</sup> Se i Sverige *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 274–276 och *af Sandeberg* 2002 s. 130–140. Se i Danmark *Lau Hansen* 2001 s. 492–507 och *Werlauff m.fl.* 2006 s. 422–432. Se i Finland *Knuts* 2004 s. 559–588 och *Häyrynen* 2006 s. 197–214.

<sup>733</sup> Se t.ex. *Allen – Gale* 1991 s. 505, se *Fischel – Ross* 1991 s. 507–510, se *Cox m.fl.* 2006 s. 735–737. Se även *Arlt* 2004 s. 56 och *Lau Hansen* 2004 s. 204–206.

<sup>734</sup> Sådan aktionsbaserad manipulation har i USA framför allt hanterats genom skadeståndsrättsliga rättsfigurer. Den omfattande *fraud on the market*-doktrinen i USA bygger på denna typ av manipulativt beteende. Som exempel kan nämnas *Basic*-fallet, där uttryckligen vilseledande kommunikation som emittenten offentliggjort föranledde kurspåverkan som bedömdes vara manipulativ. Se även *Cox m.fl.* 2006 s. 703 och *Knuts* 2007 a s. 55–60 för en beskrivning av händelseförloppet.

lande till den självständiga kriminaliseringen av bl.a. emittenters desinformering och underlåtna informationsförpliktelser som ingår i den självständiga brottsformen informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden (SL 51:5 ) utgör. För det andra tappar denna systematiseringsmodell så vitt jag kan se bort den analytiska kategori som s.k. marknadskraftsbaserad kursmanipulation representerar. Detta gör att modellen inte är ändamålsenlig att använda i denna avhandling.

### 2.3.3 I denna avhandling omfattad preliminär systematik

Jag väljer i denna avhandling att anpassa den ovan presenterade tredelade amerikanska modellen till finländska förhållanden. Detta görs genom att jag frångår den tredje aktionsbaserade kategorin i systematiseringen, eftersom den i Finland primärt hör till ett annat brott än förbudet mot kursmanipulation. Jag opererar således först med de två kvarvarande huvudkategorierna: informationsbaserad kursmanipulation och transaktionsbaserad kursmanipulation. Distinktionen mellan dessa kategorier i ovan presenterade systematik är förhållandevis formalistisk, eftersom den definieras av informationens karaktär (verbal vs. non-verbal) medan någon funktionell skillnad på ett analytiskt plan inte *prima facie* kan noteras mellan kategorierna. Kursmanipulation med hjälp av både verbal och non-verbal information bygger på vilseledande information.

För att finförgrena min systematik (och förhoppningsvis skapa analytisk klarhet) upptar jag således i stället en ny kategori. Jag upptar marknadskraftsbaserad kursmanipulation som en självständig systematisk kategori. Därefter ommöblerar jag i de existerande två huvudkategorierna: Eftersom dessa kategorier analytiskt sett vilar på samma fundament – vilseledande information – finns inget behov av att upprätthålla två olika självständiga kategorier på samma nivå som den marknadskraftsbaserade manipulationen. Istället sammanslås dessa till en huvudkategori som utgör *informationsbaserad kursmanipulation*. Däremot spjälks denna kategori upp i två underkategorier.

Den första underkategorin täcker verbalinformationen, d.v.s. vilseledanden genom annan information än den information som följer av transaktioner. Inom denna kategori görs vissa stödsystematiseringar enligt agentsystematiken för att ge ett pedagogiskt understöd för förståelsen av *vem* som *brukar* utöva denna form av manipulation.<sup>735</sup> Denna första underkategori benämns *kommunikationsbaserad kursmanipulation*.

<sup>735</sup> Analytiskt sett är en stöndindelning enligt vem som manipulerar genom informationen inte nödvändig. Det är ingen skillnad vem som ger den vilseledande informationen med tanke på definitionen av vad som är brottsligt. Vem som helst kan alltså begå informationsbaserad kursmanipulation. Pedagogiskt sett är dock stöndindelningen mycket nyttig.

Den andra underkategorin täcker s.k. non-verbal information d.v.s. vilseledande information genom transaktioner i värdepapper. Denna andra underkategori benämns *transaktionsbaserad kursmanipulation*. Denna underkategori är samtidigt den mest heterogena kategorin, varför en tilläggsystematisering här är nödvändig. Jag väljer att finförgrena kategorin för transaktionsbaserad kursmanipulation enligt transaktionernas livscykel eller mognadsgrad. Således innehåller denna andra underkategori först transaktioner jag kallar *pretransaktioner*, nämligen gärningar som inte ännu är transaktioner i form av avslut i värdepapper. I denna underkategori rör det sig främst om vilseledande köp- eller sälj**anbud**. Därefter följer den underkategori för det jag kallar *fiktiva transaktioner* som främst kan beskrivas som en klass av s.k. skenrättshandlingar. Slutligen följer en underkategori för det jag kallar *äkta transaktioner*. Denna kategori exkluderar dock marknadskraftsbaserad kursmanipulation trots att marknadskraftsbaserad kursmanipulation utförs genom just äkta transaktioner. Marknadskraftsbaserad kursmanipulation är analytiskt sett en annan sak än sådan transaktionsbaserad kursmanipulation som opererar med vilseledanden genom äkta transaktioner. Därmed avspeglar den valda systematiken att det är en fundamental analytisk skillnad mellan lögn (vilseledande transaktioner eller övrig vilseledande information) och tvång (marknadskraftsbaserad kursmanipulation utförd genom icke-vilseledande äkta transaktioner). Förbudet mot kursmanipulation systematiseras följaktligen i denna avhandling enligt den ovan utarbetade modell jag väljer att kalla *analytiskt funktionell systematiseringsmodell*.

**Tabell 3.** Tabell över systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation enligt den analytiskt funktionella systematiseringsmodellen.

| Nivå 1                                 | Nivå 2                                 | Nivå 3                                                                          | Exempel                                                          |
|----------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Informationsbaserad kursmanipulation   | Kommunikationsbaserad kursmanipulation | Stödindelning med hjälp av subjekt, t.ex. journalister, analytiker och insiders | <i>Scalping</i> av journalister, eller analytiker eller insiders |
|                                        | Transaktionsbaserad kursmanipulation   | Pretransaktioner                                                                | <i>Advancing the bid</i>                                         |
|                                        |                                        | Fiktiva transaktioner                                                           | <i>Wash sales, matched orders</i>                                |
|                                        |                                        | Äkta transaktioner                                                              | <i>Marking the close</i>                                         |
| Marknadskraftsbaserad kursmanipulation |                                        |                                                                                 | <i>Cornering, squeezing</i>                                      |

I denna avhandling följs således följande systematik vid presentationen av förbudet mot kursmanipulation: Först behandlas informationsbaserad kursmani-

pulation. Där inleds med den variant som vilar på verbal information, d.v.s. kommunikationsbaserad kursmanipulation. Jag anser denna variant vara den mest konkreta varianten, varför det av både pedagogiska och praktiska skäl är ändamålsenligt att börja med den.<sup>736</sup> Kommunikationsbaserad kursmanipulation definieras först och främst i VPML 5:12.2,4. Med kommunikationsbaserad kursmanipulation avses i korthet spridandet av falsk eller vilseledande information som gäller värdepapper.<sup>737</sup>

Sedan behandlas den andra underkategorin i informationsbaserad kursmanipulation – transaktionsbaserad kursmanipulation. Med denna kategori avses transaktioner som anses förmedla falsk eller vilseledande information, d.v.s. falska förespeglningar, om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper. Denna kategori består av beteendeformer definierade i VPML 5:12.2,1–2. Som ovan anförts differentieras denna kategori till att explicit behandla s.k. pretransaktioner som stannar på anbudsstadiet, s.k. fiktiva transaktioner och s.k. äkta transaktioner (marknadskraftsbaserad kursmanipulation exkluderad).

Till slut behandlas den andra självständiga huvudkategorin – marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Med marknadskraftsbaserad kursmanipulation avses beteenden där gärningsmannen låser fast priset för ett värdepapper vid en nivå som är onormal eller konstlad. Denna form av manipulation definieras i VPML 5:12.2,3.

Huvudargumenten för den valda analytiskt funktionella systematiken är således tre. För det första träffar systematikens huvuddistinktion den inherent rättsdogmatiska skillnaden mellan lögn och tvång. Rötterna i distinktionen får således betecknas gå djupt i moralfilosofin och de kan parallellt iakttas i t.ex. rätts-handlingslagens ogiltighetsgrunder där å ena sidan svek,<sup>738</sup> å andra sidan tvång<sup>739</sup> utgör två olika former av ogiltighet. I lite modernare normativ miljö noteras rötterna i dels den doktrin mot informationsmissbruk som t.ex. värdepappersmarknadsrätten vilar på, dels den doktrin mot monopolbildningar och missbruk av dominerande marknadsställning som modern konkurrensrätt vilar på.

<sup>736</sup> Antecknas kan att varken den europeiska, finländska eller engelska lagstiftaren till denna del delar min mening, då uppställningen i dessa länder (och EU) presenterar den informationsbaserade manipulationen sist. Däremot förefaller den danska och tyska lagstiftaren dela min syn gällande mervärdet av att inleda en framställning av förbudet mot kursmanipulation med just denna form av förbudet.

<sup>737</sup> Jag avser således desinformationen vara det definitoriska elementet i denna kategori. Därtill är jag fullt medveten om att denna desinformering oftast bara är ett preludium till transaktioner som sedan tjänar pengar på informationen. Av systematiska skäl är det dock uppenbart att transaktioner som är vinstbringande inte räcker någon vart som funktionsdugligt kriterium för kriminaliseringar på värdepappersmarknaden.

<sup>738</sup> Om svikligt förledande stadgas i L om rättshandlingar på förmögenhetsrättens område 30.

<sup>739</sup> Om tvång (grovt och lindrigt) stadgas i L om rättshandlingar på förmögenhetsrättens område 28 och 29.

För det andra harmonierar den valda analytiskt funktionella systematiken också med förbudets kontextuella motiv. Systematiken harmoinerar med en divergerande styrka i argumenten mot ett förbud mot kursmanipulation. Eftersom informationsbaserad kursmanipulation tydligt raserar tillförlitligheten till kursdrivande information och därmed förorsakar informationsosäkerhet och ökade verifikationskostnader för att garantera informationens tillförlitlighet är det uppenbart att förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation har en stark justifikation i motivet för beivran av informationsasymmetrier på marknaden. Däremot är justifikationen för förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation något mera vag i finansiell ekonomi. Det skadliga i denna manipulationsform är inte i första hand uppkomsten av informationsasymmetrier, utan förhindrandet av sådan monopolistisk dominans som anses hämmande för den fria marknaden.

Detta kulminerar för det tredje i en analytisk skillnad i förhållandet mellan utomjuridisk kunskap och den rättsdogmatiska tolkningen av förbudet mot respektive typer av kursmanipulation. I den första huvudkategorin (informationsbaserad kursmanipulation) måste rättsdogmatiken analytiskt avgöra hur den ändamålsenligt bör gestalta relationen mellan information och kurspåverkan. Så som nedan konstateras kan på denna punkt två modeller urskiljas. Valet av modell är bland annat beroende av hur man i ett rättsdogmatiskt perspektiv väljer att strukturera informationens relation till den definierade kurspåverkan. I den andra huvudkategorin (marknadskraftsbaserad kursmanipulation) måste rättsdogmatiken analytiskt avgöra vilken betydelse den tillskriver utomjuridisk kunskap vid gestaltandet av vilken prisnivå en värdepapperskurs inte får låsas vid. Tolkningen av de dubbla förbudsattributen onormal och konstlad förefaller nämligen presumtivt vara högst beroende av den utomjuridiska kunskapen av när en värdepapperskurs är normal eller okonstlad. En sådan tolkning är emellertid inte tillfredsställande ur rättssäkerhetssynvinkel. Därför skall genom en dogmatisk analys (nedan) tolkningen av marknadskraftsbaserad kursmanipulation inskränkas för att med hjälp av analytiska bedömningskriterier som utarbetas återetablera rättssäkerhetens funktionsduglighet vid tolkningen av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Ett utnyttjande av utomjuridisk kunskap förutsätter alltså en kritisk assimilation för att bevara defensiviteten i rättsdogmatiken.



## 3 Gestaltning av deliktet vid informationsbaserad manipulation

### 3.1 INLEDNING

I den här undersökningen tolkar och systematiserar jag förbudet mot kursmanipulation. Detta kapitel uppställer en modell för hur förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation bör tolkas och systematiseras. Modellen uppställs inom ramen för en teoretisk rättsdogmatik och tyngdpunkten ligger vid att rättsdogmatiskt gestalta relationen mellan information och kurspåverkan.

Det första steget på vägen mot konstaterande av brott är att fastslå att gärningsmannens gärning uppfyller ett gärningsrekvisit. Det första steget är således en nödvändig men inte tillräcklig förutsättning för att konstatera brott.<sup>740</sup> I detta första led handlar det därför om att tolka gärningsrekvisitet för att utreda om de åberopade gärningarna kan anses uppfylla rekvisitet. Denna tolkningsövning är straffrättsdogmatikens hjärta och en lyckad tolkning förutsätter en systematisk förståelse för hur ifrågavarande gärningsrekvisit bör gestaltas. Denna systematiska förståelse uppkommer genom att relatera det tolkade rekvisitet till den kontext där rekvisitet förväntas fungera.<sup>741</sup>

Helt allmänt kan gärningsrekvisitet i förbudet mot kursmanipulation konstateras vara värdeöppet.<sup>742</sup> Detta innebär att förbudets konturer är obestämda, vilket försvårar gränsdragningen mellan gärningar som uppfyller respektive inte uppfyller rekvisitet, d.v.s. gärningar som sorterar innanför respektive utanför de obestämda konturerna. Detta upplägg är problematiskt på flera olika plan.

På ett straffrättsligt plan är det oacceptabelt att utnyttja obestämda rekvisit för att påföra straffansvar. Ett sådant förfaringsätt rimmar illa med den defensiva

<sup>740</sup> I fallet kursmanipulation är dessutom ett uppfyllt rekvisit för förbjuden gärning en nödvändig men inte tillräcklig förutsättning för att tilldela gärningsmannen administrativa sanktioner.

<sup>741</sup> Jag har ovan i II.3 utvecklat min syn på empirisk kunskap om informationens kurspåverkan på värdepappersmarknaden som konkret kontext för förbudet mot kursmanipulation.

<sup>742</sup> Jag har kunnat notera att detta är en allmänt omfattad mening i den internationella straffrättsliga litteratur som befattat sig med förbudet mot kursmanipulation. Således anses förbudet mot kursmanipulation vara värdeöppet eller vagt av Schröder 2007 s. 148–151, Papachristou 2006 s. 178–180, Schönhöft 2006 s. 63–67 och med enfass Trüstedt 2004 s. 92. Häyrynen 2006 s. 195 anser att förbudet mot kursmanipulation stöter på utmaningar i förhållande till legalitetsprincipen. Cavallin 2002 s. 251–279 konstaterar att otillbörlig marknadspåverkan är ett exempel på kriminaliseringar genom vaga rekvisit. Avgouleas 2005 s. 276 konstaterar att ”market manipulation is a very elusive offense”.



straffrätt jag propagerat för. Bestraffning genom obestämda eller värdeöppna rekvisit är således inte eftersträvansvärd i en legalistisk rättsordning. Obestämda eller värdeöppna rekvisit betraktade ur ett liberalistiskt perspektiv resulterar sammanfattningsvis i *rättssäkerhetsproblem*.

I tillägg till de utmaningar ett obestämt och värdeöppet rekvisit föranleder på ett straffrättsligt plan uppstår även utmaningar på ett värdepappersmarknadsrättsligt (abstrakt) plan.<sup>743</sup> Också här medför obestämda konturer osäkerhet kring utgången av lagtolkningsoperationen. Konstellationen i problemet är således densamma som i ett straffrättsligt perspektiv, men skälen för att undvika obestämda rekvisit är andra än i straffrätten. Obestämda rekvisit innebär ekonomiskt sett en idiosynkratisk risk. Endast på sådana marknader där normer innehåller obestämdhet existerar denna risk. Således medför obestämda rekvisit en marknadsspecifik lagtolkningsrisk, vilket förminskar investerares intresse för marknaden. En sådan intresseförminskning skadar effektiviteten, likviditeten och mera konkret prisbildningen på en sådan marknad. Rekvisit med obestämda konturer leder därmed på ett värdepappersmarknadsrättsligt (abstrakt) plan till ett läge som är diametralt motsatt det läge som eftersträvas med förbudet mot kursmanipulation.<sup>744</sup> Obestämda eller värdeöppna rekvisit betraktade ur ett värdepappersmarknadsrättsligt abstrakt perspektiv resulterar sammanfattningsvis i ett *effektivitetsproblem*.

På ett värdepappersmarknadsrättsligt (konkret) plan innebär detta att man praktiskt sett överreglerar marknaden. De obestämda konturerna i normerna gör att transaktioner som i princip är tillåtna, men nästan förbjudna, torde lämnas utförda för att undvika problem.<sup>745</sup> En implicit överreglering av marknader är i sin tur svår att förankra i den liberalistiska marknadssyn som jag fastställt mig omfatta. En implicit överreglering är inte heller eftersträvansvärd med tanke på målet att uppnå en gemensam europeisk värdepappersmarknad.<sup>746</sup> Konkret utmynnar rättssäkerhetsproblemet och effektivitetsproblemet i att förbudet mot kursmanipulation inte fungerar optimalt.

För att undvika denna suboptimalitet gäller därför i det följande att tolka ett förhållandevis obestämt och värdeöppet gärningsrekvisit på ett sätt som är fören-

<sup>743</sup> Jag har ovan i II.2 utvecklat min syn på motiv för (rättslig) intervention på värdepappersmarknaden.

<sup>744</sup> Rättsekonomer skulle tala om att en sådan rättsosäkerhet leder till förhöjda transaktionskostnader för marknadsaktörerna.

<sup>745</sup> Detta argument är självfallet beroende av hur marknadsövervakningen fungerar i praktiken. Nu visar t.ex. finländsk rättspraxis att konstaterade kursmanipulationsbrott är förhållandevis ovanliga, varför man eventuellt kan anta att inte alla tillåtna men nästan förbjudna transaktioner lämnas ogjorda. Tvärtom kan man fråga sig om det är möjligt att vissa förbjudna men nästan tillåtna transaktioner utförs.

<sup>746</sup> Se om den sameuropeiska värdepappersmarknaden IV.2.2.

ligt med straffrättens och värdepappersmarknadsrättens grundläggande tankar och syften. Detta sker genom att jag mot bakgrunden av den uppställda systematiken för förbudet mot kursmanipulation utför en teoretisk analys av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. Här är ansatsen att gestalta en systematiskt försvarbar tolkning av vissa nyckelled i förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. *Det gäller här främst att göra upp om den normativa relationen mellan information och kurspåverkan.* Målet är att sälla fram rätt dogmatiska verktyg för att gestalta denna relation vid tolkningen och systematiseringen av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. Valet av verktyg sker med beaktande av den empiriska kunskap vi har om hur information påverkar värdepapperskurser. Den teoretiska delen av systematiseringen av förbudet mot kursmanipulation arbetar således lyhört för den kontext i vilken förbudet förväntas fungera och försöker därmed upprätthålla en relation till förbudets omgivning som inte är verklighetsfrämmande.<sup>747</sup>

Tillvägagångssättet i kapitlet är följande: Jag problematiserar först förhållandet mellan information och kurspåverkan. Jag presenterar därefter *två alternativa modeller* för den teoretiska konstruktionen av en kontextuellt motiverad dogmatik för tolkningen och systematiseringen av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. I den första modellen konstrueras en deliktstruktur för förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation som opererar med en *farerelation* mellan gärningsmannens gärning (information) och dess följd (kurspåverkan). I den andra modellen konstrueras en deliktstruktur för förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation som opererar med en *kausalrelation* mellan gärningsmannens gärning (information) och dess följd (kurspåverkan). Båda modeller belastas av samma problem, nämligen svårigheten att tillämpa existerande dogmatiska modeller i den miljö i vilken förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation förväntas fungera. Modellerna är således alternativa lösningsförslag för den problemställning jag först presenterat.

Båda modeller är normativa konstruktioner och är därför underkastade den empiriska kunskap vi har om den miljö i vilken förbudet mot kursmanipulation förväntas fungera. Inledningsvis utvecklar jag detta förhållande mellan empirisk kunskap och normativ deliktstruktur genom att förklara hur denna relation återspeglas i gärningsrekvisitet (3.2). Därefter presenteras de två alternativa modellerna (3.3). Slutligen argumenterar jag för vilken modell som bör tillämpas (3.4).

<sup>747</sup> Jag har ovan i II.4 utarbetat en operationalisering, enligt vilken kontexten för förbudet mot kursmanipulation kan föras in i den rättsdogmatiska analysen av förbudet mot kursmanipulation. Jag kommer nu att tillämpa denna operationalisering.

## 3.2 PROBLEMATISERING AV FÖRHÅLLET MELLAN INFORMATION OCH KURSPÅVERKAN

### 3.2.1 Tre tänkbara relationer mellan information och kurspåverkan

Informationsbaserad kursmanipulation genomförs enligt lagstiftningen genom att någon sprider falsk eller<sup>748</sup> vilseledande *information om värdepapper*. Grundtypen i den form som jag benämner kommunikationsbaserad kursmanipulation definieras i lagstiftningen enligt följande:

VPML 5:12.2,4 lyder i tillämpliga delar: ”Med kursmanipulation avses [...] offentliggörande eller annan spridning av falsk eller vilseledande information om värdepapper [...]”<sup>749</sup>

Marknadsmissbruksdirektivet förbjuder otillbörlig marknadspåverkan. I den finländska implementeringen (det svenska språket) har man valt att tala om kursmanipulation<sup>750</sup> och således opereras med ett annat uttryckssätt än det EG-rättsliga uttryckssätt som t.ex. Sverige gått in för att anamma.<sup>751</sup> Genom detta finländska val av uttryckssätt kamoufleras delvis den mycket relevanta frågan om förhållandet mellan information framkallad genom gärningsmannens gärning och dess kurspåverkan. Frågan är mycket relevant, eftersom den är direkt avgörande för bedömningen av vilka gärningar som är förbjudna.

Trots det semantiska kamouflaget i den finländska implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet är inte den latent frågan om förhållandet mellan information och kurspåverkan löst av den finländska lagstiftaren. Med hänvisning till den komparativa presentationen av de utvalda europeiska implementeringarna av

<sup>748</sup> Jag problematiserar inte skillnaden mellan falsk och vilseledande information. Uppenbart är att det (enligt lagstiftaren) får anses finnas en skillnad, eftersom man valt att utnyttja bindeordet *eller* i lagstiftningen. Utan att närmare analysera denna skillnad är jag av den uppfattningen att all information som är falsk även är vilseledande. Då falsk eller vilseledande information förekommer i kursmanipulationskontext (där redan någondera räcker för att uppfylla lagens krav (bindeordet är ju *eller*)) går jag in för att förenkla språket och betecknar därför all desinformation vara vilseledande information (oavsett om den även ansågs vara falsk). Hädanefter talar jag därför om vilseledande information.

<sup>749</sup> Också den andra formen av informationsbaserad kursmanipulation – transaktionsbaserad kursmanipulation – innehåller samma krav på vilseledande informationen. Se VPML 5:12.2,1 och 5:12.2,2.

<sup>750</sup> Samma semantiska grepp som den finländska lagstiftaren har valt används även i Danmark och England. I Tyskland talas om ett förbud mot kurs- och marknadsmanipulation. Som en kuriositet kan nämnas att den finska skrivningen av förbudet mot kursmanipulation är *kurssin vääristäminen* i SL 51.3. I den finska versionen av marknadsmissbruksdirektivet används begreppet *kurssin manipulointi*.

<sup>751</sup> I Sverige talas om otillbörlig marknadspåverkan. Se marknadsmissbrukslagen 8.

marknadsmisbruksdirektivet kan samma läge anses gälla även mera allmänt. Ett rätt heterogent fält av alternativ för den normativa regleringen av förhållandet mellan information och kurspåverkan existerar. Alternativen möjliggör i mitt tycke tre systematiskt olika relationer mellan information och kurspåverkan. De tre relationerna kan utvecklas genom en granskning av det finländska förbudet mot kursmanipulation.

Den första tänkbara tolkningen av relationen mellan information och kurspåverkan är att förbudet mot kursmanipulation förutsätter att informationen *de facto* påverkar marknadskursen för värdepapper – att kursen *manipuleras*.<sup>752</sup> Man skulle då tolka förbudet att utgöra ett s.k. kränkingsdelikt<sup>753</sup> och en förutsättning för informationsbaserad kursmanipulation vore då att värdepapperskursen *de facto* påverkats genom informationen framkallad av gärningen, så att kursen kommit att bli något annat än den hade varit utan informationen.

Den andra tänkbara tolkningen av relationen mellan information och kurspåverkan skulle frånga kravet på en *de facto* manipulerad kurs. Den skulle i stället utgå från en mera distanserad relation mellan information och kurspåverkan. Den andra tänkbara tolkningen opererade då med någon form av farerelation mellan av gärningsmannens gärning framkallad information och kurspåverkan – att gärningsmannen *manipulerar* kursen.<sup>754</sup> Man skulle då tolka förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation utgöra ett faredelikt, så att informationen visserligen påverkat kursen men inte nödvändigtvis så att kursen blivit något annat än den hade varit utan informationen (även om fara för kurspåverkan funnits).<sup>755</sup>

Den tredje tänkbara tolkningen av relationen mellan information och kurspåverkan bygger på den mest distanserade relationen mellan information och kurspåverkan. Man kunde rent av frikoppla informationen från kravet på kurspåverkan och gå så långt som till att inte ställa något krav alls på att informationen skall vara kurspåverkande. Frikopplingen skulle då bestå däri att vissa gärningar redan i sig i den rättspolitiska bedömning som resulterat i utformningen av gärningsrekvisitet ansetts vara värda att beivras oavsett om därav framkallas information med kurspåverkan eller inte. Man tolkande då förbudet mot informa-

<sup>752</sup> Se t.ex. VPML 5:12.1.

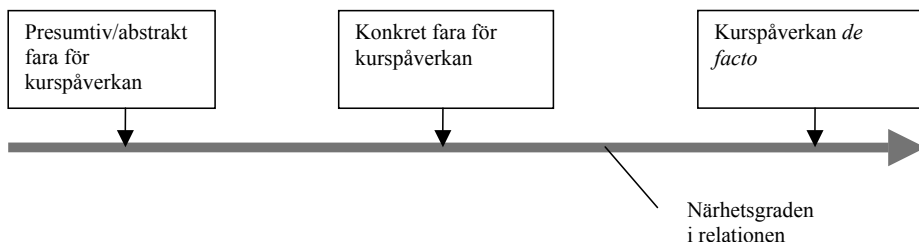
<sup>753</sup> Se *Frände* 2004 s. 67. Ibland används även effektdelikt för att kategorisera denna typ av delikt.

<sup>754</sup> Se t.ex. SL 51:3.

<sup>755</sup> *Frände* 2004 s. 68 som talar om diffusa kränkingsdelikt. I jämförelse med de klara kränkingsdelikten kan epitetet diffus försvaras, eftersom det betonar skillnaden i klarhetsgraden i kränkningen. Med tanke på att *Frände* dock även systematiserar abstrakta faredelikt, d.v.s. delikt som *Frände* definierar sakna ens en konkret fara för kränkning, som diffusa kränkingsdelikt, förefaller termen diffust kränkingsdelikt mindre lyckad. Delikten är visserligen diffusa, men någon kränkning kan man knappast tala om vid abstrakta faredelikt i *Frändes* tappning.

tionsbaserad kursmanipulation utgöra ett abstrakt faredelikt/delikt omfattande presumerad fara,<sup>756</sup> så att man önskat förhindra dylik information för att det kunde tänkas att den kunde ha varit kurspåverkande.

På ett teoretiskt straffrättsdogmatiskt plan kan frågan om relationen mellan information och kurspåverkan karakteriseras som *en analys av vilken typ av delikt förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation är*. Ser man delikt som olika klassificeringar av anatomin i det rättsliga skydd som gärningsrekvisiten upprätthåller handlar frågan således om på vilket sätt de kritiska gärningarna angriper det rättsgoda man avsett skydda med hjälp av förbudet.<sup>757</sup> Visuellt kan de tre alternativa relationerna mellan av gärning framkallad information och dess kurspåverkan skisseras upp enligt följande:



### 3.2.2 Empirisk kontextualitet som motpol vid relationsanalysen

Ovan presenterade tre alternativa relationer mellan information och kurspåverkan är purt normativa. Så som ovan beskrivits uttrycker de tre alternativen olika närhetsgrader i relationen mellan information och kurspåverkan. Av alternativens normativitet följer att de är fullständigt absoluta i relation till varandra men fullständigt relativa i relation till sina empiriska ändpunkter. Detta belastar alternativens användbarhet vid en kontextuell dogmatisk analys av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. Eftersom alternativen sinsemellan står i en fullständigt absolut relation till varandra går det alltid att uttala sig om hur alternativen står i relation till varandra.<sup>758</sup> Eftersom alla alternativ står i en fullständigt

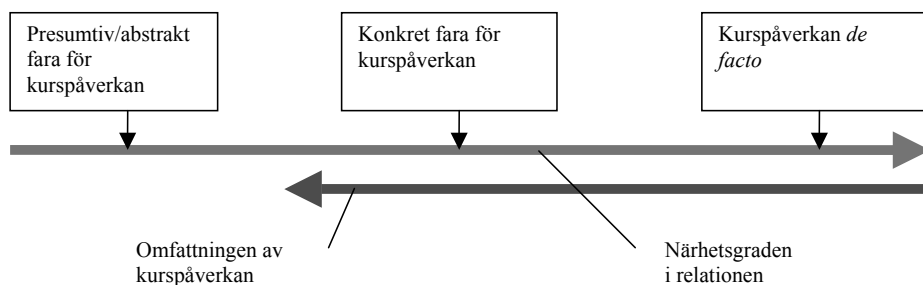
<sup>756</sup> Se t.ex. VPML 5:12:2,1–4.

<sup>757</sup> Se Frände 2004 s. 66–67, Jareborg 2001 s. 165–181 och Ziouvas 2005 s. 208–209.

<sup>758</sup> Av den sinsemellan absoluta relationen mellan alternativen följer att förhållandet mellan information och kurspåverkan således alltid är närmare i det alternativ som kräver en *de facto* kurspåverkan än i det alternativ som kräver en fara för kurspåverkan. Förhållandet mellan information och kurspåverkan är vidare alltid närmare i det alternativ som kräver en konkret fara för kurspåverkan.

relativ relation till den empiriska ändpunkt d.v.s. rättsgodat de skyddar, går det aldrig att uttala sig om hur alternativen står i relation till rättsgodat – förrän man med hjälp av empirisk kunskap fäst de normativa alternativens ändpunkter vid tillämpningskontexten.

De normativa alternativens absoluta interna relation är således oviktig ända tills den relateras till en kontextuell definition av vad som skall klassificeras som *kurspåverkan*. Genom denna definition fästs nämligen den normativa skalan vid den kontextuella verklighet där normerna opererar. Konkret innebär detta att frågan om ett delikt skall anses förbjuda presumtiv/abstrakt fara för kurspåverkan, konkret fara för kurspåverkan eller *de facto* kurspåverkan är för tidigt ställd ända tills man har en uppfattning om vad som avses med *kurspåverkan*. Definitionen av vad som normativt sett skall anses vara kurspåverkan måste således först låsas för att den dogmatiska relationsdiskussionen alls skall ha någon konkret relevans. Vid gestaltningen av det dogmatiska systemet framträder således en definitorisk konfrontation mellan dels alternativen för närheten i relationen mellan information och kurspåverkan, dels definitionen av själva kurspåverkan:



Den definitoriska konfrontationen innebär följande: Definieras normativ kurspåverkan omfattande förminsas intresset för tolkningen av relationens närhet, eftersom information redan i ett tidigt skede uppfyller den omfattande definitionen av kurspåverkan. Om allting redan är kurspåverkande är ingenting nära att vara kurspåverkande. Härav följer att dogmatikens differentieringsgrad i denna modell kan bli låg ifall inte en annan balanserande mekanism i form av ett av-

---

kan än i det alternativ som kräver en presumtiv/abstrakt fara för kurspåverkan. Av elementär logik följer givetvis att närheten i förhållandet också är större i den modell som förutsätter en *de facto* kurspåverkan än i den modell som inte ens förutsätter en konkret fara för kurspåverkan. Så som skissen ovan visar kan de tre alternativen inordnas på samma skala.

gränsningsinstrument utnyttjas för att eliminera vissa former av information med kurspåverkan. Definieras kurspåverkan i stället inskränkt ökas intresset för tolkningen av relationens närhet, eftersom information i ett senare skede uppfyller den inskränkta definitionen av kurspåverkan. Om inte allting är kurspåverkande är det sannolikt mera som är nära att vara kurspåverkande och detta kan i så fall graderas. Härav följer att dogmatikens differentieringsgrad kan bli hög. Däremot torde kontextualiseringsmöjligheterna i dogmatiken förminskas.

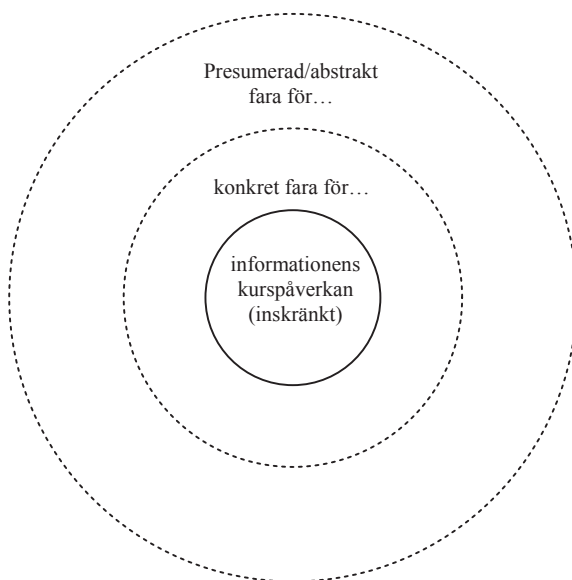
Den definitoriska konfrontationen är mycket viktig: Straffrättsdogmatiska instrument (delikten) är begreppsligt definierade sätt på vilka man kan gestalta ett straffrättsligt rättsskydd. Därför underlättar dessa straffrättsdogmatiska instrument uppgiften att *lösa det rättsskyddsproblem* som ovan identifierats och som accentueras i förbudet mot kursmanipulation, eftersom förbudet utgör ett rekvisit som är obestämt och värdeöppet. Den normativa ändpunkten är ett sätt att relatera det straffrättsliga rättsskyddet till det objekt straffrätten vill skydda. Därför underlättar den normativa ändpunkten uppgiften att *lösa det effektivitetsproblem* som ovan identifierats och som accentueras i förbudet mot kursmanipulation, eftersom förbudet utgör ett rekvisit som är obestämt och värdeöppet.

Endast genom att bemästra balansen i denna definitoriska konfrontation kan förbudet mot kursmanipulation tolkas och systematiseras optimalt. Jag utvecklar i det följande två modeller för gestaltningen av ett delikt som förmår hantera den definitoriska konfrontationen som ovan presenterats.

### 3.3 TVÅ TÄNKBARA MODELLER FÖR HANTERINGEN AV RELATIONEN

#### 3.3.1 Modell 1: Fara och inskränkt kurspåverkan

Den första tänkbara modellens utgångspunkt är en inskränkt normativ definition av kurspåverkan. Inte alls all information anses vara kurspåverkande och endast en del tillräckligt signifikant eller markant information ses i normativ kontext uppfylla kravet på kurspåverkan. I tillägg till den inskränkta definitionen av kurspåverkan introduceras i stället yttre ringar runt denna inskränkta kärna. Dessa ringar som utgör olika nivåer av fara för att kärnan (kurspåverkan i inskränkt bemärkelse) träffas. Visuellt kan utgångspunkten i modellen gestaltas enligt följande:



För att ett motiverat val av modell avslutningsvis skall kunna göras måste även de yttre ringarna av fara för kränkning av den inskränkta kärnan analyseras. I det följande skall jag således positionera ringarna i relation till den kärna som jag för ändamålet av denna modell antagit beskriver en inskränkt uppfattning av normativ kurspåverkan.

### 3.3.1.1 Vad är fara för kurspåverkan?

I straffrätten är farerekvisit ett sätt att uttrycka ett slags riskrelation mellan orsak och verkan. Förenklat uttryckt innebär en fara för en kränkning att en kränkning inte uppkommit, men att det, trots att en kränkning aldrig uppkom, finns skäl att beivra gärningen. Översatt till förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation innebär detta att information som inte har en faktisk kurspåverkan ändå kan utgöra en fara för kurspåverkan. Farerekvisitet skapar då ett slags yttre ring runt det man avser skydda med hjälp av straffrätten. Redan de hot mot den skyddade kärnan som når innanför den yttre ringen, men aldrig når kärnan är tillräckliga för att föranleda en sanktion.

Fördelarna med ett sådant rekvisit är att beteendeformer som aldrig resulterade i en kränkning kan beivras.<sup>759</sup> Man kan därmed eliminera betydelsen av

<sup>759</sup> Se t.ex. Frände 2004 s. 92, Nuutila 1997 s. 100.



omständigheter som är oberoende av gärningsmannen. Det är därmed t.ex. möjligt att eliminera slumpens inverkan på om en farlig situation ledde till en kränkning eller inte. I kursmanipulationskontext skulle då spridandet av information kunna sanktioneras, trots att informationens kurspåverkan förblev ifrågasatt eller outredd t.ex. för att den negativt kurspåverkande informationen som spreds offentliggjordes exakt vid samma tidpunkt som en annan gärningsman spred positivt kurspåverkande information.

Samtidigt som man vinner ett extra skydd genom ett extra delikt, förlorar man förstås i förbudets träffsäkerhet. Då straffrätten med hjälp av den yttre ringen sanktionerar gärningar som aldrig når den inre kärnan, begränsas en del av de tänkbara gärningsmännens (läs: individerna i samhället) handlingsfrihet. Om vissa transaktioner i värdepapper inte är kurspåverkande men dessa anses utgöra en oönskad fara för kurspåverkan förbjuds sådana transaktioner. Av förbudet följer då i värdepappersmarknadskontext att marknadseffektiviteten kan komma att begränsas mera än om farliga (men ändå inte kränkande transaktioner) inte förbjöds. Rent allmänt kan dock konstateras att den straffrättsliga lagstiftaren förhållandevis ofta tillgripit en sådan yttre skyddsring runt kärnor – förlusten av handlingsfrihet är således inte ett generellt gångbart argument för att helt undvika faredelikt.<sup>760</sup>

Systematiskt tillåter ett faredelikt i fallet kursmanipulation att fokus förskjuts till det som förefaller vara kvintessensen i förbudet, d.v.s. det otillbörliga i gärningen. Man övergår således från spekulationer om hur värdepappersmarknader kunde tänkas reagera på information till frågor om vilka typer av gärningar som kan förväntas skada värdepappersmarknaden på ett sätt som inte bör vara acceptabelt. Man abstraherar således de klandervärda gärningarna i stället för att konkretisera deras kurspåverkan.

### 3.3.1.2 Kalibrering av faran – är faran abstrakt eller konkret?

För att rättsdogmatiskt definiera kopplingen mellan information och kurspåverkan bör en mera differentierad analys av faran i faredeliktet genomföras. Åter är graden av fara i faredelikten straffrättsdogmatikens uttryck för närheten i förhållandet mellan information och kurspåverkan. Denna närhet i förhållandet kan variera mellan det mest starka – konkret fara – och den minst starka – presumerad/abstrakt fara. En systematisk analys av alternativen förutsätter en presentation av alternativen. Presentationen genomförs genom att granska några modeller i doktrinen för gestaltandet av de olika typerna av fara. Därefter kan en till-

<sup>760</sup> Se t.ex. *Frände* 1994 s. 14–21 för en inventering av förekomsten av det formella farebegreppet i strafflagen. Listorna, trots att de inte är pinfärska, visar med önskvärd tydlighet att farekriminaliseringar är mycket vanliga i straffrätten.

lämpningsdiskussion, som tar sikte på att välja farekandidat för förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation genomföras.

Modellerna för gestaltningen av fara i finländsk straffrättslig doktrin kan huvudsakligen indelas i modeller där en artskillnad mellan konkret fara och presumerad/abstrakt fara uppställs och modeller där en gradskillnad mellan konkret och presumerad/abstrakt fara uppställs. Den tidigare synen (artskillnad) representeras främst av *Frände*, medan den senare synen (gradskillnad) förespråkas av bl.a. *Nuutila* och *Tolvanen* samt i viss mån även *Nuotio*.

### 3.3.1.3 Artskillnad mellan abstrakt och konkret – *Frände* och den avklädda handlingen

*Frände* utvecklar sin syn på fara i faredelikt genom att först definiera konkret fara. Utgående från den konkreta faredefinitionen definieras därefter abstrakt fara.<sup>761</sup> De konkreta faredelikten bygger på en koppling mellan orsak och verkan (gärning och följd) som är mera distanserad än den kausalrelation som återfinns i kränkingsdelikten.<sup>762</sup> Därför föreligger enligt *Frände* konkret fara när två förutsättningar föreligger: (i) dels bör vid handlingsögonblicket (bedömt *ex post*) en ontologisk möjlighet för uppkomsten av den kränkning som faran var ett förstadium till, ha existerat, (ii) dels måste en viss grad av sannolikhet för kränkning (bedömt *ex ante*) kunna påvisas.<sup>763</sup>

Det första kravet, den ontologiska möjlighetens existens, konstateras genom ett kontrafaktiskt resonemang – ett hypotetiskt tankeexperiment i en ”möjlig värld”.<sup>764</sup> Frågan lyder enligt *Frände* om man *ex post* kan uppställa en korrekt kontrafaktisk konditionalsats i konjunktiv.<sup>765</sup> Det handlar alltså om efterhandsspekulationer *om en gärning hade kunnat leda till* den kränkning man ville undvika. Det gäller alltså att besvara frågan om en kränkning ändå kunde ha uppkommit (trots att vi vet att så inte skett).<sup>766</sup>

För att kunna definiera konkret fara snävare än den kontrafaktiska tankens närmast oändliga efterhandsräckvidd i den ”möjliga världen” introducerar *Frän-*

<sup>761</sup> Se *Frände* 2004 s. 87–98. Se även för mera analytiska motiveringar i anslutning till faredelikten allmänna läror *Frände* 1994 s. 9–96.

<sup>762</sup> Se *Frände* 1994 s. 39 som själv konstaterar att ”Konkret fara betyder strängt taget ett minus i förhållande till den ovanbeskrivna relationen mellan handling och följd”. Eftersom fara för följd är ett förstadium till följden är kopplingen mellan gärning och följd mera distanserad, d.v.s. redan en sannolikhet för följd räcker till för fara, medan följd självfallet alltid definieras av en säkerhet om, inte en sannolikhet för, följden. Se även *Nuotio* 1998 s. 363.

<sup>763</sup> Se *Frände* 2004 s. 88–90.

<sup>764</sup> Se *Frände* 1994 s. 41.

<sup>765</sup> Se *Frände* 1994 s. 45.

<sup>766</sup> Se *Frände* 2004 s. 88–89.

de en begränsning i form av det andra kravet.<sup>767</sup> Av alla ontologiska möjligheter (det första kravet) accepteras därför endast de möjligheter som varit *tillräckligt sannolika* vid gärningsögonblicket.<sup>768</sup> För att begränsningen skall få en avgränsande verkan måste sannolikhetsbedömningen d.v.s. möjligheten för kränkning – som vi vet att aldrig uppkom – utföras *ex ante*.<sup>769</sup> Denna begränsning formuleras som en förhandsbedömning av sannolikheten för uppkomsten av kränkning.

Vilken sannolikhet för uppkomst av kränkning bör då råda *ex ante* för att fara skall anses ha förelegat? *Frände* utgår ifrån att sannolikheten för kränkning vid gärningsögonblicket måste ha varit *överbäggande*.<sup>770</sup> Modellen för konkret fara slår så en yttre skyddsring runt den kärna man vill förhindra att kränks. Att konkret fara således alltid förelegat i de fall där vi *ex post* vet att en kränkning uppkommit är klart.<sup>771</sup> I denna modell blir således konkret fara en miniatyr av kränkningsskeden: Det är en gradskillnad, dock ingen artskillnad mellan delikten för kränkning och konkret fara.

Av denna modell som skapar en gradskillnad mellan kränkning och fara följer dock att mycket av den kritik som gäller för kränkningssdelikt även (om än i mindre grad) gäller för de konkreta faredelikten. Detta konstaterar även *Frände* då han fastslår att en kritisk granskning av de konkreta faredelikten fortsättningsvis gör gällande att fullbordandet av den konkreta faran i rätt hög grad är beroende av slumpen.<sup>772</sup> Det blir därför nödvändigt att uppställa en modell som eliminerar denna slumpens makt. Det behövs således ännu en variant utöver den yttre ringen för skydd i form av fara för kränkning av rättsgodat i kärnan. För att ekipera straffrätten med ett sådant instrument som förmår eliminera slumpens inverkan behöver dogmatiken en delikttyp som är oberoende av slumpen och som således förmår kanalisera lagstiftarens önskan att rättvist (utan slumpens påver-

<sup>767</sup> Se *Frände* 1994 s. 42: "Men den ontologiska möjligheten ger oss inga gränser för hur långt vi kan gå i konstruktionen av alternativa världar. Därför är det både språkligt och kriminalpolitiskt uteslutet att identifiera konkret fara med ontologisk möjlighet."

<sup>768</sup> Se *Frände* 2004 s. 89. Se dessutom t.ex. HD 1995:143 och 1997:108.

<sup>769</sup> Att det vore helt lönlöst att bedöma sannolikheten för en skada som man *ex post* vet att inte uppkom, är uppenbart.

<sup>770</sup> I *Frändes* 2004 s. 90 terminologi innebär överbäggande sannolikt en sannolikhet som är snäppet över det som i folkmun klassas som *fifty-fifty*. *Frände* påpekar dessutom att gällande rätt ofta i sin bedömning utgått ifrån en negativ korrelation mellan kränkningens allvarlighet och kravet på sannolikhet, så att när den tänkbara kränkningens allvarlighet ökar sjunker kravet på sannolikhet för konkret fara. Se även HD 1995:143.

<sup>771</sup> Uppkommer en skada har en *ex post* ontologisk möjlighet för skada existerat, därtill är det klart att en sannolikhetsbedömning *ex ante* kan bedömas ha nått upp till åtminstone överbäggande sannolikhet.

<sup>772</sup> Se *Frände* 2004 s. 92. Att göra en omkörning i en brant uppförsbacke utan att veta om motkommande trafik finns bakom backkrönet innebär konkret fara (i värsta fall kränkning) om motkommande trafik verkligen förekommer. Om motkommande trafik inte förekommer uppstår ingen kränkning och inte heller en konkret fara för kränkning.

kan) bestraffa den som betar sig på ett sätt som anses vara icke-önskvärt för att sättet kan kränka den skyddande kärnan. Denna delikttyp är i *Frändes* systematik *ägnadedeliktet*.

Utgående från det ovan redovisade tänkesättet vid konkret fara skapar *Frände* därför en abstraktionsmodell genom vilken han gestaltar ägnadedelikten.<sup>773</sup> Denna abstraktionsmodell är en fullständig generalisering av situationen. För att undvika att vid ägnadedeliktt endast slå en tredje ring runt rättsgodat (som i och för sig skulle brytas vid ännu lägre sannolikheter än det konkreta faredelikttets andra ring eller kränkningens innersta ring) överges enligt *Frändes* modell sannolikhetsexercisen helt och hållet. Man bortser därmed från konkreta omständigheter i fallet och genomför i stället en *typklassificering* av farligheten.<sup>774</sup> Också kravet på ontologisk möjlighet för kränkning *ex post* överges. Genom denna generalisering klassificeras det som inträffat enligt vad lagstiftaren ansett vara sådana situationer som *typiskt framkallar fara*. Resultatet av abstraktionen som leder till typifieringen – eller det som blir kvar efter dekontextualiseringen där sannolikheten *ex ante* och den ontologiska möjligheten *ex post* frångåtts – blir den s.k. ”avklädda” gärningen.<sup>775</sup>

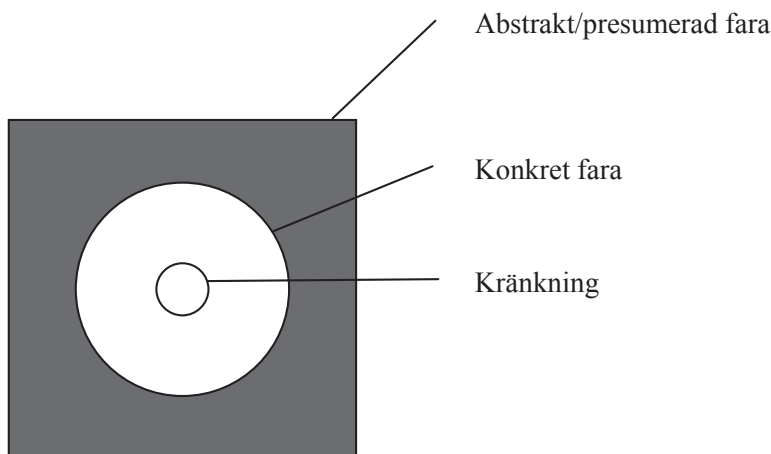
Denna avklädda gärning mäts sedan mot *vad vi vet att generellt brukar leda till kränkningar* och omfattar alltså på ett abstrakt plan den farlighet som man önskat beivra genom lagstiftningen.<sup>776</sup> Den avklädda handlingen är enligt *Frändes* modell avklädd från de konkreta omständigheternas mantel och är därmed en naken abstraktion. Strikt taget slår denna typ av delikt således inte länge en tredje ring runt rättsgodat, utan ägnadedelikttet får sägas anta en annan skepnad än den cirkulära kontextualiserade formen av kränkning eller fara för kränkning. *Frände* ramar således in bilden av kränkningens och den konkreta farans ringar med hjälp av en fyrkantig passepartout, vars kantighet får symbolisera det schablonmässiga i typifierade abstraktioner. Således åstadkommer han att även gärningar som missar de runda ringarna, ändå träffar den förbjudna tavlan. På detta sätt åstadkoms en systematisk konstruktion – ägnadedelikttet – som uppvisar en artskillnad i förhållande till det konkreta faredelikttet. Kopplingen mellan gärningen och rättsgodat i den abstrakta ägnademodellen kan inte längre gestaltas som ytterligare en skyddsring som skyddar den fragila kärnan. Istället måste artskillnaden gestaltas med hjälp av en figur som uppvisar den systematiska skillnad som skapas mot de inre skyddsringarna:

<sup>773</sup> Se för en diskussion om abstraktionsmodellens motiv *Frände* 1994 s. 51–52.

<sup>774</sup> Se *Frände* 2004 s. 92. Se även *Frände* 1994 s. 49–52 där författaren motiverar sitt val av systematiseringsalternativ.

<sup>775</sup> Se *Frände* 2004 s. 93.

<sup>776</sup> Se *Frände* 2004 s. 94.



Styrkan i *Frändes* modell för gestaltande av fara är den systematiska distinktion han gör mellan konkret och abstrakt fara. Den schablonmässiga typifieringen i form av abstraheringen av faran i ägnadedelikten gör att utrymmet för probabilistiska bedömningar elimineras. Detta synes vara motiverat, eftersom endast en sådan abstraktion kan skapa en systematisk artskillnad mellan konkreta och abstrakta faredelikt. Att beakta konkreta omständigheter och sannolikheter i ägnadedelikt reducerar nämligen den systematiska artskillnaden mellan abstrakt och konkret till en gradskillnad. Denna skillnad förmår då inte eliminera slumpen.

Emellertid gör den systematiska artskillnaden i ovan redovisade gestaltningsmodell för abstrakt och konkret fara att den avklädda abstrakta faran förlorar distinktionen i förhållande till s.k. presumerad fara. Om den abstrakta faran kan definieras helt oberoende av konkreta omständigheter och sannolikheter förefaller en sådan fara vara en presumtiv farlighet. En presumtiv farlighet är då den farlighet som automatiskt anses råda när vissa gärningar genomförs. En sådan modell innebär förstås vissa förluster. För det första förloras en kontextualitet vid bedömningen av om presumtiv/abstrakt fara rådde. Om farlighet definieras oberoende av omständigheterna, är utrymmet för skräddarsydda lösningar dikterade av kontext bortskuret. Detta leder till ett större antal straffbelagda gärningar än vid den systematik som upprätthåller en möjlighet för att beakta konkreta omständigheter. Differentieringsgraden i denna systematik förminskas jämfört med en systematik som åtminstone partiellt förblir kontextualiserad. För att kunna utnyttja denna modell av fara krävs således ett otvetydigt empiriskt kunskapsstöd för den abstrakta gärningens farlighet. Därtill behövs ett kriminaliseringsfält där

inga godtagbara motstående skäl existerar för att tillåta sådana presumerade/abstrakt farliga gärningar under vissa omständigheter.<sup>777</sup>

### 3.3.1.4 Gradskillnad mellan abstrakt och konkret – Tolvanen, Nuutila och Nuotio

Om *Frände* kan anses förespråka en modell som uppställer en artskillnad mellan konkret och abstrakt fara finns flera företrädare i finländsk doktrin som gestaltar förhållandet mellan konkret och abstrakt fara snarare som en gradskillnad. *Tolvanen* har presenterat en teoretisk modell för systematiseringen av abstrakta faredelikt med fokus på trafikbrotten.<sup>778</sup> Enligt *Tolvanen* är det vid trafikbrottens farebegrepp ofta fråga om en *presumtiv* fara, där faredeliktet uppfylls även om gärningen i sin konkreta skepnad på intet sätt varit farlig.<sup>779</sup> I dessa fall har nämligen lagstiftaren utfört bedömningen av gärningens farlighet på ett för lagskiparen bindande sätt.<sup>780</sup> Trots den bindande farebedömning som lagstiftaren utfört ser *Tolvanen* ett visst utrymme för att kullkasta farepresumptionen. Detta skulle då systematiskt ske inom ramen för den nyansering av gärningens brottsbeskrivningsenlighet som företas inom det led av brottsdefinitionen som *Tolvanen* benämner förbjuden risktagning.<sup>781</sup> Vidare innehåller dock vissa trafikbrott ett element av *abstrakt fara*.<sup>782</sup> För att separera denna typ av fara från den tidigare beskrivna presumerade faran uppställs en egen definition av abstrakt fara. För att skapa denna kategori varierar perspektivet för betraktelsen. *Tolvanen* vill därmed analysera den abstrakta faran dels *ex ante*, dels *ex post*, dels ur gärningsmannens synvinkel, dels ur det hypotetiska offrets synvinkel.<sup>783</sup>

<sup>777</sup> Av dessa orsaker följer att det förefaller acceptabelt att utnyttja denna faremodell t.ex. på bilkörning i alkoholpåverkat tillstånd. Empiriskt sett finns ett starkt underlag för att de prestationsförmågor som behövs i trafiken radikalt och kategoriskt försämrats av alkoholpåverkan. Därtill förefaller det inte direkt på ett kriminaliseringsplan råda några synnerligen slående argument för varför man bör få köra bil i ett sådant tillstånd där prestationsförmågan radikalt försämrats.

<sup>778</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 259. Modellen gäller i denna skepnad enbart trafikbrotten. *Tolvanen* spekulerar i att modellen kanske inte kunde tillämpas inom t.ex. näringslivet där en gärningsman medvetet eftersträvar att pröva gränserna mellan det tillåtna och det otillåtna. Se *Tolvanen* 1999 s. 260.

<sup>779</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 259–260. Som exempel nämns bl.a. rattfylleri SL 23:3.

<sup>780</sup> *Ibid.*

<sup>781</sup> Med goda argument kan alltså farepresumptionen kullkastas, och detta kullkastande kanaliseras då i *Tolvanens* modell genom att man låter den förbjudna risktagningen bli tillåten, eftersom det farliga beteendet inte under omständigheterna utgjorde en brottsbeskrivningsuppfyllande förbjuden risktagning. Jag kommer nedan i IV.3.3.3.1 att motivera varför jag anser att den förbjudna risktagningen inte kan användas på det sätt som *Tolvanen* gör.

<sup>782</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 260. Som exempel nämns bl.a. äventyrande av trafiksäkerheten i SL 23:1.

<sup>783</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 261.

Abstrakt fara förutsätter alltid att man *ex post* kan fastställa att en kränkning hade kunnat inträffa.<sup>784</sup> *Tolvanen* fastställer att detta krav oftast uppfylls, men att kravet ändå måste upprätthållas för att skapa en systematisk skillnad i förhållande till den presumerade faran.<sup>785</sup> Samtidigt vill *Tolvanen* undvika att etablera begreppet ontologisk möjlighet, eftersom detta lätt kan uppfattas som ett krav på att en faktisk fara existerade.<sup>786</sup> Vid abstrakta farebrott behöver man följaktligen inte visa att någon verkligen varit utsatt för fara, utan det är tillräckligt att visa att någon *kunde ha varit utsatt för fara*, betraktat *ex post*. Det handlar enligt *Tolvanen* om en sannolikhetsbedömning av om gärningstypen i fråga under de rådande konkreta omständigheterna har varit farlig.<sup>787</sup>

Om förutsättningen *ex post* uppfylls övergår *Tolvanen* till att granska gärningen i ett *ex ante* perspektiv. I detta led undersöks hur stor sannolikheten var för att faran skulle uppkomma. Vid denna bedömning utreds helt enkelt vilken grad av fara, d.v.s. sannolikhet för kränkning, som förelåg vid de konkreta omständigheterna.<sup>788</sup> De omständigheter som *Tolvanen* beaktar i detta tankeled tas i betraktande precis sådana som de förelåg i det konkreta fallet.<sup>789</sup> Det faktum att gärningen typiskt sett är farlig räcker inte till för att konstituera abstrakt fara med motiveringen att överhastighet vid en lågstadieskola inte typiskt förorsakar fara, om gärningen är utförd på en söndag. *Tolvanen* ser slutligen att bedömningarna blir brottsbeskrivningsspecifika, d.v.s. det är enbart genom normativa bedömningar som man kan sätta fingret på när abstrakt fara föreligger, och dessa bedömningar kan variera brottsbeskrivningar emellan.<sup>790</sup>

Också *Nuutila* skisserar upp sin modell för abstrakt fara genom att härleda den från konkret fara. Vid konkret fara delar *Nuutila* sin systematiska konstruktion

<sup>784</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 261. Samma krav uppställer enligt *Tolvanen* också *Nuutila* 1996 s. 287, *Nuotio* 1998 s. 395 och *Jareborg* 1995 s. 117. Som ovan konstaterats omfattar även *Frände* detta krav inom ramen för den ontologiska möjligheten för skada betraktad *ex post*.

<sup>785</sup> *Ibid.* Man torde starkt kunna ifrågasätta huruvida en systematisk boskillnad kan upprätthållas om man som *Tolvanen* 1998 s. 259 är redo att tillåta att presumptionen om fara vid presumtiva farebrott kan kullkastas. Acceptans av att presumptionen kan kullkastas torde leda till samma resultat som upprätthållandet av krav på ontologisk möjlighet *ex post* i abstrakta faredelikt. Det är sedan en pragmatisk frågeställning var bevisrösklarna i de två fallen hamnar, men någon nämnvärd systematisk distinktion ser jag inte.

<sup>786</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 262.

<sup>787</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 262. *Tolvanen* analyserar sedan den abstrakta faran ur det potentiella offrets synvinkel. Man utgår från gärningsmannens gärnings farerelevans i förhållande till offret. I detta perspektiv är det frågan om att balansera upp föregående perspektiv med att kontrollera om gärningsmannen hade rätt att förlita sig på att någon fara för skada inte kunde uppkomma på grund av en orsak som inte var betingad av slumpen. *Tolvanen* ser de situationer som på detta plan kan utesluta gärningens farlighet som sällsynta. Detta motiveras med att kretsen av offer vid vägtrafikbrott är vidsträckt. Se *Tolvanen* 1999 s. 262–264.

<sup>788</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 264.

<sup>789</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 266.

<sup>790</sup> Se *Tolvanen* 1999 s. 267.



itu. Först krävs att verklig fara för uppkomst av kränkning har funnits. Livsfara definieras således i det första ledet av att man i efterhand kan konstatera att någon verkligen kunde ha dött. I det andra ledet krävs sedan en bestämd sannolikhet för att kränkning skulle ha uppkommit. *Nuutila* utgår här ifrån att situationen skall ha varit sådan att kränkningens uppkomst varit ”nära ögat”.<sup>791</sup> På grund av det orättvisa i att låta slumpen determinera uppkomsten av kränkning eller konkret fara vill även *Nuutila* ibland använda abstrakt fara. Därför krävs vid fastställandet av abstrakt fara inte faktisk fara, blott någon form av generaliserad fara.<sup>792</sup> Denna fara ser *Nuutila* i själva gärningens farlighet, till skillnad från konkret fara där fokus var på uppkomsten av faktisk fara för ett skyddat rättsgott.

Det avgörande i gränsdragningen mellan abstrakt och konkret fara, och därmed definitionen av abstrakt fara, blir därför vilken grad av fara gärningen bör innehålla för att den skall kunna anses farlig. Kravet på grad av fara ser *Nuutila* ligga vid att gärningen är av en sådan natur att en *beaktansvärd sannolikhet* för uppkomst av kränkning existerar. Gränsdragningen exemplifieras av grovt rattfylleri, där å ena sidan det mycket sällan föreligger en situation där den som tillräckligt alkoholpåverkad fört ett fordon på allmän väg kan undgå att fällas för grovt rattfylleri på grund av att man kan utesluta det faktum att någon annan samtidigt kunde ha varit på den allmänna vägen. Å andra sidan uppfylls det låga kravet på sannolikheten för uppkomsten av kränkning inte om den grova rattfylleristen för sin bil utanför allmän väg, t.ex. i en sluten hall, eftersom sannolikheten för uppkomst av kränkning då snarare är teoretisk än beaktansvärd.<sup>793</sup>

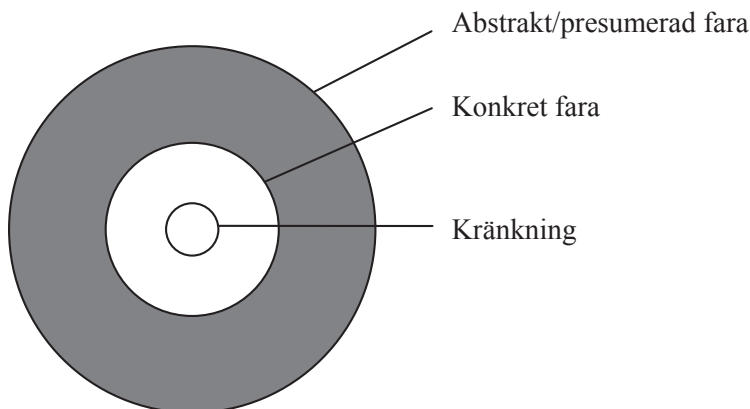
Både *Tolvanen* och *Nuutila* förespråkar således en modell för abstrakt fara där faran definieras utgående från konkret fara, men uppkommer tidigare än den konkreta faran. Därav följer att deras modell för abstrakt fara inte skapar en systematisk distinktion mellan abstrakt och konkret utan att skillnaden uppstår inom samma systematiska struktur, till följd av olika nivåer för bedömningen av sannolikheten för uppkomsten av kränkningen. Där *Frände* ramade in den konkreta farans ring med en fyrkantig passepartout för att därigenom symbolisera den systematiska artskillnaden mellan kontextuell bedömning (konkret) och helt dekontextualiserad schablonmässig typfallsbedömning (abstrakt), slår så vitt jag kan se *Tolvanen* och *Nuutila* ytterligare en yttre (rund) ring runt de redan existerande ringarna för konkret fara och kränkning.

<sup>791</sup> Se *Nuutila* 1997 s. 102.

<sup>792</sup> Se *Nuutila* 1997 s. 103.

<sup>793</sup> Se *Nuutila* 1997 s. 105. Se också *Nuutilas* hänvisning till HD 1995:27.





*Nuotio* skapar sin modell för abstrakt fara genom en djuplodande analys av gärningsteori, skyddsintresse och gärningsmannens gärningskontroll. I denna abstrakt-konkreta modell analyseras abstrakta faredelikt, d.v.s. ägnadedelikten, kontextuellt eftersom ägnadedelikten relateras till omständigheterna. Därmed tar modellen (åtminstone partiellt) avstånd från den helt avklädda abstraktionsmodell som *Frände* företrätt.<sup>794</sup>

Ett visst beaktande av de konkreta omständigheterna också vid ägnadedelikt följer av att *Nuotio* företar en analys av *skyddsobjektet* i den norm där ägnadedeliktet ingår.<sup>795</sup> Samtidigt förenar sig *Nuotio* i den kritik *Jareborg* framför mot den helt avklädda abstraktionsmodellen, eftersom detta skulle ge ägnadedelikten ett för stort tillämpningsområde. *Nuotio* vill inte släppa ett ontologiskt krav på fara i ägnadedelikt och ser därför ett behov av ett mera nyanserat synsätt. Han ser problem uppstå om fara i den speciella delen av strafflagen helt och hållet definieras genom abstraktioner. Problemet är att det är möjligt att abstrahera olika skyddsintressen från de olika normer som skall tolkas, varför en mångfaldig abstraktion (först av skyddsintresset, sedan av faran) tillåter en ökad (läs: för stor) konstruktivitet i dogmatiken.<sup>796</sup>

*Nuotios* ingående analys av ägnadedelikten framhåller gärningsmannens gärningskontroll (eller rättare sagt avsaknaden av densamma) som en ofta utslagsgivande faktor vid bedömningen av faran.<sup>797</sup> Slutsatsen av analysen är att faredelik-

<sup>794</sup> För härledningen och det teoretiska rättfärdiggörandet av modellen se *Nuotio* 1998 s. 383–411.

<sup>795</sup> Se *Nuotio* 1998 s. 382–384.

<sup>796</sup> Se *Nuotio* 1998 s. 385 och 397. Jfr dock *Nuotio* 1998 s. 404 där han ändå förefaller förena sig med *Frändes* utgångspunkter i den abstraktionsmodell som opererar med den "avklädda handlingen".

<sup>797</sup> *Nuotio* 1998 s. 404.

tens systematik är svår att avgöra helt allmänt och att ett visst utrymme bör lämnas för deliktspecifik tolkning. *Nuotio* identifierar två tillvägagångssätt, enligt vilka ägnadedelikt kan systematiseras: Antingen kan man skapa en egen systematisk klass som upprätthålls genom att utnyttja en fullständig abstraktion när man bedömer gärningsklassens farlighet. Alternativt kan man låta all farlighet utgöra en enda klass och i stället skapa skillnader mellan konkret fara och abstrakt fara (som *Nuotio* definierar som icke-konkret fara) genom variationer av graden av sannolikhet för kränkningens uppkomst *ex ante*.<sup>798</sup>

Jag läser *Nuotio* som om han tillskriver båda metoderna relevans.<sup>799</sup> Samtidigt betonar han dock den analytiska problemställning som följer sig bakom valet mellan artskillnad och gradskillnad vid systematiseringen av ägnadedelikt. Svaret på den analytiska problemställningen är vilket mått av kontextualism man accepterar i lagtolkningen av ägnadedelikten. Ges de faktiska omständigheterna, d.v.s. kontexten, en position vid bedömningen av ägnadedeliktet kontextualiseras följaktligen bedömningen. Då förefaller det svårt att upprätthålla en artskillnad mellan abstrakt och konkret. Dekontextualiseras emellertid bedömningen, så att faktiska omständigheter inte alls beaktas, förefaller det tänkbart att upprätthålla en artskillnad mellan abstrakt och konkret. *Nuotio* förefaller redo att ställa kyrkan mitt i byn och låta systematiseringen av ägnadedelikt bestämmas enligt i vilket sammanhang ägnadedeliktet förekommer. Avgörande är här vilka motskäl mot en fullständig abstraktion som kan företes: Ju starkare normativa argument som råder för att inte skapa en fullständig abstraktion, desto villigare verkar *Nuotio* vara inför tanken att kontextualisera bedömningen av delikttypen. I den abstrakt-konkreta systematiseringsmodellen betonas därmed det abstrakta om svaga skäl finns för att kontextualisera bedömningen, medan betoningen synes förflyttas till det konkreta om starka skäl mot kontextualiseringen uppdragas. Denna mittenposition ser *Nuotio* vara ett resultat av att abstraheringen av den konkreta faran i finländsk dogmatik och praxis ännu inte nått särskilt långt. Således får man tolka det finnas ett behov för fortsatt utveckling och en deliktspecifik analys för om det abstrakta eller det konkreta i det abstrakt-konkreta bör betonas.<sup>800</sup>

<sup>798</sup> *Ibid.*

<sup>799</sup> Se *Nuotio* 1998 s. 404. *Nuotio* förefaller dock utgå från den första varianten, d.v.s. abstraktion och därmed artskillnad mellan konkret och ägnad att-fara: ”*Lähtisin Fränden tavoin siitä, että jonkinlainen teon tyypittelevä tarkastelu voi olla tarpeen, jotta sen vaarallisuutta voidaan arvioida.*” (Jag skulle, precis som Frände, utgå ifrån att någon form av typfallsklassificering av den relevanta gärningen kan vara nödvändig för att analysera dess farlighet [min övers.])

<sup>800</sup> Se *Nuotio* 1998 s. 406–409.

### 3.3.1.5 Kritik av den rena och den orena abstraktionsmodellen

Det finns således två skolor vad gäller sättet att systematisera faredelikt i finländsk straffrätt. Å ena sidan representerar *Frände* en skola där abstraheringen av det farliga i delikt utförs fullt ut. Denna skola kan kallas den rena abstraktions-skolan, eftersom den förmår skapa en systematisk skillnad mellan konkret fara och den presumerade/abstrakta faran. Modellen betonar således en artskillnad mellan begreppen abstrakt och konkret. Styrkan i modellen är den systematiska klarhet med vilken man kategoriskt eliminerar kontextualiseringen av bedömningen av presumerad/abstrakt fara. Svagheten i modellen är att den typifierar och därmed ofta breddar den presumerade/abstrakta faran. Med den eliminerade kontextualiseringen förloras kopplingen till en empirisk verklighet, och därmed kan den rena abstraktionen tillämpas då den abstrakta faran endast är en fiktion. Detta kan rättspolitiskt vara dubiöst, eftersom frikopplingen från den empiriska verkligheten kan bredda det förbjudna området.

Trots att *Frändes* systematik av ägnadedelikt är utformad för finländska förhållanden är det i relation till förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation skäl att notera att Sverige, Danmark och Tyskland i lagtexter utnyttjat just ägnadedeliktet vid definitionen av informationens relation till kurspåverkan.<sup>801</sup>

Tillämpat på t.ex. transaktioners kurspåverkande roll på värdepappersmarknaden, kan ett abstrakt, extensivt förbud mot vissa transaktionstyper te sig dubiöst, eftersom ett sådant abstrakt, extensivt förbud kan hämma marknadsmekanismer om man genom lagstiftning kategoriskt eliminerar vissa typer av marknadsbeteenden. I denna rena abstraktionsmodell är det följaktligen möjligt att konstatera att abstrakt fara förelåg, även om situationen *de facto* var sådan att det inte ens ontologiskt var möjligt att kurspåverkan kunde uppkomma.

T.ex. skenavslut som utförs inom rådande *spread* på marknaden skulle då abstrakt betraktat vara kurspåverkande, eftersom det faktum att skenavsluten inte föranleder en kurspåverkan, då de utförs just inom rådande *spread*, är en kontextuell avklädd omständighet.<sup>802</sup> Vidare skulle ett vilseledande anbud utanför *spreaden* anses kurspåverkande, trots att det kan diskuteras om ett sådant "fantomanbud" är kurspåverkande. Å andra sidan är just denna frikoppling det modellens förespråkare eftersträvar.

<sup>801</sup> Se för Sveriges del marknadsmissbrukslagen 8, för Danmarks del VHL 39 och för Tysklands del WpHG 20 a.

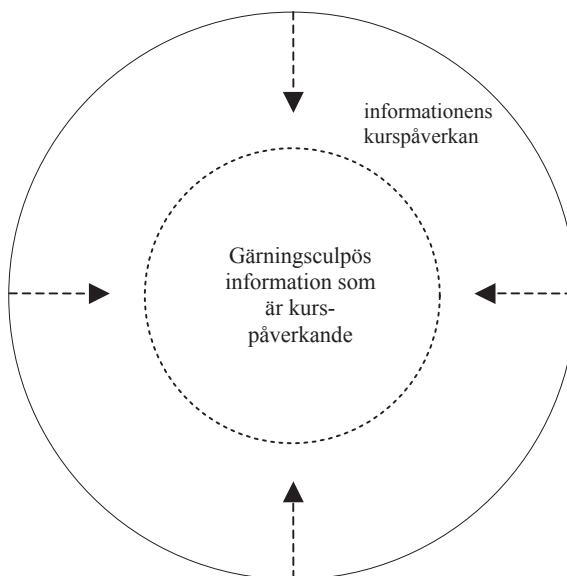
<sup>802</sup> Det är här viktigt att påpeka att skenavslut inom rådande *spread* trots allt kan ge en vilseledande uppgift om rådande omsättning i det värdepappersslag där skenavsluten utförs. Detta fråntar dock inte exemplet dess relevans. Det förflyttar i stället frågeställningen till att gälla om skenomsättning åstadkommen inom rådande *spread* uppfyller det normativa kravet på kurspåverkan.

I relation till det grundläggande tänkesätt den straffrättsliga legalitetsprincipen förespråkar är den rena abstraktionsmodellens problem framför allt att en del av differentieringen vid lag användning ges förlorad.

Å andra sidan representerar *Tolvanen*, *Nuutila* och delvis även *Nuotio* en modell som i större mån ger utrymme för överväganden kring de konkreta omständigheterna vid gärningen och sannolikheten för kränkningens uppkomst. Denna skola kan kallas den orena abstraktionsskolan, eftersom den inte förmår skapa en systematisk skillnad mellan konkret fara och abstrakt fara. Modellen betonar således endast en gradskillnad mellan begreppen konkret och abstrakt. Svagheten i modellen är att den inte med systematisk klarhet skapar en självständig klass för ägnadedelikt. Den partiella kontextualisering som förekommer i denna orena modell gör att skillnaden mellan konkret och abstrakt fara endast är en skillnad i graden av sannolikhet som föreligger *ex ante* vid bedömningen av farran. Styrkan i modellen är att den upprätthåller kopplingen till en empirisk verklighet, vilket inskränker omfattningen av det förbjudna. Abstrakt fara förekommer således inte enligt den orena modellen i rent fiktiva fall, d.v.s. när inte ens en ontologisk möjlighet för kränkning funnits.

### 3.3.2 Modell 2: Gärningssculpan och omfattande kurspåverkan

Jag har ovan presenterat en modell för gestaltningen av deliktet i förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. Karakteristiskt för modellen har varit att man utgått från en normativ definition som tar fasta på en inskränkt syn på informationens kurspåverkan. Samtidigt har modellen introducerat farebegreppet, som inför en dogmatisk mekanism för gestaltningen av mera distanserade förhållanden mellan information och kurspåverkan. Jag skall i det följande presentera en alternativ modell. Den alternativa modellen tar avstamp i ett omfattande sätt att se på den normativa definitionen av kurspåverkan. Samtidigt implementerar modellen en avgränsningsmekanism för att balansera upp den omfattande normativa definitionen av kurspåverkan. I modellen anses all information vara kurspåverkande och information ges därför i normativ kontext attributet kurspåverkande oavsett informationens signifikans eller relevans. I tillägg till den omfattande definitionen av kurspåverkan introduceras i stället inre ringar i form av ett normativt filter som är den avgränsningsmekanism som sällar bort delar av den information som definitoriskt sett är kurspåverkande, så att endast delar av denna information straffrättsligt sett är sådan att den föranleder beivran. Visuellt kan detta gestaltas enligt följande:



I det följande skall jag presentera en väletablerad dogmatisk avgränsningsmekanism inom ramen för *gärningsculpan* och sättet på vilket den artikuleras i finländsk doktrin. Således skall nu de inre ringarna som av ändamålsenlighets-skäl sällar bort delar av den i och för sig kurspåverkande informationen positioneras. Inspirerad av *gärningsculpan* skall således den alternativa kontextualiserade modellen med omfattande kurspåverkan och en balanserande avgränsningsmekanism gestaltas.

### 3.3.2.1 Rättsfiguren *gärningsculpa*

Rättsfiguren *gärningsculpa*<sup>803</sup> är en dogmatisk tankekonstruktion. Ofta framställs *gärningsculpan* som en positiv förutsättning för brottsbeskrivningsenlig-

<sup>803</sup> Ordet *gärningsculpa* tillskrivs *Jareborg* som presenterar det i *Jareborg* 1977 s. 220–221: ”För att undvika missförstånd kommer följande terminologi att användas: *gärningsculpa*: culpa såsom rättsstridighetsrekvisit; *gärningsorienterad culpa*; culpa som gör en gärning otillåten, ej rättfärdigad, ej berättigad; *personlig culpa*: culpa såsom skuldrekvisit; *personorienterad culpa*; culpa som gör en person klandervärd, ej ursäktad, dock endast i den mån culpa utgör en motsvarighet till *dolus*.” Begreppet kan anses vara en variant av det som i tysk doktrin sammanfattat benämns *die Lehre von der objektiven Zurechnung*. Se vidare *Nuutila* 1996 s. 272–273. För jämförande iakttagelser av *gärningsculpa* enligt *Jareborg* och *objektive Zurechnung* enligt *Roxin* se *Frände* 2002 s. 237–250.

het.<sup>804</sup> Om en gärning är gärningssculpös kan gärningen vara brottsbeskrivningsenlig.<sup>805</sup> Ibland ses även gärningssculpan ha en negativ funktion.<sup>806</sup> Bristande gärningssculpa gör då att gärningen inte är brottsbeskrivningsenlig.<sup>807</sup>

Enligt här omfattat synsätt kunde gärningssculpan populärt kallas ett *normativt kausalitetsfilter*. Teoretiskt kan gärningssculpan – utan att dess särarter i olika författares framställningar ännu tillåts grumla klarheten – beskrivas enligt följande: Av den grundläggande straffrättsliga brottsbegreppstanken följer att den straffrättsliga domarens uppgift är ta ställning till om *samtliga* brottsbeskrivningsenlighetsförutsättningar som uppställts i brottsbegreppet kan konstateras föreligga. Om så är fallet döms svaranden för brottet, annars inte. Rättsfiguren gärningssculpa är ett analysverktyg som ger domaren nya dimensioner vid ställningstagandet av om förutsättningarna för brottsbeskrivningsenlighet föreligger. Gärningssculpan är således ett mera nyanserat sätt att se på de frågeställningar domaren står inför än alternativa sätt som användes före gärningssculpan. Av den grundläggande straffrättsliga brottsbegreppstanken följer därför att gärningssculpan är ett *straffansvarsbegränsande analysverktyg*.<sup>808</sup> Verket delar upp den del av brottsbeskrivningsenlighetsförutsättningen som tidigare definierats i ett test i flera deltest. Därför möjliggör gärningssculpan ett mera nyanserat friande av svaranden.<sup>809</sup> Där tidigare ett undantag från brottsbeskrivningsenligheten kunnat identifieras, hjälper gärningssculpan att identifiera *flera* mera finförgrenade undantag. Gärningssculpan erbjuder dessutom ett verktyg för att systematisera dessa

<sup>804</sup> Se Nuutila 1996 s. 272–279.

<sup>805</sup> Det är viktigt att påpeka att gärningssculpa inte automatiskt innebär brottsbeskrivningsenlighet. Gärningssculpan är nämligen aldrig allena en tillräcklig brottsbeskrivningsenlighetsförutsättning utan den kan endast vara en av flera nödvändiga brottsbeskrivningsenlighetsförutsättningar. En logisk konsekvens av detta är att en icke-gärningssculpös gärning aldrig kan vara brottsbeskrivningsenlig.

<sup>806</sup> Se Frände 2004 s. 99. Se även Tapani 2004 s. 113 som låter funktionskategoriseringen variera enligt om gärningssculpan tillämpas på oaksamhetsbrott eller uppsåtliga brott.

<sup>807</sup> Sakligt sett förefaller inte en skillnad uppstå mellan den positiva och den negativa definitionen.

<sup>808</sup> Jag menar att denna slutsats inte entydigt tar ställning till om analysverktygets funktion är positiv eller negativ i brottsbegreppet. Jag ser svaret på den frågan vara förhållandevis relativt: det torde vara fallspecifikt om det är skäl att presumera brottsbeskrivningsenlighet och eventuellt kullkasta presumptionen (Frändes modell som betonar negativ funktion) eller om det är skäl att utgå från icke-brottsbeskrivningsenlighet och låta sig bevisas om motsatsen (Nuutilas modell som betonar en positiv funktion). Rent straffrättsprincipiellt torde ett visst stöd för att utgå från icke-brottsbeskrivningsenlighet så långt som möjligt finnas, men jag ser inte den akuta systematiska relevansen i distinktionen.

<sup>809</sup> Frände 2002 s. 248–249 sammanfattar mycket träffande: ”Modellerna visar med all önskvärd tydlighet att allt som en person kausalt åstadkommer inte skall tillräknas honom eller henne som ett brott. OZ (*objektive Zurechnung* förf. anm.) och gärningssculpa erbjuder eleganta och övertygande lösningar på en rad problem och skapar genom en finförgrenad argumentation en betydligt större rättssäkerhet än vad t.ex. kravet på följdens förutsägbarhet kan göra.”

undantag och bidrar därför till att upprätthålla en klar struktur i det straffrättsliga tänkandet. Således invecklar gärningsculpan på sätt och vis perspektivet för domaren. Detta beror på att gärningsculpan utvecklar det dogmatiska tänkesättet. Men trots att gärningsculpan ställer högre krav tjänar den också domaren genom att nya grupper av argument kan urskiljas och genom att klarsyntheten i bedömningarna kan ökas. Detta resulterar i att fall som tidigare konstaterats ha uppfyllt brottsbeskrivningsenlighetsförutsättningarna numera motiverat kan bedömas diametralt motsatt.<sup>810</sup> Gärningsculpan innebär därför ett mera nyanserat sätt att motivera domar. Också gärningsculpan är givetvis underkastad domarens värdepreferenser på det sättet att även den mest raffinerade gärningsculpan aldrig kan ersätta domaren som gör jobbet – bedömningar behövs även framöver. Däremot hjälper gärningsculpan helt enkelt domaren att vid (be)dömandet se sådant som domaren tidigare kanske inte sett.

### 3.3.2.2 Variationer i utformningen av gärningsculpan

Synerna i doktrinen på utformningen av gärningsculpan varierar. *Nuutila* har i finländsk straffrättslig doktrin fått stor genomslagskraft<sup>811</sup> med sin modell av gärningsculpa som uppdelar gärningsculpans dimensioner i tre.<sup>812</sup> Modellen avspeglar till stora delar den modell *Roxin* utarbetat.<sup>813</sup> I *Nuutilas* gärningsculpa är de tre dimensionerna (i) förbjuden risktagning, (ii) relevansen av den förbjudna risktagningen och (iii) rekvisitets omfattning.<sup>814</sup> Först frågas således om gärningen överhuvudtaget utgjort en förbjuden risktagning. Om svaret är jakande frågas för det andra om relevansen av den förbjudna risktagningen i så fall varit tillräcklig. Om tillräcklig relevans av den förbjudna risktagningen etablerats utreds för det tredje om den tillräckliga relevansen av den förbjudna risktagningen fått en sådan konsekvens som kan anses ha uppstått inom ifrågavarande rekvisits omfattning. Om alla delfrågor besvaras jakande föreligger gärningsculpa och gärningen är till denna del rekvisitenlig. I denna modell har gärningsculpan en positiv funktion: om gärningsculpa föreligger kan även (eventuellt) brott konstateras.

<sup>810</sup> Här kan *Roxin* 1997 s. 336 tas som exempel. *Roxin* åberopar ett fall från BGH (BGHSt 7, 112) där BGH dömt den överlevande av två fulla ikappkörande motorcyklister för dödsvållande. *Roxin* motiverar med stöd av det analysverktyg gärningsculpan utgör varför domen borde ha varit friande. Se även *Frände* 2002 s. 243.

<sup>811</sup> Se t.ex. *Tolvanen* 1999 s. 252, *Kurenmaa* 2003 s. 58–59 och *Häyrynen* 2006 s. 75–81 som följer *Nuutilas* modell.

<sup>812</sup> *Nuutila* 1996 s. 275.

<sup>813</sup> Se *Roxin* 1997 s. 287–359. *Roxins* lära förekommer även i äldre upplagor av hans lärobok, t.ex. i upplagan från år 1994.

<sup>814</sup> Se *Nuutila* 1996 s. 275–276.



*Frände* representerar i den inhemska doktrinen en delvis annan uppfattning om gärningssculpan utformning än *Nuutila*. *Frändes* syn på gärningssculpa är inspirerad av *Jareborg*.<sup>815</sup> I denna modell är rättsfiguren uppdelad i blott två dimensioner: (i) tillåtet risktagande och (ii) risktagandets relevans. Först frågas således om gärningen trots allt utgjort ett tillåtet risktagande. Om så inte var fallet undersöks ännu om det risktagande som inte var tillåtet varit (o)tillräckligt relevant. Om risktagningen inte varit tillåten, ej heller irrelevant föreligger gärningssculpa. I denna modell ses gärningssculpan ha en negativ funktion: ingen gärningssculpa betyder att inget brott heller kan konstateras. Presumtionen är dock att en gärning som kausalt har orsakat en straffrättsligt relevant följd även bör anses vara gärningssculpös, men undantagsvis (om ett av två deltest uppfylls) kan det visa sig att så inte är fallet. I så fall följer därav att den analyserade gärningen inte bör anses brottsbeskrivningsenlig.<sup>816</sup> *Nuutila* och *Frände* betraktar alltså samma spel från motsatta läktare.<sup>817</sup>

### 3.3.2.3 Variationer i tillämpningen av gärningssculpa på olika delikt

Synerna på tillämpligheten av gärningssculpan på olika typer av delikt varierar. *Nuutila* är universell i sin tillämpning av gärningssculpan på olika typer av delikt. Detta betyder att den första dimensionen av hans tre – den förbjudna risktagningen – äger en universell tillämplighet oberoende av vilken typ av delikt som undersöks. På denna punkt avviker *Nuutila* från *Roxins* modell, eftersom *Roxin* begränsar tillämpligheten av den förbjudna risktagningen så att den inte gäller beteendedelikt.<sup>818</sup> De två kvarvarande dimensionerna i *Nuutilas* modell äger tillämpning endast på kränkingsdelikt. Som jag läser *Nuutila* är orsaken till den universella tillämpningen av den förbjudna risktagningen hans sätt att definiera *risk*. I *Nuutilas* modell ges således begreppet risk en mycket extensiv innebörd och detta möjliggör att den förbjudna risktagningen tillämpas på alla brottstyper. Detta medför dock stora systematiska problem. Jag återkommer till dessa nedan.

<sup>815</sup> Se *Frände* 2004 s. 98 not 43. Se även *Nuotio* 1998 s. 321.

<sup>816</sup> Se *Frände* 2004 s. 98–100. Se även *Tapani* 2004 s. 111–115.

<sup>817</sup> Eftersom *Frände* betraktar samma spel som *Nuutila* från den motsatta läktaren vore det även i mitt tycke motiverat att *Frände* utnyttjade en terminologi som underströk den diametralt motsatta utgångspunkten för betraktandet. Då *Nuutila* (och *Roxin*) använder otillåten risktagning och risktagandets relevans som sina två första bedömningskriterier, skulle det därmed vara motiverat för *Frände*, som i första led talar om tillåten risktagning, att i andra led använda sig av risktagandets otillräckliga relevans eller eventuellt *irrelevans*. Då ställde *Frände* frågorna från just den motsatta läktare från vilken han betraktar samma spel som *Nuutila*.

<sup>818</sup> Se *Roxin* 2006 s. 349 där han utesluter tillämpningen av förbjuden risktagning på beteendedelikt. Se även *Nuutila* 1996 s. 276 som erkänner denna skillnad men anser dess faktiska konsekvenser vara försumbara.



*Frände* å sin sida anser att gärningsculpan endast aktualiseras när deliktet för vilken brottsbeskrivningsenligheten provas är ett sådant delikt som innehåller någon form av kausalrelation.<sup>819</sup> Gärningsculpan kan däremot inte tillämpas på beteendedelikt och faredelikt, eftersom dessa saknar en kausalrelation. *Frändes* modell är – i kontrast till *Nuutilas* universella modell – partiell. Samtidigt konstateras att gärningsculpan aktualiseras *främst* vid brott som riktar sig mot liv och hälsa. Dessa delikt är typiska kränkingsdelikt, d.v.s. delikt som förbjuder alla gärningar som kausalt har förorsakat en definierad kränkning. Orsaken till *Frändes* kategoriska begränsning som gör modellen partiell är det teoretiska fundament i form av *gärningskontroll* – eller rättare sagt bristande gärningskontroll – som gärningsculpan bygger på. Bristande gärningskontroll, d.v.s. ett händelseförlopp där gärningsmannen inte längre till alla delar kontrollerar händelseförloppet medför en *risktagning*. Relevansen<sup>820</sup> och konsekvensen<sup>821</sup> av denna risktagning analyseras genom gärningsculpan. I *Frändes* modell ges således begreppet risk *inte* en mycket extensiv innebörd.

Den stora distinktionen i de modeller som *Nuutila* och *Frände* företräder ligger i hur de väljer att definiera begreppet *risk*. *Nuutila* synes omfatta ett riskbegrepp som är extensivt. Han ser en risk såväl i förhållande till *framtiden* som i förhållande till *nutiden*. *Frände* å sin sida reducerar definitionen av risk till ett begrepp med pur framtidsanknytning. Han utesluter däremot det man kunde kalla en nutidsrisk. Framtidsanknytningen i riskbegreppet består däri att den som tar en risk accepterar en okontrollerad framtidsutveckling vilket innebär *osäkerhet* om hur *framtiden* kommer att gestalta sig.<sup>822</sup> En sådan (ansvarsrättsligt intressant) risk aktualiseras endast när bristande gärningskontroll kausalt förorsakat en följd.

Jag väljer att förespråka den modell av gärningsculpa där riskbegreppet är reducerat så att det uteslutande har en framtidsanknytning. En risk är för mig ett osäkerhetsmoment i förhållande till ett kommande utfall av verkligheten. En risk

<sup>819</sup> Se *Frände* 2004 s. 100. Se även *Tapani* 2004 s. 110. Se vidare *Frände* 1997 s. 220 och *Koponen* 2002 s. 291. Se *Jareborg* 2001 s. 212.

<sup>820</sup> Jag menar att *Frändes* dimension av tillåtet risktagande egentligen är ett sätt att undersöka om risktagningen varit relevant, d.v.s. tillräckligt markant för att den inte längre skall falla inom ramen för sådan risktagning som av samhälleliga skäl anses vara en risktagning vi bör kunna leva med. Denna dimension uttrycker graden av risktagningen.

<sup>821</sup> Jag menar att *Frändes* dimension av risktagningens relevans egentligen är ett sätt att undersöka om den relevanta risktagningen – som alltså varit så stor att vi anser att vi inte bör kunna leva med den – fått någon konsekvens i förhållande till den uppkomna följden. Denna dimension uttrycker arten av risktagningen. Uttryckt på detta sätt får risken två dimensioner: först ställs ett krav på riskens grad, endast tillräckligt stora risktagningar upplevs relevanta, sedan ställs krav på riskens art, endast vissa arter av tillräckligt stora risktagningar får sådana konsekvenser som är just de konsekvenser som vi vill undvika.

<sup>822</sup> Se *Frände* 2004 s. 101.

föreligger när det finns minst två *alternativa* (okontrollerade) *sätt* på vilka framtiden kan komma att gestalta sig.<sup>823</sup> Alternativet, det extensiva riskbegreppet, som inte enbart har en framtidsanknytning, utan också har en nutidsanknytning, bör förkastas eftersom det innebär att distinktionen mellan gärningsculpa och personlig culpa raderas. Om denna distinktion raderas konsumeras den systematiska nytta gärningsculpan ursprungligen tillförde dogmatiken. Om denna systematiska nytta konsumeras finns inget motiv för att upprätthålla en dogmatik med två sorters culpa. En gärningsculpa som vilar på det extensiva riskbegreppet med en nutidsanknytning blir därmed självutplånande.<sup>824</sup>

Två sorters culpa framträder dock om man gör en distinktion mellan *gärningsmannens insikter i förhållande till nutiden* och *gärningsmannens okontrollerade gärnings utsikter d.v.s. riskpotential i förhållande till framtiden*.<sup>825</sup> Av korstabellen nedan framgår de tänkbara kombinationerna mellan tidsdimensioner och sorter av culpa. Tabellen anger därmed samtidigt i vilka tidsdimensioner respektive culpaformer medför ett mervärde för betraktaren. Samtidigt framgår även de kombinationer som inte är tänkbara (-), d.v.s. kombinationer som inte kan uppstå om man företräder den systematiska uppfattning som jag valt att företräda.

<sup>823</sup> Det är också på detta sätt man uppfattar risk inom t.ex. finansiell teori. När man opererar med risk i samband med investeringar står *risken* för den *osäkerhet* som råder beträffande hur investeringen kommer att arta sig i *framtiden*. Se t.ex. *Bodie m.fl* 2005 s. 166–173.

<sup>824</sup> Se även *Ulväng* 1998 s. 118–119 som alldeles riktigt påpekar att raserande av den systematiska distinktion även får problematiska konsekvenser för medverkansläran.

<sup>825</sup> Jag är personligen av den åsikten att vedertagna begrepp inte skall revideras. Det leder i regel till att revideringens nytta förloras (många gånger om) på grund av begreppsförvirring. Min åsikt omkullkastas inte av det faktum att man gärna håller med *Jareborg* 2001 s. 207: "Språkligt sett kan de [begreppen gärningsculpa och personlig culpa] te sig förfärliga, men de har använts sedan mitten av 1970-talet utan att någon har kunnat föreslå en bättre terminologi." Ville man revidera vedertagna begrepp, föreslår jag att personlig culpa lämpligen benämns *insiktsculpa*, eftersom det uttryckligen är felet eller bristen i personens insikter som insiktsculpan vilar på, medan gärningsculpa lämpligen kunde benämnas *utsiktsculpa*, eftersom det uttryckligen är felet eller bristen i gärningens *framtidutsikter*, d.v.s. risken, utsiktsculpan vilar på. Då de vedertagna begreppen (personlig culpa och gärningsculpa) tar fasta på subjektet (person/gärning) för att påvisa den systematiska distinktionen i de två sorterna av culpa, tar dessa reviderade begrepp (insiktsculpa och utsiktsculpa) fasta på objektet (insikt/utsikt) för att understryka samma systematiska distinktion. Fördelen vid användningen av de reviderade begreppen vore att begreppsparet insikt – utsikt tydligt visar att det är fråga om två olika sorter, medan begreppsparet person – gärning ofta kan leda till konfusion beträffande om det är samma sort eller olika sorter man åsyftar, inte minst eftersom straffrättsligt relevanta *gärningar* per definition personifieras av en *gärningsperson*.

**Tabell 4.** Tabell över olika tidsdimensioner i culpa.

|     |         | culpa         |                 |
|-----|---------|---------------|-----------------|
|     |         | gärningsculpa | personlig culpa |
| tid | framtid | utsikt        | –               |
|     | nutid   | –             | insikt          |

Det bör särskilt påpekas att många händelseförlopp kan uppvisa två sorters culpa samtidigt. Det är alltså möjligt att inte ha insikt i det man just nu håller på med och genom detta man inte har insikt i skapa en risk för att något icke önskvärt skall inträffa som en framtida följd av det man höll på med utan insikt. Men denna slutsats reducerar inte nyttan av att förmå särskilja gärningsculpan från den personliga culpan om målet är en systematiskt nyanserad rättsdogmatik.

Förkastandet av det extensiva riskbegreppet leder till att jag inte ser gärningsculpan som universellt tillämplig oberoende av vilken delikttyp det är fråga om. I den bemärkelse jag förstår begreppet risk existerar ingen risk, heller ingen risktagning, i sådana brottstyper där ingen kausalrelation förekommer mellan gärning och följd. Således ser jag heller inget mervärde i att tillämpa gärningsculpan analys av förbjuden risktagning på sådana brottstyper som inte uppvisar någon form av kausalrelation mellan gärningen och den i rekvisitet förbjudna följden. Man kan alltså direkt utesluta tillämpningen av gärningsculpa vid betedendedelikt och abstrakta faredelikt. Sådana brott är t.ex. rattfylleri, häleri av oaktsamhet och beroende på hur man normativt definierar kurspåverkan, eventuellt även informationsbaserad kursmanipulation.

Efter denna kategoriska distinktion gällande tillämpligheten bör ännu något anmärkas om tillämpligheten i konkreta fall. När en gärningsman inte kontrollerar uppkomsten av den följd som kausalt följer av gärningsmannens gärning aktualiseras frågan om gärningsmannen tagit en risk – *i förhållande till den följd som uppkommit*. Denna fråga kan – och bör – bedömas objektivt och gärningsculpan erbjuder på denna punkt mycket, eftersom den hjälper bedömare att analysera risktagningen enligt olika bedömningsgrundsatser (supplerande normer, aktsamhetsstandarder i form av goda skick av olika slag, principavvägning av nytta och onytta av risktagningen i dess kontext o.s.v.). Som jag ser det finns det två variabler i denna tankeekvation: (i) gärningskontroll och (ii) följdkontroll. Kombinationerna av variablerna begränsar ytterligare den fallspecifika tillämpligheten av gärningsculpan.

### 3.3.2.4 Gärningskontroll och följdkontroll

Av alla tänkbara händelseförlopp är det endast de händelseförlopp som gärningsmannen en gång kontrollerat – men där han förlorat kontrollen – som är intressanta då gärningsculpan undersöks.<sup>826</sup> Då är det ett ypperligt läge att bedöma den sociala acceptansen (tillåtenheten i risktagningen) i den förlorade gärningskontrollen som ledde till en icke önskad följd med hjälp av gärningsculpan.<sup>827</sup>

Om gärningsmannen kontrollerat gärningen som leder till följden – och aldrig förlorat kontrollen – har han även kontrollerat uppkomsten av följden. Då finns det inget utrymme för funderingar kring hans eventuella risktagningar. I den bemärkelse jag använder begreppet risk tar gärningsmannen nämligen ingen risk om han har fullständig kontroll över det som sker.<sup>828</sup> Teoretiskt sker då ett slags *ex post* konfusion mellan gärningen som kontrolleras och den kontrollerade följd som gärningen förorsakade. Gärningskontrollen har när den betraktas *ex post* transformerats till kontroll över följden, eftersom den kontrollerade gärningen uppnådde följden. I denna situation kan inte gärningsculpa tillämpas. Den motsatta situationen, d.v.s. den situation där en gärningsman utan gärningskontroll eller utan förlorad gärningskontroll skulle lyckas åstadkomma en kontrollerad följd kan uteslutas eftersom den är ontologiskt omöjlig.<sup>829</sup>

<sup>826</sup> Om personen A av personen B blivit fastbunden och skjuten som en mänsklig kanonkula genom en fönsterruta kontrollerar inte A gärningen som kausalt förorsakar kränkningen (skadegörelse SL 35:1). Gärningsculpan aktualiseras inte för A:s räkning i brottet skadegörelse, han kan frikännas utan att gärningsculpan kopplas in. Samma slutsats och motivering gäller självfallet inte för gärningspersonen B.

<sup>827</sup> Om cirkusartisten B förlorar kontrollen över den mänskliga kanonkulan A och skjuter A genom en fönsterruta, kan gärningsculpan användas för att kontrollera att inga goda grunder för B:s frikännande i skadegörelsemålet existerar.

<sup>828</sup> Den som dödar sitt offer genom att kväva offret under en tid som vida överträffar den tid som kan förväntas behövas för att offer kvävs tar ingen risk *vis-à-vis* den annalkande döden. Den som går fram till en fönsterruta och på pin kiv slår sin knytnäve genom rutan har ingen nytta av att åberopa att det hela rört sig om ett tillåtet risktagande.

<sup>829</sup> Även detta belyser dock det faktum att gärningsculpa endast fungerar i fall där två moment, gärning och följd, orsak och verkan, kan urskiljas och mellan dem ett förhållande i form av ett *kausalsamband* identifieras.

**Tabell 5.** Tabell över olika kombinationer i gärningsculpa.

|                  |                   | följddkontroll                  |                       |
|------------------|-------------------|---------------------------------|-----------------------|
|                  |                   | nej                             | ja                    |
| gärningskontroll | förlorad kontroll | gärningsculpan fungerar utmärkt | gärningsculpan onödig |
|                  | aldrig kontroll   | gärningsculpan onödig           | —                     |

Det är alltså endast de brottstyper och bland dessa brottstyper endast de konkreta fall där gärningsmannen haft men förlorat kontrollen och denna förlust av kontroll inneburit en risk som *senare* förorsakat en oönskad följd som är sådana brottstyper och konkreta fall att gärningsculpan förtjänstfullt kan tillämpas. Kravet som ställs på de konkreta fallen innebär en tilläggsbegränsning utöver den begränsning bland alla brottstyper som jag gör. Således kan t.ex. gärningsculpan i princip tillämpas på dråp, som är en brottstyp där gärningsculpan generellt kan aktualiseras. Men gärningsculpan kan i det konkreta fallet inte tillämpas om gärningsmannen har fullständig kontroll över hur framtiden ter sig t.ex. då han håller brottsoffrets huvud under vatten mycket längre än den tid som åtminstone rimligtvis måste betraktas som tillräcklig för att man helt säkert skall veta att offret drunknat.<sup>830</sup>

### 3.3.3 Tillämpningen av gärningsculpan på värdepappersmarknadsbrott

För denna avhandlings frågeställning är det av intresse att undersöka vilken relevans gärningsculpan har för värdepappersmarknadsbrott, främst kursmanipulation.<sup>831</sup> Orsaken till detta är att gärningsculpan i av finländsk värdepappersmark-

<sup>830</sup> I detta exempel kan man även skönja en viss belastning vad gäller användbarheten i gärningsculpan, vilken belastning är en kontaminationseffekt av den personliga culpan. Med detta menar jag att det rent teoretiskt betraktat är förhållandevis sannolikt att uppsåtliga brott (t.ex. ett fall där gärningsmannen har fullständig insikt i vad han håller på med) lämnar ett mindre utrymme för gärningsculpan än oaktsamma brott. Graden av personlig culpa kontaminerar då gärningsculpan. Jag vidhåller dock gärna att på grund av de olika vedertagna uppsåtstyperna denna kontaminationseffekt endast är indikativ och definitivt inte kategorisk.

<sup>831</sup> Av särintresse är givetvis kursmanipulation, men av systematiska skäl kan vissa ställningstaganden även göras för missbruk av insiderinformation (SL 51:1) och informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden (SL 51:5). Jag begränsar därför inte framställningen till endast kursmanipulation.

nadsstraffrättslig doktrin<sup>832</sup> omfattad mening anses ha en stor funktion att fylla just i värdepappersmarknadsbrott – detta på grund av värdepappersmarknadsbrottens rekvisits relativa värdeöppenhet. I framställningarna argumenteras för att rekvisitens öppenhet gör att gärningsculpan kan fungera som dogmatiskt stöd för att bestämma när gärningsmannen tagit en förbjuden risk. Genom att besvara denna fråga kan sedan slutsatser dras för huruvida brott föreligger eller inte.<sup>833</sup> Genom att utnyttja gärningsculpans förbjudna risktagning vill man legitimera att svaret på frågan om vad som är förbjudet enligt det obestämda eller värdeöppna rekvisitetet kan finnas längre ner i normhierarkin än på den skrivna lagens nivå. Genom gärningsculpan påstås dessa lägrestående normer kunna bidra till att avgöra de straffrättsliga tolkningsfrågorna. Frågan om en förbjuden risktagning föreligger anses således kunna lösas genom att man undersöker hurudana akt-samhetsstandarder t.ex. Finansinspektionens rekommendationer eller civilrättsliga normer uppställer.<sup>834</sup> Om en gärning strider mot dessa aktsamhetsstandarder torde en förbjuden risktagning vara för handen och konsekvensen därav är att rekvisitenlighet (och småningom även brott) kan konstateras.<sup>835</sup>

Således anses t.ex. frågan om när ett börsbolags marknadsföring av sina värdepapper övergår från att vara tillåten marknadsföring till att vara vilseledande och således förbjuden marknadsföring kunna avgöras med hjälp av gärningsculpan. Man undersöker då när bolaget tar en förbjuden risk i förhållande till huruvida marknadsföringsinformationen är korrekt.<sup>836</sup> Vidare anses frågan om när en förhållandevis välinformerad investerarens aktietransaktioner övergår till att vara insiderhandel, d.v.s. frågan om när gärningsmannen gör en förbjuden risktagning i förhållande till att han har insiderinformation, avgöras genom gärningsculpan.<sup>837</sup> Konkret skulle då frågan om förbjuden risktagning lösas genom att man granskar övriga i rättsordningen (och av rekommendationsnatur) existerande normer. Därigenom kunde man ta ställning till om rekvisitetet för vilseledande

<sup>832</sup> Se Häyrynen 2006 s. 75–81, se Kurenmaa 2003 s. 58–60. Se även Koponen 2004 s. 270.

<sup>833</sup> Se Häyrynen 2006 s. 76–77, se Kurenmaa 2003 s. 58–59.

<sup>834</sup> Se Häyrynen 2006 s. 77–78.

<sup>835</sup> *Ibid.*

<sup>836</sup> Se Häyrynen 2006 s. 77.

<sup>837</sup> Se Häyrynen 2006 s. 76. Se även Koponen 2004 s. 270 där han ser s.k. riskförhöjningsteorier äga tillämpning på missbruk av insiderinformation. Riskförhöjningsteorierna är hämtade ur *die Lehre von der objektiven Zurechnung* och används på samma sätt som förbjuden risktagning i gärningsculpan. Det förblir oklart i *Kopons* framställning hur riskförhöjningsteorierna kan tillämpas på missbruk av insiderinformation. Jfr också Koponen 2004 s. 267 som själv fastställer att ”puhtaisiin tekorikoksiin tai abstraktiin vaarantamisrikoksiin kielletty riski ei sovellu” (tanken om förbjuden risktagning kan inte tillämpas på rena betededelikt eller abstrakta faredelikt [min övers.]). Orsaken till denna begränsning anges vara att Koponen synes omfatta ett riskbegrepp som är framtidsinriktat och som därför förutsätter en kausalrelation för att kunna tillämpas. Se vidare Koponen 2004 s. 267.

information respektive rekvisitet för insiderinformation uppfyllts. När en gärningsman brutit mot sådana supplerande aktsamhetsstandarder som skapats i stöd av supplerande rättsnormer skulle en förbjuden risktagning föreligga.<sup>838</sup> Häyrynen fortsätter: ”Om inte ens de inofficiella normerna för det prövade falllets del erbjuder en precisering av rekvisitet, kan till sist en mera öppen principiell avvägning utföras, där gränsen [mellan det förbjudna och det tillåtna] baseras på att man väger förfarandets nytta och skada mot varandra.”<sup>839</sup> (Min övers.)

Enligt här omfattad syn på gärningsculpan är ovan presenterade tänkesätt inte systematiskt hållbart om man med gärningsculpa vill uppnå något av dogmatiskt värde. För det första sammanblandas i doktrinen gärningsculpa med personlig culpa. Detta leder till ett systematiskt missförhållande. För det andra möjliggör sammanblandningen ett kringgående av traditionellt defensiv straffrättslig lagtolkningsmetod. Detta leder till ett legalistiskt missförhållande. Genom att utnyttja gärningsculpan för att precisera öppna rekvisit som inte innehåller den kausalrelation jag förutsätter, förändras gärningsculpan till en skenmanöver där lägrestående normer tillåts avgöra lagtolkningsproblemet *utan att för den skull till legalitetsprincipen relatera det faktum att lägrestående normer måste tillgripas för att avgöra lagtolkningsfrågan*. Jag utvecklar bägge missförhållanden nedan.

### 3.3.3.1 Det systematiska missförhållandet

Det systematiska missförhållandet uppstår eftersom den rättsfigur gärningsculpan är överhuvudtaget inte kan tillämpas på sådana värdepappersmarknadsbrott, som inte innehåller ett kausalsamband. Anser man värdepappersmarknadsbrotten utgöra beteendedelikt eller ägnadedelikt finns således inget utrymme för gärningsculpa enligt här omfattad mening. I exempelsituationerna ovan saknas ett sådant kausalsamband som jag ovan efterlyst som förutsättning för att gärningsculpan skall ge något dogmatiskt mervärde.<sup>840</sup> En riskrelation som gärningsculpan kunde tillämpas på existerar inte i förhållande till när ett börsbolags marknadsföringsåtgärder bör anses vilseledande. Så vitt jag kan förstå kontrollerar börsbolaget sin marknadsföring och innehållet i sina börsmeddelanden. Till

<sup>838</sup> Häyrynen 2006 s. 80.

<sup>839</sup> *Ibid.* Häyrynen vill alltså avgöra denna lagtolkningsfråga genom en *law and economics*-betingad argumentation där effektivitetsargumentet (summan av nyttan och onyttan) avgör hur lagen skall tolkas. Se också Timonen 1997 s. 111–131 för en pedagogisk framställning över problematiseringen av *law and economics*-argumentation i *de lege lata* respektive *de lege ferenda*-perspektiv.

<sup>840</sup> Hela nyckeln i gärningsculpan är att rättsfiguren erbjuder ett systematiskt mervärde i form av nya dimensioner när den följd som rekvisitet försöker förhindra har uppkommit till följd av gärningsmannens okontrollerade handlande. I en sådan konstellation aktualiseras en risk.



den del börsbolaget offentliggör börsmeddelanden med okontrollerat innehåll är det ett skolexempel på personlig culpa – nämligen en fråga om informatören på börsbolaget *borde ha läst igenom* börsmeddelandet före offentliggörandet, eller vid läsningen borde ha koncentrerat sig på att förstå det skrivna, för att ha *insikt* i vad som offentliggörs. En sådan riskrelation, som gärningssculpan kunde tillämpas på, existerar inte heller i förhållande till om en storinvestor som planerar aktietransaktioner har insiderinformation eller inte. Den risk investorn tar när han låter bli att tänka efter om han kanske fått någon information av insidernatur är en fråga om gärningsmannens *insikt* och därför en fråga om endast personlig culpa.

Tolkar man däremot förbudet mot kursmanipulation innehålla ett krav på en kausalrelation mellan informationen och kurspåverkan existerar en kausalrelation som kan hanteras med hjälp av gärningssculpan. Stöder man sig vid den normativa analysen av denna kausalrelation på empirisk kunskap inom EMH, enligt vilken all offentlig information påverkar värdepapperskursen, är det tänkbart att gärningssculpan kan fungera som ett normativt filter, med hjälp av vilket viss kurspåverkande information kan avgränsas från den totala mängden av kurspåverkande information. Den information som avgränsas bedöms därmed inte vara straffrättsligt relevant. Så kunde t.ex. vara fallet för att man ansåg att den information som spreds utgjorde en tillåten risktagning i förhållande till kursutvecklingen eller om den trots allt utgjorde en förbjuden risktagning, att risktagningen var irrelevant. (Noteras kan att så knappast bör *bedömas* vara fallet om börsbolaget offentliggör vilseledande börsmeddelanden, men trots detta fungerar gärningssculpan som dogmatiskt analysinstrument.)

Använd på rätt sätt kan gärningssculpan och den funktionalism gärningssculpan omfattar bli ett sätt att kontextualisera relevansbedömningen av kurspåverkan i informationen. Det är då tänkbart att gärningssculpan kan skapa ett mervärde för den systematiska analysen av om brott föreligger eller inte.<sup>841</sup> För att denna gärningssculpans tillämpningsmöjlighet skall uppkomma fordras dock först ett systematiskt motiverat val av delikt – det gäller att först ta ställning till om man strukturerar förbudet mot kursmanipulation som ett faredelikt (då gärningssculpan inte kan tillämpas) eller som ett kränkingsdelikt (då gärningssculpan kan tillämpas). I denna avhandling skall detta val göras då jag argumenterar för mitt val mellan modell 1 (fara) och modell 2 (kränkning).

<sup>841</sup> Jag har inte i litteraturen kunnat notera att detta krav på existerande kausalsamband skulle ha formulerats som en nödvändig förutsättning för tillämpningen av gärningssculpan på värdepappersmarknadsbrott, i synnerhet inte kursmanipulation.



Den ovan beskrivna dubiösa tillämpningen av rättsfiguren gärningsculpa på värdepappersmarknadsbrotten med endast farerrelationer torde härstamma från *Nuutilas* universella tillämpningsmodell. Enligt detta synsätt är gärningsculpans första led – den förbjudna risktagningen – allmänt tillämplig. Där man inom värdepappersmarknadsrättsliga undersökningar valt att tillämpa denna universella modell har man inte så vitt jag har kunnat iaktta motiverat varför man ansett denna universella modell tillämplig. Trots denna argumentativa brist är det skäl att utveckla en tänkbar motivering. *Nuutila*, som företräder den universella gärningsculpans, ger själv ett exempel på en tillämpning av gärningsculpan som analogt motsvarar den (dubiösa) värdepappersmarknadsrättsliga tillämpningen på delikt som saknar kausalrelation. Enligt honom kunde gärningsculpans första led – den förbjudna risktagningen – tillämpas även på ett brottsrekvisit utan uppenbart kausalsamband, exempelvis häleri genom oaktsamhet (SL 32:4):<sup>842</sup>

Den som anskaffar, omhändertar eller förmedlar egendom som har fränhänts någon annan genom t.ex. stöldbrott trots att han eller hon har skäl att misstänka att egendomen åtkommits på detta sätt skall enligt lagrummet dömas för brottet.

Detta exempel har många drag som påminner om ovan presenterade värdepappersmarknadsrättsliga exempel. Även här lyder frågan ytterst hur långtgående krav på gärningsmannens *insikt* gällande vad han håller på med som bör ställas. Då den gärningsman som tar emot okänd egendom eller den som offentliggör ett börsmeddelande eller utför en aktietransaktion gör det i ett tillstånd av relativ ovisshet, kunde man visserligen *normalspråkligt* hävda att gärningsmannen tar en risk: Risken är då det faktum att *gärningsmannen inte vet* om egendomen är stöldgods, börsmeddelandet är vilseledande eller informationen är av insidernatur. Men dessa normalspråkliga risker kan inte systematiskt likställas med sådana *risker* som uppstår till följd av gärningsmannens förlorade kontroll och *som kan leda till ett framtidstillstånd* utanför gärningsmannens kontroll som är förbjudet genom en norm. Därför är dessa normalspråkliga risker inte risker i gärningsculpans bemärkelse. Sådana normalspråkliga risker kan vidare utan problem hanteras genom den rättsfigur personlig culpa är.

Den gärningsman som helt okritiskt tagit emot egendom av en tjuv möts vid domstolsprövningen av om hans gärning uppfyllt rekvisitet för häleri av oaktsamhet av frågan om gärningsmannen kan klandras för sin okritiskhet som fått uttrycket av bristande insikt. Den som offentliggör börsmeddelanden och inte bemödar sig om att kontrollera att decimaltecknen i kvartalsresultatet i börsmeddelandet står på rätt ställe möts vid domstolsprövningen av hans gärning av frå-

<sup>842</sup> Se *Nuutila* 1996 s. 283.

gan om gärningsmannen kan klandras för sitt slarv som är bristande insikt. Den som är storinvesterare med särskild insynsställning i bolag A och ämnar köpa bolaget A:s aktier utan att ens försöka reda ut om han eventuellt har insiderinformation, möts vid domstolsprövningen av hans gärning (köp av aktier i bolag A) av frågan om gärningsmannen kan klandras för sin okritiskhet som fått uttrycket av bristande insikt.

Man bör vid tillämpningen av gärningsculpan inte tillåta sig vilseledas systematiskt av det faktum att ordet *risk* ofta används för att ange andra risker än sådana risker som i *framtiden* kan leda till den förbjudna *följden* och vars sociala skadlighet gärningsculpan bidrar till att strukturera och analysera.<sup>843</sup>

Avgörande för om gärningsculpan kan tillämpas på kursmanipulation är således om förbudet mot kursmanipulation innehåller ett element av förlorad gärningskontroll som aktualiserar en risk för en förbjuden följd.

De varierande uttryckssätten i finländsk rätt möjliggör som ovan konstaterats olika relationer mellan information och kurspåverkan.<sup>844</sup> En kort repetition av komparationen gör på samma sätt gällande att det förefaller förekomma olika synsätt i de granskade jurisdiktionerna gällande en uppenbar kausalrelation. Ser man till ordalydelsen i t.ex. det svenska förbudet mot otillåten marknadspåverkan förefaller åtminstone själva ordalydelsen i förbudet tyda på att något utrymme för gärningsculpa inte existerar: ”Den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset [...] döms för otillbörlig marknadspåverkan till fängelse i högst två år [...]” Redan ägnad påverkan uppfyller rekvisitet och åtminstone semantiken förefaller här tyda på ett sådant farerekvisit på vilket gärningsculpan inte kan tillämpas för att skapa ett systematiskt mervärde.<sup>845</sup>

Till denna del förefaller rättsläget vara annorlunda i t.ex. Tyskland.<sup>846</sup> Själva förbudsrekvisitet för kursmanipulation definieras där som ett ägnadedelikt i WpHG 20 a:1.1,1–3. Men den straffrättsliga varianten i det tyska parallelsyste-

<sup>843</sup> Den som ytterligare vill komplicera det hela kan även se övriga t.ex. till insiderfallet hörande normalspråkliga risker, som inte heller utgör sådana risker som är intressanta ur gärningsculpans synvinkel. Insidern tar en risk för framtida åtal och han tar ofta en personlig PR-risk (särskilt om han är styrelsemedlem). I förhållande till dessa risker äger heller inte gärningsculpan någon tillämpning. Denna gång beror det dock inte på att ett kausalsamband utom gärningsmannens kontroll inte existerar – för det gör det, såvida gärningsmannen t.ex. inte kan kontrollera den brottsutredande och åtalande samhällsapparaturen eller massmedia. I stället beror det faktum att gärningsculpan inte här kan användas på att något straffrättsligt rekvisit som förbjuder uppkomsten av risktagningens följd – att gärningsmannen blir åtalad eller får dålig publicitet – inte existerar.

<sup>844</sup> Se ovan IV.3.2.1. Informationen gör som sagt antingen att kursen manipuleras enligt VPML 5:12.1, informationen manipulerar kursen enligt SL 51:3 eller informationen har en frikopplad relation i förhållande till kursen enligt VPML 5:12.2,1–4.

<sup>845</sup> Till denna del förefaller Danmark använda samma semantiska grepp. Se även ovan IV.2.2.4.

<sup>846</sup> Se för en utförligare utredning över förbudet mot kursmanipulation i tysk rätt IV.2.2.5.

met aktualiseras endast i stöd av WpHG 38:2 förutsatt att faktisk *Preiseinwirkung* kan styrkas. Detta specifikt straffrättsliga krav på faktisk prispåverkan förefaller möjliggöra en kausalrelation som kan hanteras och filtreras genom en systematik som vilar på gärningsculpan.

### 3.3.3.2 *Det legalistiska missförhållandet*

Det andra, legalistiska missförhållandet vid den finländska doktrinen användning av gärningsculpa uppstår eftersom det tänkesätt som tillämpar den förbjudna risktagningen på faredelikt leder till att man utmanövrerar legalitetsprincipens tolkningsstyrande effekt i straffrätten. Där man (dubiöst) tillämpar gärningsculpan på faredelikt utför man, som jag kan se det, en övning som är att betrakta som ren och skär lagtolkning.<sup>847</sup> Tar man då till trick man tror att gärningsculpan bidrar med förefaller man ofta våldföra sig på grundläggande lagtolkningsmetodologiska regler. Denna problematik accentueras vid värdepappersmarknadsbrott som öppet erkänns vara obestämda eller värdeöppna rekvisit. Istället för att kompensera obestämtheten eller värdeöppenheten med en defensivare legalism hävdar man att gärningsculpan kan bli en tunnel in i systemet längs vilken lägrestående normer och rent av öppna avvägningar av nytta och onytta kan flyta in i den bastion legalitetsprincipens murar skyddar. Man kringgår då legalitetsprincipen med en ansvarsbegränsande rättsfigur på ett sätt som resulterar i frirättsskolemässig öppen argumentation.

Trots att lagtolkning givetvis är beroende av rättssystemets alla relevanta normer vid tolkningen av sådana rekvisit som är så öppna att något tolkningsavgörande inte kan göras på basis av normen i isolerat tillstånd, kan inte detta systemkoherenta tolkningsideal motiveras med gärningsculpan. Vad värre är – oberoende av hur systemkoherensen motiveras och oberoende av vilka supplerande normer man tar till för att tolka obestämda eller värdeöppna straffrättsnormer måste förstås denna pragmatiska tolkningsoperation ständigt – och i straffrätten accentuerat – vara underkastad den *lagtolkningsmetod* som är straffrättens. Till denna metod hör betoningen av skreven lag och övriga defensiva synsätt, bl.a. en förhållandevis formell rättskällelära.<sup>848</sup> Att ta till en *ansvarsbegränsande* rättsfi-

<sup>847</sup> Se Roxin 1997 s. 291 som förefaller se detta som en vanlig subsumtionsuppgift. Jfr dock Nuutila 1997 s. 276 som inte ser någon faktisk distinktion i förbjuden risktagning och subsumtion. Jag menar att det är skäl att förhålla sig kritisk till detta påstående. Jag anser det inte vara ändamålsenligt att komplicera subsumtionen med en rättsfigur som gärningsculpan ifall det inte medför något mervärde. Se även Frände 1997 s. 219–221.

<sup>848</sup> Intressanta paralleller bör här dras till Karhus innovativa förmögenhetsrätt som utmynnar i det han kallar en presumtiv contextualism i stället för en presumtiv positivism som traditionellt varit det förhärskande lagtolkningsgreppet i Norden. Se Karhu 2005 s. 38–41. Se även Pöyhönen 2000 s. 186–191. Gärningsculpan som ett uttryck för funktionalism i straffrätten är ett sätt att uppnå en

gur som gärningsculpa eller ens det tänkesätt den är ett uttryck för och utnyttja det till att justifiera att obestämda eller värdeöppna straffrättsliga rekvisit får sitt faktiska innehåll genom civilrättsliga normer, myndigheters rekommendationer eller rent av ett slags rättsekonomisk avvägning av nytta och onytta är helt enkelt nonsens. Av den straffrättsliga legalitetsprincipen följer att om den tolkade normen är obestämmd och värdeöppen och analogiförbudet *in malam partem* tas *ad notam* blir svaranden friad om inte tolkningen av rekvisitet kan anses vara så förutsägbar att tolkningen inte inkräktar på de rättsskyddsideal som legalitetsprincipen uttrycker. Däremot är det förstås fullt möjligt att ösa ur alla tänkbara normsamlingar av rekommendationer, etiska koder och avvägningar för att precisera tolkningen av det obestämda eller värdeöppna rekvisitet så att gärningsmannen frias. Inte heller här behövs gärningsculpan.

### 3.4 VAL AV MODELL FÖR INFORMATIONENS KURSPÅVERKAN

Ansatsen i detta kapitel är att gestalta en systematiskt försvarbar tolkning av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. Detta innebär att den normativa relationen mellan information och kurspåverkan bör fastslås. Jag har ovan presenterat två alternativa modeller för hur denna gestaltning kan genomföras. Utgående från relationen mellan information och kurspåverkan har jag gestaltat förbudet dels som ett faredelikt, dels som ett kränkingsdelikt. I den förra modellen har en inskränkt uppfattning om informationens kurspåverkan möjliggjort en fruktbar diskussion om olika typer av fara. Denna diskussion har belyst vilka möjligheter faremodellen erbjuder för att gestalta förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. I den senare modellen har en omfattande uppfattning om informationens kurspåverkan tillåtit bredda normens nedslagsfält – samtidigt har dock den avgränsningsmekanism gärningsculpan i egenskap av normativt filter är presenterats. Denna diskussion har belyst vilka möjligheter kränkingsmodellen har för att gestalta förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. Då dessa alternativa modeller presenterats är det nu dags att utföra

---

kontextualism – i stället för en utpräglad positivism – vid lagtolkningsoperationen. Men precis som *Karhu/Pöyhönen* för fram följer av straffrättens särart, operationaliserad genom en positivistisk legalism synlig i bland annat legalitetsprincipen, att den presumtiva kontextualismen inte fungerar i bägge riktningar. Straffrättens enkelriktade natur gör därför att kontextualismen inte kan utkonkurrera den legalistiska positivismen *in malam partem*. Gärningsculpan uttrycker detta – så som jag ovan konstaterat – genom att den erbjuder domaren en mera finförgrenad argumentation för att fria på grund av kontextuella och pragmatiska omständigheter än andra tidigare använda rättsfigurer.

ett motiverat val. Därefter tillämpas den valda modellen vid den konkreta tolkningen och systematiseringen av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation.

### 3.4.1 Informationens kurspåverkan i finansiell ekonomi

Jag har meddelat att jag omfattar en syn enligt vilken förbudet mot kursmanipulation bör tolkas kontextuellt. Förbudet måste följaktligen gestaltas lyhört för värdepappersmarknaden. Eftersom jag önskar välja en normativ modell med koppling till den empiriska verkligheten värdepappersmarknaden utgör är därför den givna utgångspunkten vid val av gestaltsmodell den empiriska kunskap vi har om relationen mellan information och kurspåverkan. Denna kunskap existerar inom den referensramen den finansiella ekonomin erbjuder.<sup>849</sup> Det är emellertid skäl att direkt påpeka, så som tidigare anförts, att det faktum att man sammanför positiv, empirisk kunskap inom finansiell ekonomi med normativa definitioner inom rättsdogmatiken innebär betänkligheter. Dessa betänkligheter följer av de divergerande referensramarna och betänkligheterna utgör ett potentiellt assimilationsproblem som rättsdogmatikern måste hantera.<sup>850</sup> Detta faktum bör följaktligen beaktas vid valet av gestaltsmodell.

Lyckligtvis är straffrättsdogmatiken inte dåligt utrustad för assimilationen. Tvärtom innehåller gängse dogmatik flera instrument som kan användas för att åstadkomma en assimilation som är ändamålsenlig. Jag har ovan presenterat två alternativa modeller för att handskas med den utomjuridiska kunskapen vid gestaltningen av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation. Den första modellen utgick från en inskränkt syn på informationens kurspåverkan. För att differentiera dogmatiken och kompensera inskränktheten introducerades ett extensivare skydd i form av fara för den inskränkta kurspåverkan. Denna modell vars nyckel är *fara för kurspåverkan* arbetade således inifrån ut och definierade först en kärna som bör förbli okränkt varefter yttre skyddsringar definierades för att säkerställa att hot mot kränkningar av kärnan förhindras. Den andra modellen utgick från en omfattande syn på informationens kurspåverkan. För att begränsa den omfattande definitionen av kurspåverkan och således frångå en presumtivt odifferentierad rättsdogmatik introducerades ett avgränsningsinstrument för att filtrera bort sådan kurspåverkande information som på grund av kontextuella omständigheter ändå inte bör beaktas. Denna modell vars nyckel är *gärningsculpa*, arbetade således utifrån in och definierade först en omfattande mängd potentiella kränkningar varefter flera potentiella kränkningar eliminerades för att

<sup>849</sup> Se om miljö II.3.

<sup>850</sup> Se om assimilation II.4.

återställa en högre differentieringsgrad i rättsdogmatiken och undvika en överreglering av värdepappersmarknaden.

### 3.4.2 Jämförelse av modeller

Under den ovan anförda presentationen av de två alternativa modellerna har samtidigt en kritisk diskussion förts om för- och nackdelarna med modellerna. Karakteristiskt för diskussionen är att variationerna mellan modellerna infaller på olika abstraktionsnivåer och påverkar olika synvinklar ur vilka modellerna betraktas. Det är därför skäl att först sammanfatta olika aspekter av variationer som uppstår vid en jämförelse av de två alternativa modellerna.

**Tabell 6.** Sammanfattande tabell över de två modellerna.

| <b>Modell 1: Fara</b>                                                                                       | <b>Modell 2: Kränkning och gärningsculpa</b>                                                               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Dekontextualisering</i>                                                                                  | <i>Kontextualisering</i>                                                                                   |
| – förminskad tolkningsmarginal för domstolen                                                                | – förstörd tolkningsmarginal för domstolen                                                                 |
| – förminskat behov av insikt i finansiell ekonomi hos domaren                                               | – förstört behov av insikt i finansiell ekonomi hos domaren                                                |
| – minskad skärpa i den normativa regleringen i form av schablonmässighet                                    | – ökad skärpa i den normativa regleringen i form av skräddarsydda lösningar                                |
| – oinskränkt tro på rationalitet hos investerare                                                            | – utrymme för rättslig kalibrering som beaktar partiell irrationalitet hos investerare                     |
| – potentiella förhinder för effektiv prisbildningsmekanism på marknaden på grund av förbjudna transaktioner | – ökat understöd för effektiv prisbildningsmekanism på marknaden på grund av färre förbjudna transaktioner |
| – potentiell överreglering av marknaden                                                                     | – potentiell underreglering av marknaden                                                                   |
| – processekonomiska vinster i form av schablonmässighet <sup>851</sup>                                      | – processekonomiska förluster i form av skräddarsydda avgöranden <sup>852</sup>                            |
| – offensivare straffrätt                                                                                    | – defensivare straffrätt                                                                                   |

Denna tabell presenterar för- och nackdelarna med de två alternativa modellerna. För- och nackdelar uppstår på åtskilliga olika abstraktionsnivåer och vid olika infallsvinklar. Detta understödjer det faktum att valet av modell är utmanande och att negativa konsekvenser kommer att följa av valet – oavsett hur man väljer.

<sup>851</sup> Eftersom processuella frågeställningar inte behandlas i avhandlingen skall denna aspekt inte analyseras mera ingående. Jag har dock valt att inkludera den i tabellen för att åskådliggöra att valet av modell får konsekvenser på olika abstraktionsnivåer och för olika rättsliga problemfält.

<sup>852</sup> Se not 851 ovan.

Vilket val bör då träffas? Det viktiga i valet är givetvis en nyanserad syn på argumenten för och emot de båda modellerna. Ytterst är det ultimata valet alltid ett val som återspeglar väljarens värderingar. *Enligt mina liberalistiska värderingar bör den kontextualiserade modellen som vilar på kränkning och gärningsculpa som avgränsningsinstrument väljas.* Det avgörande perspektivet som ytterst gör att valet faller på denna modell är för mig synen på straffrätten: Då valet står mellan en offensiv och en defensiv straffrätt väljer jag den defensiva. Man kan inlinda valet i *ultima ratio*-resonemang eller övriga straffrättsliga principer, men jag flaggar också gärna öppet med att straffrätten enligt mitt sätt att se på saken bör vara defensivt tungrodd, eftertänksam och förhållandevis konservativ. Detta följer av det ideologiska val jag tidigare redovisat för.

Lyckligtvis leder detta val även till andra konsekvenser som jag anser vara övervägande positiva. Valet av modell som bejaktar det defensiva bejaktar även det värdepappersmarknadsrättsliga behovet av att betona förutsägbarheten i tolkningen av värdepappersmarknadsrätten. Man reducerar därmed den risk som osäkerhet gällande reglering kan medföra. Detta val understödjer marknadseffektivitet eftersom den bejaktar marknadens prisbildningsmekanism. Rent teoretiskt kunde detta även anses leda till en negativ konsekvens i form av underreglering av marknaden. Denna risk är dock förhållandevis liten eftersom underregleringen endast kan uppstå i fall att tolkningarna av reglerna tillåts bli för milda. Därmed kan valet av gestaltningsmodell genomföras utan att valet skulle stå i dissonans med den liberalistiska marknadsmodell jag öppet angett mig omfatta.

Mitt val av gestaltningsmodell är slutligen dessutom bättre lämpat för den kontextualisering av tolkningen av förbudet mot kursmanipulation jag ovan propagerat för. Eftersom den empiriska utgångspunkten i finansiell ekonomi gör gällande att informationen i praktiken determinerar värdepapperskurserna är det motiverat att utgå ifrån en normativ gestaltningsmodell som tillskriver informationens kurspåverkan en omfattande tolkning. Den gestaltningsmodell som utgår ifrån kränkning och gärningsculpa återspeglar denna empiriska utgångspunkt. Denna gestaltningsmodell möjliggör därmed den kontextualisering jag efterlyst.<sup>853</sup> Kontextualiseringen möjliggör i sin tur att tolkningen av förbudet kan tillämpas lyhört för konkreta marknadsomständigheter. Av detta följer att en större tolkningsmarginal uppstår hos domaren vilket samtidigt leder till ett större behov av förståelse för finansiell ekonomi inom domarskrået. Är detta då en negativ konsekvens som följer av mitt val? Förhoppningsvis inte. Den större tolk-

<sup>853</sup> Kontextualiseringen som utgår från den gestaltningsmodell som härletts med hjälp av gärningsculpan kommer dock i här företrädd mening med de användningsbegränsningar som jag även konstaterat gäller för gärningsculpan. Det är således inte tänkbart att kontextualisera förbudet så att kontextualiseringen möjliggör en tolkning som går till svarandens nackdel.



ningsmarginalen är knappast särskilt problematisk, eftersom det får anses vara ett ganska vanligt fenomen inom rätten i dagens förrättsligade värld. Det större behovet av kunskap i finansiell ekonomi är förstås endast ett problem ifall domarkåren – mot förmodan – skulle underlåta att inhämta sådan kunskap. Men även om så vore fallet, är det uppenbart att detta inte är ett argument i sig för att förkasta den av mig valda gestaltningsmodellen. Den bristande insikten i finansiell ekonomi skulle nämligen endast leda till att domarkåren kom att förkasta de ansvarsbegränsande argument som gärningsculpan som vilade på kunskap om finansiell ekonomi kom att erbjuda. Skulle så ske är ändå förlusten högst relativ, eftersom den i så fall på denna punkt för oss tillbaka till exakt samma läge som råder om vi från början valde den alternativa faremodellen utan kontextualiseringsutrymme. Därför kan inte detta potentiella problem avgöra valet av gestaltningsmodell till förmån för den av mig förkastade modellen.

### 3.4.3 Konkretisering av tillämpningen

Sammanfattningsvis är det således dags att konkretisera den modell jag ovan gestaltat. Så som jag gestaltat gärningsrekvisitet i informationsbaserad kursmanipulation blir därmed utgångspunkten att informationens kurspåverkan bör anses vara omfattande i värdepappersmarknadsrätten. Detta grundläge utgör dock endast ett slags presumtion, eftersom valet av grundläge gjorts genom att samtidigt acceptera att en avgränsningsmekanism är nödvändig vid tolkningen av gärningsrekvisitet. Avgränsningsmekanismen som bygger på gärningsculpan möjliggör att faktiska omständigheter kan beaktas vid tolkningen av gärningsrekvisitet. Detta leder till att tolkningen blir kontextuell och kan därmed genomföras på ett optimalt sätt. Modellen skapar ett funktionaliseringsmervärde.

Till avgränsningsmekanismens funktionaliseringsmervärde hör dock att avgränsningsmekanismen ständigt bör brukas så att den står i samklang med rättsdogmatikens interna förutsättningar. Detta innebär i en straffrättsinspirerad tolkningskontext att avgränsningsmekanismen aldrig kan tillämpas så att gärningsrekvisitet i förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation tolkas på ett sätt som ger ett tolkningsresultat som går till svarandens nackdel.

Om den ovan förespråkade och gestaltade modellen används på det sätt som jag förordat kan tolkningen av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation dock ske lyhört för kontext men utan att tolkningen stöter sig med det liberalistiska ideal jag angett mig omfatta. Tolkningen kan då ske utan att förverkligandet av straffrättens defensivitet eller marknadens offensivitet förhindras.





## 4 Gärningsrekvisitet vid informationsbaserad kursmanipulation

### 4.1 INLEDNING

Med den här avhandlingen vill jag visa hur man skall tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. I detta kapitel uppfylls syftet genom att presentera konkreta typfall av aktivitet på värdepappersmarknaden som tänkbart kan konstituera förbjuden informationsbaserad kursmanipulation. Dessa situationer av typfall granskas mot bakgrunden av den analys av deliktet för förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation som ovan utförts. Kapitlet följer den systematik jag ovan uppställt. Informationsbaserad kursmanipulation delas därför in i kommunikationsbaserad kursmanipulation och transaktionsbaserad kursmanipulation.

Tillvägagångssättet i kapitlet är följande: Först analyseras kommunikationsbaserad kursmanipulation. Det subjekt som potentiellt manipulerar kursen utgör här ett systematiskt stödkriterium för indelningen. Därmed behandlas emittenter, analytiker, journalister, anbudsgivare vid offentliga köpeanbud och övriga personer, t.ex. storaktionärer och s.k. börsorakel. Därefter analyseras transaktionsbaserad kursmanipulation. Mognadsgraden i transaktionen utgör här ett systematiskt stödkriterium för indelningen. Därmed behandlas först s.k. pretransaktioner, sedan oäkta transaktioner och sist äkta transaktioner. Typfallssituationerna som analyseras är *advancing the bid*, *wash sales*, *matched orders*, *circular trading*, *painting the tape*, *parking*, *warehousing* och *marking the close*.

### 4.2 INFORMATIONSBASERAD KURSMANIPULATION

#### 4.2.1 Kommunikationsbaserad kursmanipulation

Den första systematiska kategorin av informationsbaserad kursmanipulation är kategorin för kommunikationsbaserad kursmanipulation. Med kommunikationsbaserad kursmanipulation avses gärningar där den vilseledande informationen förekommer i vilken form som helst, utom i en transaktionsrelaterad form.

VPML 5:12.2,4 lyder i tillämpliga delar: ”Med kursmanipulation avses [...] offentliggörande eller annan spridning av falsk eller vilseledande information

om värdepapper [...], om den som offentliggör eller sprider informationen visste eller borde ha vetat att informationen är falsk eller vilseledande.”

Det klassiska syftet med informationsbaserad kursmanipulation är att rigga priset för ett värdepapper.<sup>854</sup> Det klassiska sättet genom vilket syftet uppnås är att gärningsmannen pratar upp priset för ett värdepapper.<sup>855</sup> Enligt den mycket omfattande legaldefinitionen är det självfallet även möjligt att manipulera värdepapperskursen genom att prata ned priset för ett värdepapper. Det är anmärkningsvärt att rekvisitet för kommunikationsbaserad kursmanipulation inte förutsätter någon form av transaktioner i det värdepapper vars pris manipulören riggar.<sup>856</sup>

Det oaktat är förstås det typiska sättet på vilket denna manipulativa verksamhet genererar gärningsmannen en ekonomisk nytta att gärningsmannen först förvärvar de värdepapper han sedan pratar upp. Ett sådant gärningsmönster kallas ofta *scalping*.<sup>857</sup> Också den spegelvända manövern, att först prata ner det värdepapper gärningsmannen inte äger och vill köpa,<sup>858</sup> är en plausibel manipulationsteknik.<sup>859</sup>

<sup>854</sup> Se t.ex. *Papachristou* 2006 s. 57.

<sup>855</sup> Se framför allt *Rex vs De Berenger* ovan i IV.2.2.6 som i ett nötskal beskriver vad kommunikationsbaserad kursmanipulation handlar om. I fallet pratade gärningsmannen upp engelska statsobligationer genom att sprida det felaktiga ryktet om Napoleons död och engelsk seger i det pågående kriget mot Frankrike och sålde sedan sina statsobligationer till riggat pris. Se t.ex. *Avgouleas* 2005 s. 122, *Arlt* 2006 s. 21, *Rider m.fl.* 2002 s. 110 och *Diehm* 2006 s. 35.

<sup>856</sup> Det faktum att inga transaktioner förutsätts enligt lagstiftningens definition är ett faktum som leder till en systematisk distinktion jag valt att betona. Denna systematiska distinktion går dock delvis förlorad i lagstiftningen. Se RP 137/2004 s. 72–73. Se även definitionsdirektivet art. 5 där man ger som exempel ”handelsorder som ges eller transaktioner som utförs av personer och som föregås eller följs av spridning av falsk eller vilseledande information av samma personer eller av personer som står i nära förbindelse med dem”. Se även *CESR/04-505b* s. 12: ”Dissemination of false or misleading market information through media, including the internet, or by any other means (in some jurisdictions this is known as ‘scalping’). This is done with the intention of moving the price of a security, a derivative contract or the underlying asset in a direction that is favourable to the position held or a transaction planned by the person disseminating the information.” Den systematiska distinktionen som går förlorad på grund av lagstiftarens exempel är i sin tur problematiskt med tanke på den systematiska distinktionen mellan förbudet mot kursmanipulation och missbruk av insiderinformation.

<sup>857</sup> *Scalping* har numera blivit en internationellt vedertagen benämning för fenomenet och används något anmärkningsvärt t.o.m. av BGH i *BGH-fallet* t.ex. s. 5. Tyskspråkig rättslitteratur har också tagit till sig ordet *scalping* på bred front. Se t.ex. *Hellman – Beckemper* 2004 s. 54 och *Tiedemann* 2006 s. 160. Se vidare *Trüstedt* 2004 s. 181, *Schönhöft* 2006 s. 135, *Arlt* 2004 s. 58 och *Ziouvass* 2005 s. 93. Se även i svenkt sammanhang *af Sandeberg* 2003 s. 883.

<sup>858</sup> Alternativt kan genom *short selling* värdepapper först säljas och sedan pratas ned genom en manöver man kunde benämna en *short scalping*. Se *Knuts* 2009 s. 85.

<sup>859</sup> Detta beteendemönster går även under slagnamnet *trashing and cashing*. Se t.ex. *Häyrynen* 2006 s. 207. Se även *CESR/04-505b* s. 13: ”‘Trash and cash’. [...] A party will take a short position in a security; undertake further selling activity and/or spread misleading negative information about the security with the purpose of driving down its price. The manipulator then closes the posi-

Det är särskilt skäl att påpeka att dagens värdepappersmarknader är sofistikerade vad gäller florán av finansiella instrument som finns tillgängliga för handel. I praktiken innebär detta att investerare har möjligheter att skräddarsy sin riskposition på marknaden enligt eget behov. En investerare kan således inta positioner i finansiella instrument som genererar vinning även om t.ex. värdepapperskurser faller. Det essentiella i detta är det faktum att den manipulatör som med vilseledande information lyckas påverka en kursutveckling i ett värdepapper eller ett finansiellt instrument i en önskad riktning, generellt även förmår skräddarsy sin riskposition med hjälp av sofistikerade instrument, så att manipulationen genererar vinning.<sup>860</sup>

Den nuvarande legaldefinitionen av kommunikationsbaserad kursmanipulation är förhållandevis obestämd eller värdeöppen och kunde därför tänkas tillåta en dogmatisk tolkning som resulterade i ett mycket omfattande förbud. Skrivningen av förbudet mot kommunikationsbaserad kursmanipulation förefaller således ta avstamp i EMH i den finansiella ekonomin: Eftersom all (offentlig) information påverkar värdepapperskurserna, påverkar även all vilseledande information kurserna. Därför finns empiriskt sett goda grunder för att kategoriskt förbjuda vilseledande information.<sup>861</sup> Trots denna teoretiska utgångspunkt bör ändå den praktiska dogmatiken (accentuerat straffrättsdogmatiken) situationskänsligt beakta även vissa konkreta omständigheter för att manipulationsförbudet skall kunna tolkas ändamålsenligt. För att konkretisera denna uppgift måste en preciserande dogmatik skapas för att differentiera den juridiska hanteringen av informationen, d.v.s. den vilseledande informationen. Genom denna dogmatik kan lagtolkaren ges instrument för att avväga under vilka konkreta omständigheter det är skäl att konstatera brott för gärningar som uppfyller gärningsrekvisitet för kommunikationsbaserad kursmanipulation. Den ovan presenterade analytiska modell som utnyttjar gärningsculpán som ett kontextualiseringsinstrument skall därför användas för att precisera dogmatiken. Den preciserade dogmatiken skapas nedan genom att jag utgående från faktiska marknadsmässiga omständigheter analyserar kommunikationsbaserad kursmanipulation och bedömer hur de konkreta situationerna bör tolkas.

Trots att förbudet mot kommunikationsbaserad kursmanipulation är allmänt tillämpligt vad gäller gärningssubjekt och trots att förbudet gör gällande att all vilseledande information bör beivras är framgångsmöjligheterna vid det prak-

---

*tion after the price has fallen.*” I exemplet går åter den systematiska distinktionen mellan kommunikationsbaserad kursmanipulation och missbruk av insiderinformation förlorad.

<sup>860</sup> Se t.ex. *Moalem* 2004 s. 72–75 som förtjänstfullt visualiserar hur bl.a. kombinationen av aktiemarknad och derivatmarknad gör att investerare kan spekulera i både stigande kurser och fallande kurser. Se även *Papachristou* 2006 s. 57.

<sup>861</sup> Se *Cox m.fl.* 2006 s. 1009. Se även *Saari* 1977 s. 1031–1076 som år 1977 argumenterade för en starkare övergång mot en värdepappersreglering som implementerar EMH.

tiska genomförandet av kommunikationsbaserad kursmanipulation idag betydligt mera inskränkta än t.ex. under *de Berengers* tid i början av 1800-talet.<sup>862</sup> Det är numera helt enkelt svårt för gemene man – till och med gemena adelsmän – att få ett sådant genomslag för sina vilseledande uttalanden att förutsättningarna för kommunikationsbaserad kursmanipulation kunde skapas. Detta är en följd av just den syn på utomjuridisk kurspåverkan som värdepappersmarknadsrätten förefaller ha anammat. När en näst intill oändlig mängd information, däribland rykten, ständigt påverkar värdepapperskurser är det utmanande att genom utvald vilseledande information förmå påverka värdepapperskurser på önskat sätt. Mot denna bakgrund är det således skäl att bryta ned kommunikationsbaserad kursmanipulation i olika praktiska situationer där kommunikationsbaserad kursmanipulation mest sannolikt framgångsrikt kan genomföras.<sup>863</sup> En gärningsculpainspirerad kontextualisering av typfallssituationer avgränsar således vissa gärningsmönster som potentiellt kunde uppfylla det obestämda eller värdeöppna rekvisitet.

De praktiska situationerna för kommunikationsbaserad kursmanipulation är på dagens värdepappersmarknad helt beroende av genomslagskraften i kommunikationen, d.v.s. beroende av om den vilseledande informationen når ut och skapar en sådan kurspåverkan att manipulationen kan generera manipulatorens den eftersträlvade kursrörelse som möjliggör en förtjänst. Denna genomslagskraft i informationsspridningen är beroende av framför allt den marknadskontextualiserade roll i vilken informationsspridaren uppträder. Rättsdogmatiken bör således i första led analysera informationsspridaren – kommunikatören – för att kontextualisera tolkningen av förbudet mot kommunikationsbaserad kursmanipulation.

Vid kontextualiseringen av tolkningen av kommunikationsbaserad kursmanipulation bör också beaktas sådana motskäl mot förbudet som kan anföras och som kan motiveras med informationens roll för värdepappersmarknadens funktion. I synnerhet gällande kommunikationsbaserad kursmanipulation förefaller dock avvägningen på denna punkt göra gällande att det är tämligen svårt att anföra övertygande marknadsmässiga motskäl för varför inte ett förbud mot vilseledande kommunikation skulle upprätthållas på värdepappersmarknaden. Vilseledande kommunikation förorsakar ökade informationskostnader och spridandet av vilseledande information har presumtivt ingen viktig samhällelig eller värde-

<sup>862</sup> Se *Rex vs De Berenger* ovan i IV.2.2.6.

<sup>863</sup> Se *Papachristou* 2006 s. 59–61 som diskuterar vilka olika roller på värdepappersmarknaden som kan skapa en amplifierande effekt på den information som sprids. Också *Schönhöft* 2006 s. 51–62 diskuterar bland annat hur vilseledande information kan komma att kanaliseras till värdepappersmarknaden. *Schröder* 2007 s. 144–145 noterar att förbudet mot kommunikationsbaserad kursmanipulation riktar sig till alla tänkbara subjekt som kan sprida sådan vilseledande information – såväl professionella parter som privatpersoner.

pappersmarknadsmässig funktion att fylla. Ett visst undantag utgör dock på denna punkt vilseledande kommunikation som en del av pressens yttrandefrihet. Jag återkommer till detta nedan.

#### 4.2.1.1 Om kommunikatören

För att kontextualisera kommunikationsbaserad kursmanipulation analyseras i det följande vilka subjekt *som typiskt sett* har en så etablerad roll i förhållande till information på värdepappersmarknaden att subjektens kommunikation (uttalanden) får en sådan tyngd att den informationsspridning de utför har en sådan relevans som kan lyckas påverka värdepapperskursen på önskat sätt. Kommunikatörerna, d.v.s. subjekten, indelas här i tre systematiska kategorier. I den första kategorin finns primärkällor för börsinformation, d.v.s. emittenten själv. I den andra kategorin finns sekundärkällor för börsinformation, d.v.s. den grupp av subjekt som bearbetar bl.a. primärinformationen.<sup>864</sup> Till denna bearbetarkategori räknar jag analytiker och ekonomiska journalister. I den tredje kategorin finns primärkällor av information som dock inte är emittenter. Denna grupp handlar om andra parter än emittenter och kan ofta ha en kursdrivande förstahandsinformation om värdepapper. Till skillnad från emittentspecifik information rör det sig här ofta om marknadsspecifik information. Till denna tredje kategori räknar jag anbudsgivare vid ett offentligt köpeanbud och övriga personer t.ex. storaktionärer och s.k. börsorakel.

Den systematiska genomgången av olika subjekt som potentiella manipulörer i kommunikationsbaserad kursmanipulation gör gällande att en huvudregel kan uppställas: ju inflytelserikare kommunikatören är, desto större är möjligheterna för denna kommunikatör att medverka i framgångsrik kommunikationsbaserad kursmanipulation. Denna huvudregel bör dock preciseras genom ett konstaterande att just inflytandets genomslagskraft är marknadskontextuell och därför kraftigt beroende av det totala kommunikationsflöde som träffar värdepapperskursen ifråga. I praktiken innebär detta att aktivt analyserade, likvida värdepapper ofta är svårare att manipulera genom kommunikationsbaserad kursmanipulation än sådana värdepapper som inte tilldrar sig ett stort intresse på marknaden. Endast den situationskänsliga dogmatik jag ovan utarbetat förmår dock beakta denna skillnad. Beaktas skillnaden uppstår även en differentierad dogmatik.

<sup>864</sup> Se gärna *Gilson – Kraakman* 1984 s. 565–567. Se *Truyen* 2007 s. 85–171 för en insiktsfull artikel om aktieanalyser och informationsansvar i nordisk rätt.

### 4.2.1.2 Emittenter

Emittenter av värdepapper kan generellt anses ha en unik genomslagskraft vad gäller information som offentliggörs och därmed kommuniceras till marknaden. Typiskt kursdrivande information gäller t.ex. emittentens finansiella situation och framtidsutsikter. Värdepappersmarknadsrättens *disclosure*-filosofi och målet att stävja informationsasymmetrier har utmynnat i omfattande regler om positiva informationsförpliktelser för börsbolag. Därtill existerar även omfattande negativa förbud mot att ge ut vilseledande information. Brott mot dessa positiva förpliktelser och negativa förbud sanktioneras i Finland med stöd av informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden (SL 51:5).<sup>865</sup> Det förefaller dock inte finnas några direkta rättsdogmatiska hinder mot att emittenten själv anses ha gjort sig skyldig till kommunikationsbaserad kursmanipulation. Tvärtom, i stöd av ovan presenterade princip om att stark informationsmässig genomslagskraft utgör en fruktbar förutsättning för kommunikationsbaserad kursmanipulation, torde emittenter utan problem kunna manipulera kursen för emitterade värdepapper genom att offentliggöra vilseledande information.

Således ansåg även Helsingfors hovrätt i *Jippii*-fallet, avgjort den 28 maj 2009, att börsmeddelanden givna av emittenten (*Jippii Oy*) innehållit information som varit falsk eller vilseledande. Gärningsrekvisitet i förbudet mot kursmanipulation (enligt den gamla lagen) hade därmed uppfyllts. Däremot ansåg domstolen inte att ansvarsrekvisitet i den straffrättsliga varianten av kursmanipulation blivit uppfyllt. Åtalen för brott mot förbudet mot kursmanipulation förkastades således.<sup>866</sup>

<sup>865</sup> Se t.ex. HD 2009:1 (det s.k. *TJ Group*-fallet).

<sup>866</sup> Se Helsingfors hovrätts dom, given 28.5.2009 (R 08/716). Domen har inte ännu vunnit laga kraft den 1.9.2009. Ansökningar om besvärstillstånd till HD har inlämnats. Trots att hovrätten tillämpade den gamla lagen, d.v.s. lagen för implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet, är fallet av ett visst intresse för tolkningen av kommunikationsbaserad kursmanipulation. Av intresse är domstolens analys av skyddsintresset i förbudet mot kursmanipulation, vilket domstolen rätt lakoniskt fastslår vara allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Jag har emellertid inte kunnat iakta att domstolen öppet skulle redovisa för hur detta fastslagna skyddsintresse påverkat domstolens tolkning av förbudet mot kursmanipulation. Ytterligare är det intressant att påpeka att domstolen i frågan om tolkningen av informationens kurspåverkan fastställer att något krav på *de facto* kurspåverkan inte är nödvändigt att ställa på den information som anses vara vilseledande. I denna fråga får domstolens argumentation konstateras vara ytterst knapp. Den får närmast anses utgå ifrån att det är möjligt att anse information vara vilseledande även om bevisning för att just den informationen påverkat värdepapperskursen inte företes. Domstolen analyserar dessvärre inte vad som egentligen bör förstås med kurspåverkan. Den ser således inte den djuplodande problemställningen i att definitionen av kurspåverkan måste fästas vid en empirisk ändpunkt förrän analysen av konkret, abstrakt eller frånkopplad relation mellan information och kurspåverkan genomförs. Implicit accepterar dock domstolen att den information som den själv anser att inte behöver vara *de facto* kurspåverkande *de facto* ändå varit vilseledande för att den kommunicerats till allmänheten/marknaden så att investerare fått ta del av den vilseledande informationen (vilket får

Det rättsdogmatiskt mest intressanta vid kommunikationsbaserad kursmanipulation som emittenten själv utfört torde vara det gränsdragningsproblem som uppstår i förhållande till informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden i den självständiga kriminaliseringen i SL 51:5. Eftersom dock detta gränsdragningsproblem är beroende av tolkningen och systematiseringen av just brottet i SL 51:5 och eftersom gränsdragningsproblemets bägge lösningar resulterar i att en förbjuden gärning konstateras, skall gränsdragningsproblemet inte ägnas mera utrymme i detta sammanhang.

### 4.2.1.3 Analytiker

Det är vidare tänkbart att analytiker eller övriga aktörer som bearbetar emittent-specifik primärinformation ger investeringsrekommendationer genom vilka de överrekommenderar eller underrekommenderar värdepapper på ett sådant sätt att rekommendationerna kan anses vara vilseledande.<sup>867</sup> För att uppnå förtjänst till följd av den vilseledande rekommendationen kan analytikern handla samma värdepapper som rekommenderas, så att den förutsägbara kursrörelse som följer av rekommendationen utnyttjas. I en sådan konstellation är bedömningen av handelsmönstret förhållandevis enkel: analytikern utnyttjar då sitt budskaps genomslagskraft och utför en amplifierad *scalping*. Utgångsläget kompliceras dock av de organisations- och funktionskonstellationer som råder på marknaden. Ofta kan nämligen analytikern arbeta för samma organisation som även förvaltar värdepapper för sina kunders räkning, handlar värdepapper för egen räkning eller i övrigt erbjuder investeringstjänster, vars framgång kan "understöddas" av prenumererade analytikerrekommendationer. Nyckeln i denna konstellation är därför ofta att identifiera den intressekonflikt som rekommendationsgivaren och rekommendationsgivarens organisation kan hamna i. Intressekonflikten kan vara varierande och också bestå av annan nytta av rekommendationen än ett ökat värde på redan existerande tillgångar i värdepapper.<sup>868</sup> Inte sällan har t.ex. *scalping* handlat om vilseledande överoptimistiska rekommendationer i utbyte mot att det

---

antas att enligt domstolen även kränkt skyddsintresset – allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden).

<sup>867</sup> Se definitionsdirektivet artikel 5 (b) där man exemplifierar detta genom "handelsorder som ges eller transaktioner som utförs av personer före eller efter det att samma person eller personer som står i nära förbindelse till dem tar fram eller sprider analyser eller investeringsrekommendationer som är falska eller partiska eller bevisligen påverkade av väsentliga intressen". Se även det amerikanska fallet *SEC vs Capital Gains Research Bureau, Inc* 375 U.S. 180, 84 S. Ct. 275, 11 L.Ed.2d. 237 (1963). I fallet publicerade bolaget som gav investeringsrådgivning en kundtidning, i vilken man rekommenderade köp av de värdepapper man redan själv ägde, och kunde genom dessa rekommendationers genomslagskraft skapa en köpvåg man utnyttjade för att senare kunna sälja värdepapperen till ett högre pris.

<sup>868</sup> Se t.ex. *Werlauff m.fl.* 2006 s. 416.



analyserade bolaget köper framtida tjänster av den organisation som gjorde överrekommendationen.<sup>869</sup> Det förekommer även fall där vilseledande överoptimistiska rekommendationer gjorts av mycket direktare och mera personliga skäl.<sup>870</sup> För att råda bot på detta problem stadgas om långtgående skyldigheter för dessa subjekt att tillkännage dylika intressekonflikter.<sup>871</sup> Dessutom finns synnerligen detaljerade regler för hur investeringsrekommendationerna skall presenteras.<sup>872</sup>

En intressant rättsdogmatisk fråga i relation till den gärningsmiljö där *scalping* förekommer, är skillnaden mellan *scalping* och s.k. *frontrunning*. Där *scalping* i analytiskmiljö innebär att överrekommendera ett bolag till förmån för kunder eller sig själv, innebär *frontrunning* t.ex. att en värdepappersförmedlare köper värdepapper för en (annan) kund eller för sig själv i ett läge av informationsmässigt försprång för att han har vetskap om en stor köporder han strax skall verkställa.<sup>873</sup> Den rättsdogmatiska skillnaden mellan *scalping* och *frontrunning* aktualiserar således gränsdragningsproblemet mellan kursmanipulation och insiderhandel.<sup>874</sup> I teoretisk kontext rör det sig således om skillnaden mellan att skapa informationsasymmetrier och att utnyttja existerande informationsasym-

<sup>869</sup> Det ryktas med jämna mellanrum om ett slags ekorrskinns-handel mellan parterna som gör investeringsrekommendationer (analytiker) och samma organisations investeringsbankfunktion. Till denna konstellation hör att analytikerna överrekommenderar det analyserade objektet, mot att objektet vid tillfälle köper analytikernas kollegers investeringsbanktjänster. Mera än bara rykten om ekorrskinns-handel handlade det om i IT-bubblans efterdyningar på *Wall Street* i New York i det fall som resulterade i en förlikning mellan åklagarämbetet och tio investeringsbanker i form av det s.k. *Global Settlement*. Här betalade dessa banker sammanlagt \$ 1,4 mrd i förlikningen. Samtidigt utfördes en strukturell omorganisering som åsyftade större integritet och eliminering av intressekonflikter på den amerikanska marknaden. Se *Statement by Attorney General Elliot Spitzer Regarding the "Global Resoution" of Wall Street Investigations*. Tillgänglig på adressen [http://www.oag.state.ny.us/press/statements/global\\_reso-lution.html](http://www.oag.state.ny.us/press/statements/global_reso-lution.html).

<sup>870</sup> Fräckast i klassen är på denna punkt analytikern *Jack Grubman* med ett förflutet på *Salomon Smith Barney*. *Grubman* hade skapat sig en mycket inflytelserik position som analytiker i telekombranschen. Han lät sig sedan bevisligen påverkas i sina investeringsrekommendationer av en ledande bankir som önskade få en positiv investeringsrekommendation av *Grubman* gällande New York-listade bolaget *AT&T* för att i sin tur kunna vinna ett mandat av bolaget i en kommande transaktion. *Grubman* i sin tur gav sin överoptimistiska investeringsrekommendation bl.a. mot en högst personlig fördel. Genom den vilseledande analysen vann nämligen *Grubmans* barn inträde till en exklusiv förskola på *92nd Street*. Se *Avgouleas* 2005 s. 120–121.

<sup>871</sup> Se kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppgä intressekonflikter. (Direktiv om investeringsrekommendationer)

<sup>872</sup> *Ibid.* Se även RP 137/2004 s. 90.

<sup>873</sup> Se t.ex. *Karjalainen m.fl.* 2005 s. 228.

<sup>874</sup> Se *Ziouvas* 2005 s. 93 som påpekar att den tyska doktrinen och rättspraxis tidigare klassificerat *scalping* som insiderhandel. Se vidare *Assman – Schneider* 2003 § 14 Rn. 34. Se även *Papachristou* 2006 s. 286 som påpekar att det råder en osäkerhet i gränsdragningsfrågan i Tyskland. Se vidare *Papachristou* 2006 s. 286 fotnot 1521 för en ingående redogörelse över den förhärskande meningen i frågan i tysk rättslitteratur.

metrier. Enligt den dogmatiska struktur som regleringen av informationsmissbruk av olika former på värdepappersmarknaden antagit, förefaller en skiljelinje kunna identifieras mellan *scalping* och *frontrunning*. Enligt denna struktur skulle *scalping* betraktas vara kursmanipulation, medan *frontrunning* vore insiderhandel. Denna skiljelinje råder trots att *scalping* i och för sig ofta kan genomföras så att gärningsmannen förvärvar värdepapper med vetskap om att han kommer att sprida vilseledande information om värdepapperet för att rigga kursen, varefter gärningsmannen kommer att sälja värdepapperen innan marknaden fått vetskap om denna prisriggning. Det kunde således argumenteras för att *scalping* även var en form av insiderhandel. Denna skiljelinje mellan kursmanipulation och insiderhandel har i rättspraxis positionerats av tyska BGH i ett omdiskuterat *scalping*-fall från år 2004.<sup>875</sup>

I rättsfallet hade gärningsmannen O – en redaktör och aktieförståsigpåare i tidskriften *Der Aktionär* och författare av nyhetsbrev *Neuer Markt Inside* med trovärdighetsstatus<sup>876</sup> bland investerare som investerade i IT-bolag – gått in för att systematiskt rådgå sin medgärningsman, som var fondförvaltare i fonder på den nya marknaden, att förvärva de värdepapper O senare kom att rekommendera för köp i tidskriften samt i sina nyhetsbrev. Samtidigt köpte även O (samt medgärningsmannen K) privat positioner i de värdepapper som dels skulle komma att rekommenderas, dels skulle förvärvas av de fonder som O rådgav.<sup>877</sup>

Gärningsmannen O (och medgärningsmannen K) åtalades bl.a. för insiderbrott, dock inte kursmanipulation. *Landesgericht Stuttgart* meddelade en fällande dom i insiderfallet och BGH tog upp saken till prövning. I domen konstaterade BGH att gärningsmannen förvisso hade ägnat sig åt ett sådant beteendemönster på värdepappersmarknaden som man allmänt kallar för *scalping*, men att sådan *scalping* inte uppfyllde rekvisitetet för förbjuden insiderhandel, varför åtalen förkastades.

Grunden för den förkastande domen var BGH:s definition av insiderinformation. Enligt definitionen påkallad av EG-rättskonform lagtolkning i straffrätten (här dess negativa tolkningseffekt) bör intern information, d.v.s. informa-

<sup>875</sup> För en kommentar av fallet se t.ex. Ziouvas 2005 s. 93. Se även Schröder 2007 s. 59–63. Se Schönhöft 2006 s. 135–142. Se Papachristou 2006 s. 284–285.

<sup>876</sup> Enligt BGH kunde svarande O betraktas som en *Meinungsmacher* inom det marknadssegment som man kallar *Neuer Markt*.

<sup>877</sup> Gärningsmönstret man gått in för att förverkliga genererade vinster på sammanlagt ca € 70 000 vid sex olika tillfällen mellan 12 och 23 oktober 2000. Se BGH-fallet s. 6. Enligt samma metod vann K ytterligare ca € 50 000 vid tre olika tillfällen kort därefter.

tion utan s.k. *Drittbezug*, exkluderas från definitionen av insiderinformation.<sup>878</sup> Då gärningsmannen har vetskap om sina kommande avsikter (att prata upp aktien) kunde denna vetskap inte anses uppfylla definitionen av insiderinformation. Tolkningen av definitionen av insiderinformation i stöd av insiderdirektivet måste göras utgående ifrån att endast information med *Drittbezug* är insiderinformation. Gärningsmannens ännu inte tillkännagivna vetskap om sina egna framtida avsikter ansågs således inte utgöra insiderinformation. Då gärningsmannen vid köptidpunkten inte hade haft insiderinformation enligt BGH kunde heller inte *scalpingen* dömas som insiderbrott. Däremot anförde BGH att förfarandet skulle lagföras som kursmanipulation (vilket dock inte i föreliggande fall var möjligt på grund av åtalet som gällde endast förbjuden insiderhandel).

BGH:s slutsats vad gäller den systematiska huvudfrågan om huruvida *scalping* skall anses vara förbjuden insiderhandel eller förbjuden kursmanipulation kan nog understödjas.<sup>879</sup> Låter man frågeställningen falla tillbaka på informationsmissbruksdoktrinen på värdepappersmarknaden torde just skillnaden mellan att skapa informationsasymmetrier genom vilseledanden å ena sidan och utnyttjandet av skapta informationsasymmetrier å andra sidan utgöra den analytiska skillnaden mellan kursmanipulation och insiderhandel i *scalping*. Det är således skäl att ta fasta på just det desinformativa elementet i *scalpingen* och primärt lagföra det som kursmanipulation.<sup>880</sup>

#### 4.2.1.4 Journalister

Den finansiella pressen har en lång tradition av att publicera kraftigt kurspåverkande nyheter.<sup>881</sup> Också journalister är således potentiella gärningsmän vid *scal-*

<sup>878</sup> Se BGH NJW 2004 s. 302: "Die Richtlinie verwendet in der entsprechenden Passage nicht das Wort 'Tatsache', sondern den Begriff der Insiderinformation, der in Art. 1 der Richtlinie als 'präzise Information' definiert ist. Danach reicht eine selbst geschaffene innere Tatsache – hier: Kauf und anschließende Empfehlung von Aktien zum Zwecke der Kursmanipulation – nicht aus, weil eine 'Information' regelmäßig einen Drittbezug aufweist [...] Eine Verwendung des Begriffs der Information in dem Sinne, daß eine Person sich über einen von ihr selbst gefaßten Gedanken 'informiert', ist dem Sprachgebrauch fremd."

<sup>879</sup> Detta innebär dock inte att det är skäl att som BGH utesluta att *scalping* kan vara insiderhandel. BGH har kritiserats för den del av domen där insiderinformation definieras. För en kritisk kommentar av fallet se t.ex. Ziouvas 2005 s. 93. Se även Schröder 2007 s. 59–63. Se Schönhöft 2006 s. 135–142. Se Papachristou 2006 s. 284–285.

<sup>880</sup> Se även Schröder 2007 s. 60–61. Se även Ziouvas 2005 s. 93–94 som påpekar att nuvarande EG-rättsliga direktiv d.v.s. marknadsmissbruksdirektivet och definitionsdirektivet samtidigt tydligt tar ställning för att *scalping* är kursmanipulation. Se även Schönhöft 2006 s. 138.

<sup>881</sup> Börshistorien är fylld av exempel på att tidningars nyheter om t.ex. annalkande offentliga köpeanbud fått kurserna att reagera kraftigt. Se t.ex. den utdragna budstriden om OMX i Sverige, där NASDAQ, Borse Dubai och Qatar Investment Authority sommaren och hösten 2007 tävlade om

ping.<sup>882</sup> Ett klassiskt gärningsmönster framträder i fallet *US vs. Carpenter*.<sup>883</sup> Det är skäl att betona att fallet i amerikansk doktrin är ett insiderrättsligt fall på vägen mot *misappropriation theory* som regleringsteoretisk approach.<sup>884</sup> Icke desto mindre symboliserar fallet den genomslagskraft den ekonomiska pressen kan ha i förhållande till värdepapperskurser.

Bakgrunden till fallet var dagstidningen *Wall Street Journals* mycket vällästa kolumn *Heard on the Street* som refererade marknadsrykten. Journalisten *R. Foster Winans*, som medverkade i teamet som upprätthöll kolumnen, gick in för att utnyttja kolumnens genomslagskraft genom att i samarbete med medgärningsmän (två mäklare på *Kidder Peabody*) köpa värdepapper som senare skulle komma att omnämnas i kolumnen. *David Carpenter* på *Wall Street Journal* deltog i det gärningsmannakollektiv som genomförde beteendemönstret och dömdes.<sup>885</sup>

Journalisternas samhälleliga roll och det samhälleliga skyddet av yttrande- och pressfrihet gör dock att *scalping* där journalister är involverade särbehandlas dogmatiskt. För att trygga yttrande- och pressfriheten har subjektgruppen journalister därför en särställning i förbudet mot kursmanipulation.<sup>886</sup> Således stadgas i marknadsmissbruksdirektivet ett särskilt undantag för journalister då de agerar inom ramen för sin yrkesverksamhet.<sup>887</sup> En sammanfattning av särställningen gör gällande att journalister undantas från det kommunikationsbaserade kursmanipulationsrekvisitet i VPML 5:12.2,4 om de vid utformandet av den information de offentliggjort (och som visat sig vara vilseledande) följt de bransch-

---

inflytande i bolaget, vilket följdes extensivt av tidningspressen i både London och Stockholm. Tydliga kursreaktioner på rykten som publicerades som nyheter i pressen kunde iaktas.

<sup>882</sup> Intressant nog kan konstateras att denna manipulationsmetod, precis som många andra, förekommit flera gånger tidigare under historiens lopp. *Branda* 1951 s. 658 beskriver *David M. Lions* aktivitet under åren 1928–1930 som ett mycket flagrant fall av manipulation. *Lion*, som publicerade *Stock and Bond Reporter* mottog över \$ 500 000 i provisioner från olika manipulativa konglomerat (*stock pools*) för att vilseledande föra fram önskade värdepapper i sin publikation. Flera motsvarande exempel rapporteras från tiden före börskraschen i USA år 1929. Se *Branda* 1951 s. 658–659.

<sup>883</sup> *US vs Carpenter*, 791 F.2d 112 (2<sup>nd</sup> Cir. 1986). Denna dom från *Court of Appeals* är lagakraftvunnen dom, medan en annan aspekt – *mail and wire fraud* – behandlats under namnet *Carpenter vs US*, 484 U.S. 19, 108 (1987). Se *Lau Hansen* 2001 s. 239.

<sup>884</sup> Se t.ex. *Lau Hansen* 2001 s. 236–239.

<sup>885</sup> Se för en kommentar av fallet *Lau Hansen* 2001 s. 239. Se även *Arlt* 2004 s. 61. Se även *United States vs Winans*, 612 F. Supp. 827, 830 (S.D.N.Y 1985). Se också *Cox m.fl.* 2006 s. 870.

<sup>886</sup> Se *Lau Hansen* 1996 s. 60–70 för en tidig analys av journalisters särställning. Se t.ex. *Werlauff m.fl.* 2006 s. 417. Författarna problematiserar hur man skall definiera kretsen av de journalister för vilka särställningen gäller.

<sup>887</sup> I finländsk rätt uttrycks detta i VPML 5:12.3.

specifika regler som vid tidpunkten varit gällande.<sup>888</sup> Dessa branschspecifika regler måste dessutom särskilt innehålla stadganden om uppgivande av journalistens intressekonflikter. I praktiken skall alltså journalisten öppet berätta om han äger de aktier han skriver om.<sup>889</sup>

Den rättspolitiska grunden för särbedömningen av journalister som manipulatorer är den stora vikt man lägger vid upprätthållandet av yttrande- och pressfriheten.<sup>890</sup> Dessa friheter kanaliseras i detta fall i den dogmatiska kontekstualiseringen som ett gott motskäl mot en absolut sanningsplikt för journalister, sanktionerad med ett hot om straffansvar för kursmanipulation. Genom detta förefaller normeringen understödja en undersökande journalistik. Man accepterar en högre tolerans för journalistik som ibland torde kunna resultera i vilseledande yttringar, eller åtminstone nyheter, vars sanningshalt det kan vara svårt att leda i bevis.<sup>891</sup> Kontextualiseringen av förbudet skapar på denna punkt en högre nivå för tillåtet risktagande i form av undersökande journalistik. Däremot får inte heller journalister skydd av undantagsstadgandet, trots att yttrandet gjorts inom ramen för deras yrkesroll och enligt gällande branschspecifika regler, om journalisterna dragit särskild nytta av yttrandet. Journalistundantaget begränsas således enligt VPML 5:12.3 om ”upphovsmannen till meddelandet själv drar särskild fördel eller nytta av att informationen offentliggörs eller sprids”.<sup>892</sup>

Denna ovan citerade legaldefinition av journalistundantagets begränsning blottar ett mycket typiskt rättsdogmatiskt problem då förhållandevis slentrianmässig direktivimplementering kombineras med ansatsen att upprätthålla ett rättsskydd understött av legalitetsprincipen. Det rättsdogmatiska problemet lyder hur man i ifrågavarande kontext skall tolka den särskilda *fördel eller nytta* som journalisten själv bör dra och som i så fall sätter tillämpningen av journalistundantaget ur spel. Journalistundantagets begränsning kräver därmed en precisering genom tolkning.

Rent intuitivt verkar det som om den särskilda fördel eller nytta, som sätter journalistundantaget ur spel, borde tolkas vara en konsekvens som kommer journalisten förhållandevis nära. Mera distanserad nytta vore däremot inte tillräcklig

<sup>888</sup> Se RP 137/2004 s. 74. Undantaget gäller om journalisten har utfäst sig att följa regler som en facklig organisation utarbetat för yrkeskåren och vilkas verkningar motsvarar verkningarna av marknadsmissbruksdirektivet och därtillhörande bestämmelser. Se *Häyrynen* 2006 s. 214.

<sup>889</sup> Enligt RP 137/2004 s. 74 har i Finland t.ex. Ekonomijournalisterna r.f. utarbetat anvisningar för ekonomijournalister.

<sup>890</sup> Se marknadsmissbruksdirektivet preambel 44 där man uttalar en respekt för medlemsstaternas konstitutionella skydd samt EMRK:s skydd av yttrandefriheten och pressfriheten. Se *Schröder* 2007 s. 162–163. Se *Häyrynen* 2006 s. 215.

<sup>891</sup> Se *Lau Hansen* 2005 s. 378–379 där han kort redogör för konflikten mellan yttrandefrihet och kursmanipulation då journalister är potentiella gärningsmän. Se även *Lau Hansen* 1996 s. 60.

<sup>892</sup> Se VPML 5:12.3.

för att uppfylla journalistundantagets begränsningsrekvisit.<sup>893</sup> Normativt kunde man t.ex. tänka sig att endast *direkt* nytta eller fördel sätter journalistundantaget ur spel, medan *indirekt* nytta eller fördel inte vore tillräcklig för att sätta journalistundantaget ur spel. Denna normativa gräns stöds för övrigt av själva lagtexten, som inte uttrycker att även indirekt – därför presumtivt endast vanlig – nytta eller fördel uppfyller journalistundantagets begränsning. Denna intuitiva defensiva legalitetsprincipsbetonande tolkning stöds därtill av en grundrättighetskonform tolkning som värnar om skyddet av yttrandefriheten: Journalistundantaget bör tolkas omfattande, dess undantag snävt, annars inskränks yttrandefriheten.

Överraskande nog ger emellertid en läsning av lagens förarbeten en annorlunda syn på saken då där stadgas att journalistundantaget inte tillämpas: "[...] om upphovsmannen till meddelandet själv drar fördel eller nytta av att informationen offentliggörs eller sprids. Denna nytta kan vara direkt eller indirekt." (Min kursivering.)<sup>894</sup>

Därmed expanderas i lagens förarbeten den i lagtexten angivna särskilda fördelen eller nyttan till att även omfatta indirekt fördel eller nytta. Lagstiftarens vilja (i den form den framgår av RP) – blott ej lagtexten – talar därmed för en offensiv straffrättslig tolkning. Dessvärre exemplifieras denna tolkning endast genom att ange att den journalist som utför det som kunde kallas en "skolboks-scalping" genom att medveten om falskheten i informationen trots allt offentliggöra den och med hjälp av detta köpa eller sälja värdepapper till ett manipulerat pris, självklart inte framgångsrikt bör tillåtas få skydd av journalistundantaget.<sup>895</sup> Trots att det inte framgår av förarbetena om man härvidlag beskrivit en direkt eller indirekt nytta eller fördel (båda duger ju enligt RP för att slå ut journalistundantaget), torde det vara uppenbart att exemplet måste läsas åsyfta en direkt nytta eller fördel. Åtminstone är det svårt att hitta på ett mera flagrant exempel på direkt personlig nytta eller fördel än att medvetet sprida lögner om aktier för att själv kunna tjäna pengar på kommande transaktioner.<sup>896</sup> På grund av att lagstiftaren i förarbetena väljer att exemplifiera endast direkt nytta eller fördel blir det straffrättsdogmatiska problemet accentuerat vad gäller den mera distanserade formen av nytta eller fördel, nämligen tolkningen av omfattningen av den *indirekta* personliga nyttan eller fördelen. Denna mera distanserade variant, som

<sup>893</sup> För att journalistundantaget alls skall få ett tillämpningsområde kan självfallet inte allting klassas som nytta eller fördel. En straffrättsligt defensiv lagtolkningsinställning talar vidare för att begränsa nyttan eller fördelen.

<sup>894</sup> Se RP 137/2004 s. 74.

<sup>895</sup> *Ibid.*

<sup>896</sup> Se *BGH-fallet* och *US vs Carpenter* för två fall av sådan "skolboks-scalping".



synes sakna stöd i lagtexten, står alltså även oexemplifierad i lagens förarbeten.<sup>897</sup>

Det straffrättsdogmatiska tolkningsproblemet kulminerar (och får en delikat EG-rättslig tilläggsvinkling) vid iakttagelsen av att journalistundantagets begränsning och den omfattande definitionen av nyttan eller fördelen är av EG-rättslig härkomst. I marknadsmissbruksdirektivet definieras nämligen att journalistundantaget skall gälla ”såvida inte dessa personer *direkt eller indirekt* erhåller fördel eller vinning genom att sprida informationen i fråga”. (Min kursivering.)<sup>898</sup>

Då man dessutom noterar att journalistundantaget är ett EG-rättsligt undantagsstadgande från det som enligt huvudregeln är förbjudet i EG-rätten – nämligen den otillbörliga marknadspåverkan – motsvarar tolkningskonstellationen en typisk konflikt mellan nationell (straff)rätt och EG-rätt. Följaktligen motsvarar journalistundantagets begränsning undantaget från röjandeförbudet gällande insiderinformation som aktualiserades i det ovan refererade EG-rättsliga *Grøngaard och Bang*-fallet,<sup>899</sup> dock med den skillnaden att den finländska lagtexten implementerat journalistundantagets begränsning förhållandevis otillfredsställande, vilket inte gällde den danska lagstiftningen där implementeringen ordagrant motsvarade insiderdirektivet.

I *Grøngaard och Bang*-fallet konstaterade EG-domstolen kort sagt att ett tillåtande undantag (undantaget från röjandeförbudet, vilket nu motsvaras av journalistundantaget) skall tolkas inskränkande. Detta konstaterades explicit utan att det ansågs föranleda betänkligheter i förhållande till den nationella legalitetsprincipens tolkningspåverkan, trots att en inskränkt tolkning av det icke-straffbara logiskt sett måste likställas med en expansiv tolkning av det straffbara. Av EG-domstolens enda relevanta förhandsavgörande gällande värdepappersmarknadsbrott och med hänvisning till EG-rättens positiva tolkningspåverkan på den nationella (straff)rätten, förefaller det därför finnas ett visst tryck mot att tolka den personliga nyttan eller fördelen i journalistundantagets begränsning i VPML förhållandevis offensivt, trots att lagtexten i VPML 5:12.3 på denna punkt endast talar om en *särskild fördel eller nytta*. På denna punkt synes således offensiva argument finnas för att låta EG-rättens företräde och behovet att skapa en harmo-

<sup>897</sup> Lagstiftningen får så här långt konstateras vara legalitetsprincipvidrig, eftersom man med hierarkiskt sett lägre normer tydligt går in för att vidga tillämpningsområdet av ett straffrättsligt förbud mot det straffrättsliga förbudets ordalydelse.

<sup>898</sup> Se marknadsmissbruksdirektivet artikel 1(2)(c).

<sup>899</sup> Se III.4.5 ovan. Se för en kommentar av fallet och om insiderrettens röjandeförbud i allmänhet Knuts 2009 b s. 652–709.

niserad inre marknad tära på både den nationella legalitetsprincipen och yttrandefriheten.<sup>900</sup>

Hur långt sträcker sig då denna offensiva tolkning av den särskilda fördelen eller nyttan, driven av den EG-rättsliga definition som täcker även indirekt personlig nytta eller fördel?<sup>901</sup> Åtminstone två bedömningsgrunder kan presenteras. Dessa bedömningsgrunder tar analytiskt fasta på *nyttomottagaren* och *nyttans art*.

Gällande definitionen av nyttomottagaren, d.v.s. den personkrets som får nytta, tilltar offensiviteten i tolkningen ju mera distanserad nyttomottagaren är från journalisten. En acceptabel men definitivt redan rätt offensiv tolkning kunde då göra gällande att journalisten själv får anses dra särskild fördel eller nytta även i de fall där inte journalisten själv, utan t.ex. journalistens helägda holdingbolag eller journalistens arvlåtare äger de värdepapper som journalisten pratar upp.<sup>902</sup> Rör det sig emellertid om journalistens delägda placeringsfond eller journalistens arvtagare förefaller redan en för offensiv tolkning vara nödvändig för att sätta journalistundantaget ur spel. Det finns inte skäl att acceptera en så offensiv tolkning.

Gällande själva fördelen eller nyttans art torde det vara motiverat att anse att nyttan primärt bör vara konkret och gärna uppstå i form av värdeökning som direkt hänför sig till den manipulerade värdepapperskursen. Mera distanserad nytta, t.ex. till och med en mycket konkret gentjänst i form av ett framtida tips om *scoop* torde konstituera en fördel eller nytta som är för distanserad för att kunna åsidosätta journalistundantaget om inte en i mitt tycke alltför offensiv tolkning accepteras.

Överlag verkar det problematiskt att konstatera relevant nytta eller fördel där nyttan eller fördelen tar sig en skepnad som inte alls är relaterad till någon värdeökning i värdepapper eller i övrigt direkt kan återföras till en motprestation journalisten kommer att motta. Ett exempelfall på distanserad nytta eller fördel som nog inte är tillräcklig för lagens krav kunde vara den allmänna yrkesmässiga

<sup>900</sup> Se ovan III.5 där jag mera ingående har eftersträvat att utstaka vissa tumregler för lösningen av dylika tolkningsmetodologiska konflikter som förefaller verka kunna uppstå nästan likt gubben i lådan.

<sup>901</sup> Nöjer man sig med normativa svar lyder svaret på frågan enligt HD att den offensiva tolkningen sträcker sig så långt som tolkningsresultatet anses rimligen förutsägbart för journalisten som överväger om nyttan eller fördelen är en sådan särskild fördel eller nytta (som enligt RP kan vara indirekt) och som sätter journalistundantaget ur spel. Se om HD:s tolkningsmetod som jag kallat kvalificerat teleologisk III.2.5.3.

<sup>902</sup> Analytiskt handlar tolkningsproblemet alltså här om huruvida personen själv drar nytta eller fördel av en nytta eller fördel som inte uppstår hos personen själv men nog i den krets som personen själv har nytta av. Är man (själv)upptagen småbarnsförälder kan kanske en prestigefylld förskoleplats, där nog huvudnyttan måste ses uppstå hos den som får förskoleplatsen (barnet) i en offensiv värld anses vara till och med en direkt nytta.



respekt eller det rykte om mod en journalist kan skaffa sig genom att publicera en artikel som senare visade sig innehålla vilseledande information. Trots att sådan kamikazejournalism kunde tänkas skapa en nytta eller fördel för journalisten i form av kredibilitet är det skäl att anse att en sådan nytta eller fördel är för distanserad för att den skall frånta journalisten det skydd undantaget ger. Detta trots att det inte är uteslutet att anse att sådan yrkesmässig respekt för journalistiskt mod rent av kunde vara en direkt (och garanterat) indirekt nytta eller fördel för journalisten.

Allmänt legalistisk defensivitet och skyddet av yttrandefriheten utgör de tyngsta skälen för att förkasta en gränslöst extensiv tolkning av den särskilda nyttan och fördelen. Dessutom (och mera teoretiskt) utgör behovet av att upprätthålla en funktionell dogmatik vid tolkningen av journalistundantaget ett tilläggsargument mot en alltför extensiv tolkning av nyttan eller fördelen. Ju extensivare tolkningen av den särskilda nyttan eller fördelen i journalistundantagets begränsning är, desto mindre är överhuvudtaget själva journalistundantaget. Om vad som än händer journalisten efter publikationsdatumet anses utgöra särskild nytta eller fördel för journalisten till följd av publikationen kommer journalistundantaget *per se* aldrig att tillämpas. Detta kan knappast ha varit meningen med journalistundantaget, varför nyttan eller fördelen trots allt måste tolkas på ett sätt som gör att journalistundantagets begränsning inte anses kategoriskt tillämplig.<sup>903</sup> Om så sker blir journalistundantaget funktionsdugligt. Jag är själv beredd att (trots direktiv och förarbeten) fastslå att journalistundantaget därmed endast sätts ur spel när det normativt sett föreligger en särskild nytta eller fördel. Föreligger endast en särskild nytta eller fördel som är indirekt, sätts inte journalistundantaget ur spel. Därtill är jag beredd att rekommendera att det normativa uttrycket särskild nytta eller fördel i journalistundantagets begränsning skall tolkas så att ett högt krav ställs på konkretion i fördelen och ett annat lika högt krav ställs på att eventuella fördelar tillkommer journalisten själv. Först då dessa högt ställda krav uppfyllts skall journalistundantagets begränsning tillämpas och journalistundantaget sättas ur spel. Motiveringen lyder i sin korthet: legalitetsprincipen.

<sup>903</sup> Man kan eventuellt anse att denna poäng inte gått hem i direktivet som, som bekant, godkänner att journalistundantaget sätts ur spel redan vid indirekt fördel eller vinning.

#### 4.2.1.5 Anbudsgivare

Offentliga köpeanbud förorsakar typiskt sett en stor och plötslig kurspåverkan på värdepappersmarknaden.<sup>904</sup> Följaktligen är denna information särdeles kursdrivande. I praktiken märks detta bl.a. genom att sådan information ofta används vid missbruk av insiderinformation.<sup>905</sup> Också värdepappersmarknadsstraffrättsdogmatiken beaktar detta, eftersom kunskap om annalkande köpeanbud ofta omnämns som ett skolexempel på insiderinformation.<sup>906</sup> Detta faktum, att informationen om ett köpeanbud är typiskt kursdrivande, gör att informationen kan utnyttjas för att genomföra kommunikationsbaserad kursmanipulation. Vilseledande information inom ramen för ett anbud borde generellt sett få en större genomslagskraft på marknaden än vilseledande information om t.ex. makroekonomisk statistik. Detta gör i sin tur att den som gör köpeanbudet tillhör den personkrets, vars gärningar bör analyseras närmare för att kontextualisera förbudet mot kursmanipulation.<sup>907</sup>

Hur kan man då kommunicera vilseledande information genom ett offentligt köpeanbud? Åtminstone i teorin förefaller detta förhållandevis enkelt. För det första kan gärningsmannen offentliggöra sina planer på att göra ett anbud utan att ha några som helst avsikter att fullfölja anbudet. Äger fantomanbudsgivaren värdepapper i målbolaget kan den kursstegring fantomanbudet åstadkommer utnyttjas för en traditionell *scalping*.<sup>908</sup> I praktiken är dock anbudsprocesserna mera invecklade än så och jag är inte medveten om ett så aggressivt beteende som att offentliggöra avsikten att lägga anbud utan att ha planer på att fullfölja det offentliggjorda anbudet.

En mera verklighetsnära risk för kommunikationsbaserad kursmanipulation uppstår således om den anbudsgivare som offentliggör sitt kommande anbud (trots sin i och för sig uppriktiga avsikt) saknar förutsättningarna för att finansiera anbudet. För att undvika denna situation ställs således ett normativt krav på

<sup>904</sup> Empiriska undersökningar om kurspåverkan till följd av offentliggörandet av köpeanbud har framför allt utnyttjats för att verifiera EMH. Se *Keown – Pinkerton* 1981 s. 855–869 som empiriskt visar att priset på värdepapper mycket snabbt reagerar på nyheter om ett offentligt köpeanbud.

<sup>905</sup> Orsaken får anses vara att förhållandevis säker kunskap om typiskt kursdrivande information ger insidern en förhållandevis stor utdelning på sitt brott. Således känner rättspraxis till otaliga fall där just vetskap om annalkande köpeanbud missbrukats. Se t.ex. *Chiarella vs United States* 445 U.S. 222 (1980) och *United States vs O'Hagan* 521 U.S. 642 (1997).

<sup>906</sup> Se t.ex. *Schröder* 2007 s. 53. Se *Kurenmaa* 2003 s. 137. Se *Häyrynen* 2006 s. 156.

<sup>907</sup> Se även *Sillanpää* 1994 s. 77 om manipulation i samband med offentliga köpeanbud.

<sup>908</sup> Ett annat tänkbart sätt vore att genom strukturerad och långvarig kursmanipulation försöka påverka målbolagets värdering för att på detta sätt åstadkomma gynnsammare prisvillkor för anbudsgivare vid ett offentligt köpeanbud. Se *Rimali* 2007 s. 279–281.

att anbud i regel inte får offentliggöras innan tillräcklig finansiering för anbudet säkerställts.<sup>909</sup>

Ibland kan det uppstå ett kommersiellt intresse för en part som planerar ett anbud att offentliggöra att man *planerar* anbudet.<sup>910</sup> Detta intresse kan t.ex. vara en följd av att det redan offentliggjorts ett annat anbud för samma målbolag och att man därför vill tillkännage att det kan löna sig för aktieägare i målbolaget att invänta ett mera generöst planerat konkurrerande anbud. I dessa situationer kan förbudet mot kommunikationsbaserad kursmanipulation komma att utgöra den kritiska fond mot vilken detta förhandsmeddelande och dess innehåll rättsdogmatiskt analyseras. Eftersom denna situation ofta uppstår i en marknadskontext där informationen i förhandsmeddelandet är mycket kritisk för (samtliga) anbud, är en marknadskontextuell och situationskänslig tolkningsrekommendation att mycket noggrant syna både förhandsmeddelandets berättigande och dess innehåll. Läget accentuerar således vikten av att förhandsmeddelandet inte innehåller vilseledande information. Konkret innebär detta att förhandsmeddelandet mycket tydligt måste anföras att det uttryckligen rör sig om ett förhandsmeddelande och inte ett offentliggörande av ett anbud. Dessutom är fortsättningsvis kravet på att innehållet i förhandsmeddelandet inte får vara vilseledande tillämpligt.

En annan pragmatiskt intressant situation uppstår då offentliga anbud är villkorade. Köpeanbud får enligt gällande lagstiftning göras villkorliga, d.v.s. anbudsgivaren får formulera anbudet på så sätt, att villkor för fullföljandet av anbudet uppställs.<sup>911</sup> Det är således inte alls ovanligt i marknadspraxis att anbudet innehåller flera villkor, i vilket läge anbudsgivaren endast tvingas fullfölja anbudet om villkoren uppfyllts.<sup>912</sup> Därtill är det möjligt att bland fullföljdvillkoren inta en generalklausul, som gör gällande att uppkomsten av obestämda väsentliga negativa förändringar gör att anbudsgivaren inte behöver fullfölja anbudet.<sup>913</sup> Beroende på hur omfattande denna generalklausul formulerats och hur den tol-

<sup>909</sup> Se Finansministeriets förordning om innehåll och offentliggörande av anbudshandlingar samt om ömsesidigt erkännande av anbudshandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet 15.6.2006/479. I förordningens 3:7.3 stadgas att ”uppgifter om finansieringen av köpeanbudet och dess eventuella konsekvenser för målbolagets verksamhet och skyldigheter i det fall att köpeanbudet genomförs, uppgifter om de väsentliga villkor som hänför sig till finansieringen av anbudet, om dessa kan vara av betydelse för genomförandet av köpeanbudet” bör anföras.

<sup>910</sup> I dylika sammanhang talas ibland om att man ger en *pre-announcement indication*.

<sup>911</sup> Se Finansinspektionens standard 5.2 c om offentligt uppköpserbjudande och budblikst s. 11: ”Budgivaren kan ställa villkor för genomförandet av erbjudandet.”

<sup>912</sup> I marknadspraxis är det även vanligt att anbudsgivaren förbehåller sig rätten att fullfölja anbudet trots att något eller flera av villkoren inte uppfyllts.

<sup>913</sup> I engelskt språkbruk talas vanligen om *material adverse conditions* eller ett MAC-villkor. Jag har sett detta översatt till *väsentlig negativ förändring* i finlandssvenskt språkbruk. Se anbudshandlingen i Rederiaktiebolaget Eckerö köpeanbud för Birka Line Abp s. 8.

kas, kan anbudsgivaren tänkas kunna undgå att fullfölja anbudet på förhållandevis många och *ex ante* ospecificerade grunder. En mycket bred generalklausul bland villkoren och en extensiv tolkning av dessa möjliggör således i praktiken att anbudsgivaren kan testa anbudet utan att vara tvungen att fullfölja det (eftersom den breda generalklausulen enkelt uppfylls).

Å andra sidan kan just manipulationsförbudet motivera en restriktiv tolkning av vilka omständigheter som kan anses vara sådana att de kan uppfylla generalklausulen och medge att anbudsgivaren inte fullföljer anbudet. Annars kan budgivaren använda erbjudandet som ett bete med vilket man lockar kursen till anbudsnivå, för att sedan på ospecificerade grunder utnyttja det generella villkoret för att inte fullfölja anbudet. Tolkningen bör således göra gällande att endast omständigheter som budgivaren inte kontrollerar kan tillåtas uppfylla kriteriet för väsentlig negativ förändring i generalklausulen.

Det finns därtill detaljerade regler för vilken information som bör ingå i själva anbudshandlingen. I Finansministeriets anbudshandlingsförordning<sup>914</sup> stadgas i detalj vilken information som skall ingå i en anbudshandling. Ett köpeanbud kan därför vara vilseledande om anbudshandlingen utformats på regelvidrigt sätt. Typisk information som kunde inkluderas i en anbudshandling för att ge vilseledande information vore om anbudsgivaren felaktigt uppgav att storaktionärer i målbolaget oåterkalleligen har meddelat att de accepterar anbudet, vilket måhända ger sken av att anbudet är en god affär, varefter kursen stiger, men några som helst löften från storaktionärer inte existerade.

#### 4.2.1.6 Övriga personer exempelvis storaktionärer och börsorakel

Kategorin för övriga personer är rättsdogmatiskt betraktad obegränsad och kan således omfatta vem som helst. Av kommunikationsbaserad kursmanipulationsdynamik och marknadskontextualisering följer dock att det speciellt är inflytelserika subjekt som är av intresse. En första tänkbar grupp av personer med stark genomslagskraft är storaktionärer som offensivt kommunicerar sina investeringsintentioner i offentligheten.<sup>915</sup> Speciellt storaktionärer med ett etablerat rykte på marknaden kan genom sina investeringar åstadkomma ett slags flockförrelse bland övriga investerare som mynnar ut i kurspåverkan.<sup>916</sup> Att sådan verk-

<sup>914</sup> Finansministeriets förordning om innehåll och offentliggörande av anbudshandlingar samt om ömsesidigt erkännande av anbudshandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet 15.6.2006/479.

<sup>915</sup> Man talar ofta om *corporate raiders* då man beskriver den investerartyp som aktivt söker undervärderade objekt som de antingen lägger ett anbud på eller köper sig inflytande i för att omorganisera objektet och därmed öka objektets värde.

<sup>916</sup> Se t.ex. *Hirshleifer* 2001 s. 1552 som diskuterar betydelsen av social interaktion för investeringsbeslut. Inom *behavioral finance* omnämns detta flockbeteende som *herding*. Se även *Shleifer* 2000 s. 12.

samhet självfallet inte är att betrakta som kursmanipulation är uppenbart. Storaktionärens informativa verksamhet inom ramen för flaggningsplikten kan förstås heller inte anses vara kursmanipulation, trots att t.ex. flaggning om ökat eller minskat innehav kan leda till korrelerande kursrörelser. Det är följaktligen tillåtet att förvärva en signifikant post i ett bolag, flagga om förvärvet, medveten om att detta kan skapa intresse på marknaden, och sedan sälja den nyss förvärvade posten.<sup>917</sup>

Däremot händer det inte sällan att aktiva storaktionärer i offentligheten – t.ex. tidningspressen – uttalar sig om sin investeringsstrategi *vis-à-vis* en nyförvärvad post.<sup>918</sup> Vid sådana uttalanden råder då samma förbud mot att vilseleda som i övrigt.<sup>919</sup> Av förhållandevis stort rättsdogmatiskt intresse blir då frågan om huruvida olika uttalanden i offentligheten binder uttalarens framtida aktioner, i form av ett självskapat hot om kursmanipulation om uttalaren avviker från det uttalade. Konkretiserad lyder frågan om storaktionären som i tidningen säger sig komma att stanna som storaktionär en länge tid, följande dag kan sälja sin post utan att därmed göra sig skyldig till kursmanipulation.

Några tumregler kan uppställas som bedömningsgrunder. Å ena sidan, för det första, bör rent allmänt vikt fästas vid att bedömningen bör vara marknadskontextuell. Det innebär en generellt *kort* tidshorisont och en dynamisk lyhördhet inför det faktum att omständigheter (däribland marknadssentiment, investeringsstrategier, aktionärens likviditet etc.) kan förändras väldigt oförväntat och snabbt. Å ena sidan, för det andra, bör konkret vikt fästas vid konkretiseringsgraden i

<sup>917</sup> Se CESR/04-505b s. 13: "However, making a report or disclosure will not, in itself, give rise to a false or misleading impression if it was made in the way specified by any applicable legal or regulatory requirement and was expressly required or permitted by such a requirement."

<sup>918</sup> T.ex. Helsingin Sanomat rapporterade fredagen den 28 september 2007 om att Sampo Abp:s styrelseordförande kommenterat Sampos ökade innehav av Nordea Abp i ett TV-program och där konstaterat att Sampo hade för avsikt att stanna som ägare "ei aivan lyhyeksi aikaa" (under en inte helt kort tid [min övers.]) Den 1 oktober 2007 meddelande Stockmann Abp att man lägger ett bud på svenska Lindex AB. Före Stockmanns bud hade KappAhl AB lagt ett bud på Lindex, vilket bud åtminstone delvis uppfattades vara fientligt. Stockmanns bud på Lindex föregicks av vissa spekulationer om Stockmanns intresse att lägga bud på Lindex. Dessa spekulationer hade dock dementerats förhållandevis kraftigt av den operativa ledningen i Stockmann i en intervju i *Kauppalähti* så sent som den 27 september 2007 med ett uttalande enligt vilket: "Lindex on periaatteessa hyvä firma. Olemme tutkineet sitä matkan varrella ja etenkin syksyn tapahtumien aikaan. Nyt ei kuitenkaan ole mitään vireillä." (Lindex är i princip ett bra bolag. Vi har följt det en längre tid och speciellt nu under höstens händelser. Just nu är dock inget på gång. [Min övers.])

<sup>919</sup> Se även CESR/04-505b s. 13: "Opening a position and closing it immediately after its public disclosure. This practice is typically carried out by portfolio managers and other large investors whose investment decisions are usually valued by market participants as relevant signals of future price dynamics. The canonical unfair conduct consists in closing the position previously acquired immediately after having publicly disclosed it putting emphasis on the long holding period of the investment."

uttalandet. En allmän viljeyttring om intentionen att för en inte helt kort tid förbli aktionär binder således markant mindre än ett preciserat uttalande förankrat i en konkret tidsrymd. Å andra sidan, för det första, bör beaktas att det inte finns någon plikt för storaktionären att göra ovan beskrivna frivilliga uttalanden. Beveklsegrunderna för att göra uttalandet kan således tala för en viss bindande verkan av uttalandet.<sup>920</sup> Emellertid medför förstås ett (korrekt) uttalande en ökad informationsbild och ökad transparens på marknaden. Detta anses eftersträvasvärt. Således anser jag det vara möjligt men osannolikt att med ett frivilligt, tillräckligt konkret och tidsbundet uttalande skapa sig en skyldighet att följa uttalandet. Påpekas bör att presumtionen här bör vara storaktionärens frihet att agera offensivt och aktivt på värdepappersmarknaden.

I tillägg till storaktionärer är det heller inte otänkbart att börsorakel av olika rang kan skaffa sig en sådan genomslagskraft att de har realistiska möjligheter att genom uttalanden, t.ex. i en välläst blogg, påverka kurserna och därmed genomföra kommunikationsbaserad kursmanipulation som blir en ekonomiskt lönsam affär.<sup>921</sup> Den hittills bördigaste marken för uppkomsten av sådana börsorakel var tveklöst IT-bubblan och den starka optimism marknaden visade mot förhållandevis små och nya emittenter av värdepapper (vars aktier hade begränsad likviditet) inom ett industrisegment som förknippades med stora teknologiska framstegsmöjligheter.<sup>922</sup> Sammanträffande nog gjorde den (i efterhand betraktat) opropor­tionerligt starka tilltron till internet läget dubbelt så gynnsamt för kommunikationsbaserad kursmanipulation. För det första framstod internetteknologirelaterade emittenter vara synnerligen heta. För det andra uppstod genom genomslaget av internet nya fora för börsspekulationer och börssnack som ofta, bland annat genom det anonymitetsskydd internet kan erbjuda, har varit spelfält för olika informationsbaserade manipulationer.<sup>923</sup>

Särskilt kan nämnas fallet där blott femtonåriga *Jonathan G. Lebed* anklagades för att genom manipulation med hjälp av internet ha gjort en vinning på

<sup>920</sup> I den rationella investeringsmiljö värdepappersmarknaden anses vara får man utgå ifrån att den som frivilligt uttalar sig om sina planer ofta har en egen fördel i baktankarna, t.ex. att skapa intresse för bolaget man investerat i.

<sup>921</sup> Vid analysen av denna typ av börsorakel är det skäl att märka att en övergripande marknads­genomslagskraft knappast är av nöden för att förmå utföra lyckade informationsbaserade kursmanipulationer. I stället sker också på denna punkt en marknadssegmentering, och historien har visat att det inte sällan uppkommer subkulturer i anslutning till vissa typer av värdepappersslag där i övrigt oinflytelserika personer får nära nog en orakelställning.

<sup>922</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 123.

<sup>923</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 121–127. Se *Toross* 1999 s. 1419–1412. Se fallet *SEC vs Charles O. Huttoe*, där *Huttoe* som var styrelseordförande i bolaget System of Excellence och som kort efter en emission där värdepapper emitterades på marknaden, genomförde ett antal ”kurshöjande” åtgärder genom att offentliggöra direkt felaktig information om bolaget och därmed lyckades rigga kursen till oanade höjder.

§ 272 826, huvudsakligen genom att under flera pseudonymer aktivt ha rekommenderat vissa illikvida värdepapper i internetsegmentet på olika chatt-fora samt genom spamming vid elva olika tillfällen ha åstadkommit en kursuppgång i värdepapperen.<sup>924</sup> Målet förliktes utan att *Lebed* medgav sin skuld.<sup>925</sup>

Så som inledningsvis påpekats är denna kategori av kommunikationsbaserad kursmanipulation inte begränsad vad tänkbara gärningssubjekt beträffar. Kursmanipulation kan således begås av vem som helst som kommunicerar vilseledande information. Ett exempel på detta är det danska s.k. 7-Eleven-fallet i *Højesteret*.

Svaranden hade till följd av fallande kurser i NeuroSearch förlorat på sin investering i bolaget. För att ”reparera” denna skada sände gärningsmannen ett falskt telefaxmeddelande till en stor dansk affärstidning. Enligt telefaxmeddelandet som var uppgjort på Skandinaviska Enskilda Banken A/S:s brevpapper och som skickades från en 7-Elevenbutik skulle medicingiganten Eli Lilly & Co lägga ett bud på 51 % av aktierna i NeuroSearch till ett pris som förväntades bli DKK 655, vilket översteg kursen betydligt. Gärningsmannen dömdes för kursmanipulation.<sup>926</sup>

## 4.2.2 Transaktionsbaserad kursmanipulation

Den andra systematiska kategorin av informationsbaserad kursmanipulation är kategorin för transaktionsbaserad kursmanipulation. Med transaktionsbaserad kursmanipulation avses gärningar där den vilseledande informationen är i transaktionsrelaterad form.

<sup>924</sup> Se även CESR/04-505b s. 13: ”*Spreading false/misleading information through the media. This involves behaviour such as posting information on an internet bulletin board or issuing a press release which contains false or misleading statements about a company whose shares are admitted to trading on a regulated market. The person spreading the information knows that it is false or misleading and is disseminating the information in order to create a false or misleading impression. Spreading false/misleading information through an officially recognised channel for disseminating information to users of a regulated market is particularly serious as it is important that market participants are able to rely on information dissemination via such official channels.*”

<sup>925</sup> Engelskspråkig slang benämner detta fenomen *touting*. Se <http://www.sec.gov/news/press/2000-135.txt> och Avgouleas 2005 s. 125. Se även Fleischer 2008 s. 137–147.

<sup>926</sup> Se U.2003.1467H. Se även Lau Hansen 2005 s. 370. Se Werlauff m.fl 2006 s. 427–428. Jag analyserar inte den ansvariga redaktörens ansvar i denna sak. Det förefaller dock som om en fullständigt okritisk publikation av rykten med uppenbart kurspåverkande innehåll kan påföra redaktören ett ansvar. I detta fall hade t.ex. telefaxmeddelandet vissa drag som nog kunde ha talat för en ökad källkritik. Förutom att meddelandet var sänt från en 7-Elevenbutik innehöll meddelandet även stavfel. Även andra motsvarande oansvarsfulla men möjligen socialadekvata publikationsidéer kunde kanske leda till någon form av ansvar för redaktören. En sådan publikationsidé vore om en tidning publicerade aprilskämt med uppenbart kursdrivande substans, t.ex. ett skämt om ett offentligt köpeanbud.



VPML 5:12.2,1 och VPML 5:12.2,2 lyder i tillämpliga delar: ”Med kursmanipulation avses [...] (1) vilseledande köp- eller säljanbud, skenavslut och andra svikliga förfaringssätt rörande värdepapper [...] (2) affärstransaktioner och andra åtgärder som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper [...]”

Den andra systematiska kategorin skiljer sig från den förra (kommunikationsbaserad kursmanipulation) endast vad gäller formen på den kommunikation som är vilseledande. I bägge kategorier rör det sig således om informationsbaserad kursmanipulation. Trots att den analytiska skillnaden mellan olika kommunikationsätt förefaller en smula vag är det ändå av pedagogiska skäl motiverat att upprätthålla två underkategorier till den informationsbaserade kursmanipulationen. Transaktionsbaserad kursmanipulation kunde populariserat kallas för manipulation med hjälp av börsens kroppsspråk. Just det faktum att kommunikationssättet i transaktionsbaserad kursmanipulation är förhållandevis branschspecifikt är den främsta orsaken till upprätthållandet av en egen underkategori.

I ett ekonomiskt perspektiv uppstår även en annan intressant skillnad mellan kommunikationsbaserad kursmanipulation och transaktionsbaserad kursmanipulation. Teorin om effektiva värdepappersmarknader (EMH) beskriver värdepappersmarknaden som en empirisk verklighet där prissättningen av objekt är omedelbar och effektiv.<sup>927</sup> För att förverkliga denna effektivitet i prissättningen av objekt innehar just transaktionerna en nyckelroll. Transaktioner har en reflexiv kurspåverkan, eftersom varje transaktion i ett värdepapper påverkar samma värdepappers värdepapperskurs. Då marknadsinformationen förändras förutsätts att transaktioner ständigt genomförs för att marknadskursen skall kunna återspegla informationsmassan vid varje given tidpunkt.<sup>928</sup>

I ett ekonomiskt perspektiv följer härav att förbudet mot kommunikationsbaserad kursmanipulation och transaktionsbaserad kursmanipulation uppvisar en systematisk skillnad vad gäller motskälen mot förbuden: Det finns *prima facie* inga uppenbara marknadskontextuella motskäl som talar för ett inskränkt förbud mot kommunikationsbaserad kursmanipulation.<sup>929</sup> Det saknas med andra ord goda grunder *för* att sprida vilseledande information. All information ökar informationskostnaderna och verifikationskostnaderna för investerare som är s.k. *in-*

<sup>927</sup> Se om EMH ovan II.3.2.

<sup>928</sup> Möjligheten att genomföra transaktioner blir således en garanti för en effektiv värdepappersmarknad. I denna relation är det i synnerhet skäl att hänvisa till den debatt som förts gällande (behovet av ett förbud mot) *short selling* som är en transaktionsform som påverkar värdepapperskursen i det värdepapper som sålts. Se för en analys av debatten bl.a. Knuts 2009 s. 74–93.

<sup>929</sup> Eftersom denna argumentation rör sig i den ekonomiska referensramen räknar jag inte här med goda normativa skäl som nog kan åberopas för att inte inskränka individens handlingsfrihet genom ett vidsträckt förbud mot information genom verbalkommunikation. Ett sådant utmärkt normativt motskäl är tryggheten av yttrandefriheten (se även ovan IV.4.2.1.4).



*formation traders*.<sup>930</sup> Däremot förverkligas själva marknadseffektiviteten genom transaktioner, ofta i form av aggressiva och offensiva handelsmönster. T.ex. arbitragörernas roll anses vara central på en effektiv värdepappersmarknad.<sup>931</sup> Transaktioner bidrar därmed aktivt till att upprätthålla den effektiva marknaden och prissättningen av objekt på marknaden. Därför synes det finnas tydliga ekonomiska motskäl mot ett för extensivt förbud mot olika handelsmönster som begränsar transaktioner på värdepappersmarknaden. Det uppstår delvis en paradox om man motiverar tryggheten av marknadseffektiviteten med ett förbud mot transaktioner som upprätthåller marknadseffektiviteten.<sup>932</sup> Detta påverkar den rättsdogmatiska tolkningen av transaktionsbaserad kursmanipulation så att en marknadskontextuell tolkning förutsätter en större förståelse för värdepappersmarknadens funktion än fallet är vid tolkningen av kommunikationsbaserad kursmanipulation.

Föreliggande dogmatiska analys av transaktionsbaserad kursmanipulation anammar denna marknadskontextualitet och orienterar läsaren i de tänkbara gärningssätt som förekommit i internationell värdepappersmarknadsrättslig rättspraxis och litteratur. Samtidigt utförs en dogmatisk analys av transaktionsmönstren och huruvida dessa skall tolkas uppfylla gärningsrekvisitet i förbudet mot transaktionsbaserad kursmanipulation i VPML. Så som ovan konstaterats är manipulationer ofta innovativa och antar nydanande former för att förmå vilseleda betraktaren. Kursmanipulation är dessutom ofta en kombination av flera manipulationstekniker. Av dessa skäl bör det framhåvas att nedanstående framställning är medvetet fragmentarisk för den som söker en komplett bild av vad kursmanipulation egentligen är. Framställningen bibringar dock den förståelse för transaktionsbaserade manipulationstekniker som förutsätts för att kunna anlägga ett dogmatiskt perspektiv på analysen av förbudet mot kursmanipulation.

För att kategorisera gärningssätten i transaktionsbaserad kursmanipulation har jag använt en förverkligandekronologi som framställningens röda tråd. Först presenteras således sådan transaktionsbaserad kursmanipulation där den manipulativa gärningen stannar på anbudsstadiet (pretransaktioner). Därefter övergår jag till en underkategori där transaktionerna passerar anbudsstadiet utan att ändå resultera i äkta transaktioner (fiktiva transaktioner). Sist behandlar jag den underkategori som omfattar äkta transaktioner.<sup>933</sup> Trots att indelningen är starkt beroende av hur man väljer att definiera fiktiviteten respektive äktheten i de fiktiva respektive äkta transaktionerna, ger indelningen ett pedagogiskt stöd för den kommande framställningen. Nedan kan således *wash sales*, *matched orders*,

<sup>930</sup> Se t.ex. *Goshen – Parchomovsky* 2006 s. 722.

<sup>931</sup> Se om arbitraget roll på den effektiva värdepappersmarknaden II.3.2.

<sup>932</sup> Se även *Fischel – Ross* 1991 s. 547–550.

<sup>933</sup> Se t.ex. *Arlt* 2004 s. 73–88 och *Schönhöft* 2006 s. 92–98.

*circular trading* och *stock pools* samt *painting the tape* anses tillhöra kategorin fiktiva transaktioner medan *parking*, *warehousing* och *marking the close* kan anses tillhöra gruppen av äkta transaktioner. Som tidigare konstaterats<sup>934</sup> hör till denna framställning över transaktionsbaserad kursmanipulation inte det jag kallar marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Denna variant behandlas nedan som en egen systematisk kategori, där de systematiska skillnaderna i förhållande till informationsbaserad kursmanipulation inträder på en mycket djupare teoretisk nivå än som en skillnad i den vilseledande kommunikationens form.

Jag har nedan medvetet valt att framställa manipulationsteknikerna genom att utnyttja de förhållandevis etablerade benämningarna de fått i engelskt språk-  
rum.<sup>935</sup> Således går jag inte in för att skapa nya svenska namn på teknikerna.

#### 4.2.2.1 Pretransaktioner

Som en följd av att vilseledande information utgör nyckeln också i transaktionsbaserad kursmanipulation, förefaller det uppenbart att rekvisitet inte exklusivt kan knytas till ett krav på transaktioner.<sup>936</sup> Således är det möjligt att utföra transaktionsbaserad kursmanipulation också genom pretransaktioner d.v.s. genom att endast göra anbud, som aldrig resulterar i någon transaktion.<sup>937</sup> Denna tolkning stöds av ordalydelsen i VPML 5:12.2,1 där det stadgas att med kursmanipulation (också) avses vilseledande köp- eller säljanbud.<sup>938</sup> På denna punkt förefaller inte

<sup>934</sup> Se ovan IV.2.3.

<sup>935</sup> Någon må anklaga mig för att jag genom detta bidrar till att utarma det svenska språket. Anklagelsen stämmer i sak, men kan bemötas med att det förefaller ha blivit kutym i många icke-engelskspråkiga länder att anamma de engelskspråkiga benämningarna för de olika manipulativa teknikerna. Ett exempel på detta är *BGH*-fallet. Om jag syndar gör jag det således i gott sällskap.

<sup>936</sup> I denna avhandling är transaktionsbaserad kursmanipulation endast en systematiseringsklass, inte en definitorisk kategorisering av vad som utgör kursmanipulation. Således finns det inga systematiska hinder för att förstå att transaktionsbaserad kursmanipulation omfattar även transaktionsrelaterade åtgärder som i sak inte (ännu) är transaktioner. Då skiljelinjen går mellan transaktionsrelaterad kommunikation och övrig kommunikation förefaller det naturligt att klassificera anbud som ännu inte är transaktioner som sådant börsens kroppsspråk som har ett större systematiskt släktskap med transaktionsbaserad kursmanipulation än med kommunikationsbaserad kursmanipulation. Se även *Papachristou* 2006 s. 62 som förespråkar samma systematik. Se även *Schönhöft* 2006 s. 98. Jag tolkar också *Häyrynen* 2006 s. 203 omfatta denna systematik. Se *Schröder* 2007 s. 181 och *Arlt* 2004 s. 87.

<sup>937</sup> Se även *CESR/04-505b* s. 11: "Placing orders with no intention of executing them. This involves the entering of orders, especially into electronic trading systems, which are higher/lower than the previous bid/offer. The intention is not to execute the order but to give a misleading impression that there is demand for or supply of the financial instrument at that price. The orders are then withdrawn from the market before they are executed."

<sup>938</sup> Se RP 137/2004 s. 73 där man återger definitionsdirektivets signal f: "Givna handelsorder förändrar uppgifterna om bästa köp- eller säljkurs för ett finansiellt instrument eller mera allmänt uppgifterna i den orderbok som är tillgängliga för marknadsaktörerna och ordern dras tillbaka innan avslut sker." Man förefaller således utgå ifrån att blott anbud kan vara tillräckligt för att

det europeiska direktivet eller den finländska lagstiftningen medföra särdeles mycket nytt: Förhållandevis ålderdomliga kommenterar i doktrinen i USA gör gällande att anbudsm Manipulation är vilseledande.<sup>939</sup>

I ett marknadskontextuellt perspektiv handlar analysen av pretransaktioner om vilket informativt värde som kan tillskrivas rådande anbudsnivåer. Åtskilliga undersökningar i finansiell ekonomi har analyserat olika aspekter av samband mellan anbudsnivåer, den s.k. *bid-ask spreaden*, och kursutveckling, likviditet och transaktionskostnader.<sup>940</sup>

Det enklaste sättet att genomföra en anbudsm Manipulation är att lägga ett anbud inom *spreaden* och återta anbudet innan ett avslut uppstått.<sup>941</sup> Man erbjuder sig då att köpa till ett nytt högsta pris eller sälja till ett nytt lägsta pris. Detta handelsmönster ges ibland namnet *advancing the bid*.<sup>942</sup>

---

manipulera kursen. Det analytiska elementet vilseledande information är det definitoriska, inte själva kategoriseringen av gärningen som transaktion eller icke-transaktion. Slutsatsen förefaller vara motiverad.

<sup>939</sup> Se *Mermin – Pickard* 1947 s. s. 513: "For instance, the mere placing of a bid for a security in the market conveys to observers the impression that there is interest in that security; the contrary impression will be created by placing an offer to sell."

<sup>940</sup> Se t.ex. *Demsetz* 1968 s. 32–52. Undersökningen visar att transaktionskostnaderna för finansiella instrument sjunker då handelsaktiviteten i det finansiella instrumentet ökar. En liten *spread* ökar således omsättningen. Se vidare *Amihud – Mendelson* 1986 s. 246–247. Undersökningen visar att likviditeten i värdepapper påverkar värderingen av värdepapperet positivt och att en liten *bid-ask spread* är eftersträvsvärd för emittenter av värdepapper. Se även *Copeland – Galai* 1983 s. 1468. Undersökningen konkluderar att hög volatilitet, lågt pris och låg volym har en positiv korrelation med en ökad *bid-ask spread* och *vice versa*. Det är av vikt att påpeka att analyser av hur *bid-ask spreaden* påverkar marknaden måste relateras till hur ordergivningen på den undersökta marknaden är strukturerad. Det är skäl att särskilt påpeka att många amerikanska marknader (t.ex. NASDAQ) har en marknadsstruktur där s.k. *specialists* fungerar som prissättare och där *bid-ask spreaden* determineras av dessa. Prissättarnas egna incitament påverkar där *spreaden* och tillför den ekonomiska analysen av *bid-ask spreaden* en extra komponent. Dylika prissättare finns t.ex. i regel inte på de finländska marknadsplatserna. Se *Bodie m.fl.* 2005 s. 80–81.

<sup>941</sup> Eftersom anbudet som återtas läggs inom *spreaden* får anbudet en accentuerad informativ effekt och framkallar mera sannolikt en önskad kursrörelse än om det anbud som återtas läggs utanför *spreaden*. Det är dock skäl att påpeka att ett sådant anbud förminskar *spreaden*, vilket således också har en pris- och likviditetshöjande effekt. I teorin ökar detta marknadseffektiviteten. Se *Copeland – Galai* 1983 s. 1468.

<sup>942</sup> Genom att lägga en stor köporder utanför *spreaden* och samtidigt sänka säljnivån genom en säljorder inom *spreaden* kan man understödja köporderns framgångsmöjligheter. Därav namnet. Begreppet har framför allt fått ett stort genomslag i tyskspråkig litteratur, medan engelskspråkig litteratur inte förefaller beskriva handelsmönstret där man genom falska anbud lockar fram en prisrörelse med termen *advancing the bid*. Se t.ex. *Arlt* 2004 s. 87, *Schröder* 2007 s. 181 och *Schönhöft* 2006 s. 98. Det förblir i någon mån oklart exakt hur tyskarna definierar *advancing the bid*. Oavsett detta bör det framhåvas att det är lika manipulativt att locka fram en ny köpkurs (*bid*) som en ny säljkurs (*ask*).

Ett mycket typiskt fall av pretransaktionsbaserad kursmanipulation är den svenska klassikern *Alfaskop-fallet*.<sup>943</sup>

I fallet hade svaranden lämnat ett försäljningsuppdrag omfattande totalt 139 000 aktier i Alfaskop AB strax före klockan 12:00 den 24 mars 1997. Någon minut efter tolvslaget samma dag hade svaranden återkallat uppdraget avseende 134 000 aktier. Bakgrunden till försäljningsuppdraget påstods vara att svaranden hade ingått en obligationsrättslig förbindelse, vars värde var beroende av en referenskurs. Den determinerande referenskursen var priset på aktien i Alfaskop AB klockan 12:00 den 24 mars 1997. Om kursen föll vann svaranden pengar. Om kursen steg förlorade svaranden pengar.

Svea Hovrätt dömde svaranden för otillbörlig kurspåverkan. Man ansåg bland annat den stora säljorden och återtagandet av den samma vara märkligt om säljaren varit genuint intresserad av att sälja aktier. Detta ansågs vara påfallande då ingen säljaktivitet företagits efter återkallandet av den stora säljorden. Det faktum att en stor del av säljorden varit en s.k. dold order, gjorde visserligen att dess prissänkande effekt varit begränsad. Däremot ansågs den stora säljorden vid referenstidpunkten effektivt ha förhindrat en kursuppgång. En sådan åtgärd ansågs ha varit ägnad att vilseleda köpare och säljare av Alfaskop AB:s aktier.

*Alfaskop-fallet* åskådliggör åtminstone två intressanta aspekter som är generellt gångbara för transaktionsbaserad kursmanipulation. För det första åskådliggör fallet att förståelsen och bedömningen av marknadsbeteendet måste falla tillbaka på faktiska omständigheter, i detta fall svarandens obligationsrättsliga förbindelse. Att manipulativ verksamhet således oftast har ett motiv annat än att allmänt påverka kursen betonas därmed. Att motivet kan vara just behovet av att påverka en referenskurs är symptomatiskt för s.k. *cross market*-manipulation men det kan även förekomma då *inter partes* rättsförhållanden är beroende av referenskursen.<sup>944</sup> För det andra åskådliggör fallet att den ultimata distinktionen mellan tillåten värdepappershandel och förbjuden kursmanipulation ofta existerar isolerad i gärningsmannens medvetande, eftersom det endast är manipulatorens (baksluga) syfte med transaktionerna som kan skilja dessa från tillåtna värdepapperstransaktioner. Det går således inte uteslutande att fastslå om det är manipulativt att lägga order och återkalla dem om man inte beaktar gärningsmannens syfte med manövern. Det oaktat måste förstås först frågan om gärningen uppfyllt ett gärningsrekvisit avgöras.

<sup>943</sup> Se Svea hovrätts dom 2001-10-30 i mål B 6675-00. Se även *af Sandeberg* 2002 s. 144–147. Se *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 86–89. Se *Knuts* 2004 s. 573. Som en kuriositet värd att noteras kan också hänvisas till det amerikanska rättsfallet *Kidder Peabody & Co., 18 SEC 559, 568 (1945)* i vilket man gick in för att tolka *transactions* omfatta även endast anbud. Detta möjliggjorde en fällande dom. Se *Branda* 1951 s. 663.

<sup>944</sup> Se även *Fischel – Ross* 1991 s. 520.

Genom derivatinstrument med stor uppväxlingsgrad (høgt delta ( $\delta$ )) kan ibland mycket små kursrörelser i den underliggande egendomen åstadkomma större kursrörelse i det derivatinstrument, vars värde är beroende av den underliggande egendomens värde. Eftersom anbudsmanipulation oftast lyckas skapa endast små kursrörelser i det manipulerade värdepapperet<sup>945</sup> kan derivatmarknaden och den hävstångseffekt derivatinstrument med høgt delta ( $\delta$ ) uppvisar ofta erbjuda en frestande gärningsmiljö. Den vilseledande informationen i anbudsmanipulation i den underliggande egendomen skapar då en ”uppväxlad brottsnytta” i form av kurspåverkan på derivatet. Det svenska fallet *Industrivärlden* är ett exempel på manipulativ verksamhet i derivat.<sup>946</sup>

I fallet hade gärningsmannen lagt flera köporder gällande den underliggande aktien (AB Industrivärlden A). Genom att lägga köporder inom *spreaden* hade gärningsmannen lyckats få kursen för de *warranter* som var utställda mot den underliggande aktien att röra på sig. Således kunde gärningsmannen sälja *warranterna* till ett høgre pris och sedan låta de lagda köporderna förfalla eller återta dem utan att genomföra transaktionerna i den underliggande aktien.<sup>947</sup>

Ett i det närmaste identiskt manipulativt beteende konstaterades även i det svenska *Billerud*-fallet.<sup>948</sup> Den enda juridiskt relevanta skillnaden mellan fallen var att gärningsmannens köporder ibland återkallades, ibland ledde till en *de facto* transaktion i den underliggande aktien (*Billerud*).<sup>949</sup> Hovrätten tillmätte inte detta faktum någon avgörande betydelse och dömde således, precis som tingsrätten tidigare gjort, gärningsmannen.<sup>950</sup>

<sup>945</sup> För att anbudet skall ha en rimlig möjlighet att påverka kursen måste de praktiskt sett läggas inom *spreaden* och då är kursrörelsen till följd av det vilseledande anbudet begränsad till *spreaden*. Speciellt i likvida aktier kan man utgå ifrån att *spreaden* inte medger anbudsmanipulation med särskilt stor kurspåverkan. Ett visst specialfall kan uppstå (kursreaktion större än *spreaden*) om anbudet läggs utanför *spreaden* men är mycket voluminöst.

<sup>946</sup> Se Stockholms tingsrätt dom 02-05-14 i mål B 6625-00. Se *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 111–113. Se *af Sandeberg* 2002 s. 135–136.

<sup>947</sup> Se *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 111–113. Gärningsmannen dömdes av Stockholms tingsrätt. För att omedelbart kunna sälja *warranterna*, vars kurs på grund av utställarens programmering reagerade på gärningsmannens köporder, utnyttjade gärningsmannen även flera värdeandelskonton och utförde således även *wash sales* direkt efter att *spreaden* på *warranterna* förändrats.

<sup>948</sup> Se Hovrätten över Skåne och Blekinge, B 1110-04, 2005-04-22. Se även *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 115–117.

<sup>949</sup> Se *CESR/04-505b* s. 11: ”A variant on this type of market manipulation is to place a small order to move the bid/offer price of the financial instrument and being prepared for that order to be executed if it cannot be withdrawn in time.”

<sup>950</sup> Det är en viss dogmatisk relevans i skillnaden. Det förefaller åtminstone *prima facie* trovärdigare att transaktioner där lagda köporder lett till en transaktion har ett sådant kommersiellt syfte som gör att det inte är frågan om kursmanipulation, utan endast ordinarie börshandel, vilken i och för sig alltid är kurspåverkande. Eftersom det är uppenbart att det också finns situationer där det föreligger kommersiella syften för att återkalla lagda order, är skillnaden mellan fallen snarast iakttagbar i den trovärdighetsbedömning som riktar sig mot gärningsmannens förklaring om just detta kommersiella syfte i respektive gärningsmönster.

Innovativa sofistikerade finansiella instrument erbjuder innovativa sofistikerade möjligheter för manipulativt beteende. Som ovan refererade fall påvisar är derivat och speciellt *warranter* en tänkbar kanal för vinsthemtagning (som visserligen inte är en nödvändig förutsättning för kursmanipulation) till följd av anbudsm Manipulationer som riktar sig mot det underliggande finansiella instrumentet.<sup>951</sup> Särskilt s.k. *turbowarranter*<sup>952</sup> där en knockout är möjlig när som helst under *warranternas* duration, förutsatt att den underliggande egendomens pris överstiger eller underskrider en definierad spärrnivå, kunde tänkas locka till anbudsm Manipulation i den underliggande egendomen. Syftet kan då vara att manipulativt skapa en kursrörelse i den underliggande egendom som slutgiltigt tippar *warranten* över branten till värdelöshetens avgrund (över/under den definierade spärrnivå).

Stockholmsbörsens disciplinnämnd har mig veterligen i åtminstone tre olika fall bedömt om ett beteende som utmanar gränsen för *advancing the bid* bör anses bryta mot NMR.

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:12 undersöktes om börsmedlemmen HQ Bankaktiebolag brutit mot börsens regler då man under dagens öppningsauktion (*call*) placerat en stor köporder som avsevärt avvek från föregående dags stängningskurs, för att sedan under *callen* återta ordern och under den löpande handeln handla ifrågavarande aktie till ett betydligt lägre pris än man under *callen* aviserat (men återtagit) intresset för. Enligt disciplinnämnden fanns besvärande omständigheterna i börsmedlemmens beteende, men den förklaring som man givit om orsakerna till återtagandet av köpordern och den fortsatta handeln gjorde ändå gällande att det ansågs vara plausibelt att återtagandet varit genuint och att återtagandet därmed inte varit vilseledande.<sup>953</sup>

Av intresse att notera är även Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2007:6 där Carnegie Bank A/S fälldes för att ha brutit mot NMR. I fallet hade Carnegie placerat en köp- respektive en säljorder i handelssystemet gällande ett instrument, på sådant sätt att *spreaden* för ifrågavarande instrument blev snävare än den tidigare varit. Dessa order påverkade även kvoteringen för optioner (derivat) utställda mot samma underliggande egendom som instrumentet baserade sig på. Carnegie sålde sedan optionerna till det högre priset.

<sup>951</sup> Se även Papachristou 2006 s. 66–67. Se Schröder 2007 s. 184.

<sup>952</sup> Jag avser med turbowarranter derivatinstrument, vars värde sjunker till noll, om värdet på den underliggande egendomen överskrider eller underskrider ett definierat tröskelvärde när som helst under turbowarrantens duration.

<sup>953</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:12, givet den 3 november 2008. På basis av företedd utredning förefaller disciplinnämndens slutsats vara välmotiverad. Disciplinnämnden har i fallet resolverat lyhört för kontext och tillskrivit det faktum att marknaden kan förändras väldigt snabbt en avgörande betydelse för bedömningen av börsmedlemmens beteende.



Strax efter optionsaffären återtogs de lagda ordena i det underliggande instrumentet. Carnegie Bank A/S ålades att betala ett vite på SEK 300 000.<sup>954</sup>

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2006:5 ansågs Danske Bank A/S marknadsbeteende bryta mot reglerna och ett vite på SEK 200 000 utdömdes. Beteende får anses vara ett klassiskt exempel på *advancing the bid*. Först placerades en säljorder på SEK 228 för kundens räkning. Ordern lades på ett betydligt lägre lägsta pris än tidigare rådande nivå (SEK 261). Därefter lades för borsmedlemmens egen räkning en köporder på SEK 229, som ledde till ett avslut gällande 350 aktier.<sup>955</sup>

#### 4.2.2.2 Manipulationstekniker med s.k. fiktiva transaktioner

##### 4.2.2.2.1 Wash sales

*Wash sales* är handelsmönster som involverar värdepapperstransaktioner som bygger på självkontrahering. *Wash sales* kan också beskrivas vara urtypen av transaktionsbaserad kursmanipulation. Det handlar alltså om att handla i värdepapper med sig själv.<sup>956</sup> Genom avslut där en marknadsaktör både säljer och köper samma värdepapper ges en vilseledande signal om utbud, efterfrågan eller likviditet i värdepapperet. Därmed är det tänkbart att marknadsaktören genom *wash sales* påverkar kursen eller omsättningen i ett värdepapper på ett sätt som ger en vilseledande bild av verkligheten.<sup>957</sup>

<sup>954</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2007:6, givet den 17 oktober 2007.

<sup>955</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2006:5, givet den 22 september 2006. Antecknas kan att ett beteendemönster som motsvarar det som ovan redovisats i upprepade danska tingsrättsfall har lett till att kursmanipulation konstaterats. Se t.ex. dom given av Retten i Odense (SS 9–3766 /08).

<sup>956</sup> Se om *wash sales* t.ex. Schröder 2007 s. 178–179. Se Papachristou 2006 s. 63–64. Se Avgouleas 2005 s. 129. Se Schönhöft 2006 s. 92–93. Se Arlt 2004 s. 75. Se Sillanpää 1994 s. 78. Se Fischel – Ross 1991 s. 510–511. Se Goshen – Parchomovsky 2006 s. 741. Se även Branda 1951 s. 657. Se Knuts 2004 s. 573. Se Knuts 2009 s. 86. Se Ferrarini 2004 s. 724. Se Lau Hansen 2002 s. 290. Se Astola 1990 s. 125. Se Kaisanlahti 1995 s. 1302. Se Bloomenthal 1960 s. 203. Se även CESR/04-505b s. 11: ”Wash trades. This is the practice of entering into arrangements for the sale or purchase of a financial instrument where there is no change in beneficial interests or market risk or where the transfer of beneficial interest or market risk is only between parties who are acting in concert or collusion. (Repo transactions and stock lending/borrowing or other transactions involving transfer of securities as collateral do not constitute wash trades.)”

<sup>957</sup> Se VPML 5:12.2,1 och VPML 5:12.2,2. Det förefaller som om VPML tautologiskt förbjuder *wash sales* i de två punkterna i lagrummet som definierar kursmanipulation. För det första bör förbudet mot skentransaktioner i VPML 5:12.2,1 uppfattas vara riktat mot *wash sales*. För det andra bör affärstransaktioner som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper i VPML 5:12.2,2 förstås vara riktat mot *wash sales*. Ett sådant dubbelförbud är problematiskt i förhållande till det undantagsstadgande som finns i VPML 5:12.4, eftersom undantagsstadgandet gäller VPML 5:12.2,2 men det inte gäller VPML 5:15.2,1. Jag återkommer till problematiken nedan.

*Wash sales* utgör det främsta exemplet på fiktiva transaktioner. Inte sällan används även begreppet skentransaktioner eller skenavslut<sup>958</sup> för att beskriva *wash sales*. Med hjälp av skenavslut kan man således lyckas ge ett sken av att det finns en stor omsättning i ett värdepapper.<sup>959</sup> Med hjälp av upprepade skenavslut till stigande (eller fallande) kurs kan man lyckas ge ett sken av att det råder ett marknadssentiment där en kursuppgång (eller kursnedgång) sker, under sådana omständigheter då verkligheten, utan skentransaktionerna, hade tett sig annorlunda. Skenbarheten i transaktionerna bör således förstås hänvisa till att transaktionerna ger sken av ett annat marknadsläge i ett värdepapper än det finns fog för. Däremot är själva transaktionerna inte skenbara i den meningen att avsluten inte i verkligheten skulle utföras. Det rör sig således inte om att förfälska börsnoteringarna genom att omprogrammera systemen, utan endast om att förse systemet med vilseledande information.<sup>960</sup> Följaktligen uppbärs t.ex. även courtage för skenavslut. Också skenavslut skapar därför transaktionskostnader.<sup>961</sup>

Den rättsdogmatiskt avgörande definitionen av *wash sales* tar således fasta på att äganderätten till värdepapperen inte överförs från säljare till köpare, trots att marknaden vilseleds att tro att äganderätten överförs.<sup>962</sup> Att analysen av vilka

<sup>958</sup> Se VPML 5:12.2.1. Uttrycket *skenavslut* är något slentrianmässigt och kan feltolkas. Det är därför skäl att påpeka att det klandervärda i värdepappersmarknadsrättsligt hänseende i *wash sales* eller skenavslut inte är självkontraheringen i sig. Det klandervärda i värdepappersmarknadsrättsligt hänseende är i stället det faktum att man genom transaktioner som innebär självkontraheringen ger information till marknaden om att en marknadsmässig transaktion genomförts. Sådan information är vilseledande.

<sup>959</sup> Det är skäl att betona att omsättningsmanipulation således kan vara en mycket marginell företeelse. En *wash sale* inom rådande *spread* där *wash salen* utgör t.ex. 1/10 000 av dagsomsättningen i ett värdepapper är knappast värd en straffrättslig mäsä eftersom även en mycket omfattande syn på (den vilseledande) informationens kurspåverkan gör gällande att påverkan måste vara mycket marginell.

<sup>960</sup> Se redan *Mermin – Pickard* 1947 s. 512: "The simplest way to assure a desired market appearance, aside from outright falsification of the records, is for the manipulators to enter both buy and sell orders for the same security at the same price, thus producing a recorded transaction in the market indistinguishable by external appearances from a normal transaction executed by independent buyers and sellers."

<sup>961</sup> Se t.ex. *Schröder* 2007 s. 178 och *Lau Hansen* 2001 s. 508.

<sup>962</sup> Se RP 254/1998 s. 28: "Med skenavslut avses försäljning av värdepapper utan någon verklig överlåtelse av äganderätten." Se RP 137/2004 s. 73. Se definitionsdirektivet artikel 4 (c): "Utförda transaktioner leder inte till någon förändring av det verkliga ägandet av ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad. Se *IOSCO* 2000 s. 5 som definierar *wash sales* som "improper transactions in which there is no genuine change in actual ownership of the security or derivative contract". Se *Fischel – Ross* 1991 s. 504 fotnot 5 som karakteriserar *wash sales* som "security transactions in which the parties intend for there to be no actual change in beneficial ownership". Se *Mermin – Pickard* 1947 s. 512 som konstaterar: "Where one party is at both ends of the transaction, it is called a wash sale." Se *af Sandeberg* 2002 s. 133–139. Se *Häyrynen* 2006 s. 202. Se även *Ferrarini* 2004 s. 724 och *Lau Hansen* 2002 s. 290. Se *Schönhöft* 2006 s. 92: "Mit diesen Geschäften ist kein ernsthaft gewollter Eigentumswechsel beabsichtigt."



transaktioner som är förbjuden transaktionsbaserad kursmanipulation således har djupa rötter i mera traditionella läror om skenrättshandlingar är uppenbart.<sup>963</sup> Ledning vid den dogmatiska analysen av hur *wash sales* skall analyseras kan därför sökas i t.ex. obligationsrättens läror om skenrättshandlingar.<sup>964</sup> Typiskt för obligationsrättsliga skenrättshandlingar är att de utåt ger sken av att äganderätten överförs trots att så inte är fallet. Detta kan t.ex. göras för att undanhålla egendom från säljarens borgenärer.<sup>965</sup> Karakteristisk är den illojalitet mot tredje part som uppnås genom skenrättshandlingen. Vid *wash sales* riktas denna illojalitet mot marknaden, d.v.s. investerarkollektivet.

Finland saknar värdepappersmarknadsrättslig rättspraxis gällande *wash sales*.<sup>966</sup> Även utomlands är det förvånansvärt ovanligt med aktuella rättsfall som involverar *wash sales*. Amerikansk börshistoria har däremot haft ett nära förhållande till *wash sales*.<sup>967</sup> Behovet av ett förbud mot bl.a. *wash sales* anses ha bidragit till 1930-talets stora börsrättsliga reformer.<sup>968</sup>

<sup>963</sup> Anmärkningsvärt på denna punkt är också att *wash sales* i brittisk och amerikansk doktrin länge ansågs kunna tacklas utan specialreglering genom *commom law fraud*. Se *Mermin – Pickard* 1947 s. 518. Se även det brittiska rättsfallet *Scott vs Brown* 2 Q. B. D. 724, 729 (1892). I *Scott vs Brown* fastslog domstolen att ett avtal i stöd av vilket en marknadsaktör *inter partes* förbundit sig att stöd-köpa ett värdepapper för att motpartens större utförsäljning skulle kunna genomföras till ett önskat pris inte var verkställbart på grund av att det utgjorde *fraud*. Se *Avgouleas* 2005 s. 104. Se *Rider m.fl.* 2002 s. 112. Se *Branda* 1951 s. 654. Se även *Fischel – Ross* 1991 s. 510–511 som förfäktar att något separat manipulationsförbud för fiktiva transaktioner inte är nödvändigt i amerikansk rätt, eftersom rättsinstitutet *fraud* täcker denna form av transaktioner. Däremot är inte *fraud* tillräckligt för att täcka sådan kursmanipulation som genomförts med hjälp av verkliga transaktioner.

<sup>964</sup> Se t.ex. *Aurejärvi* 1980 s. 205–229 för en granskning av skenrättshandlingar och deras analytiska innehåll. Se vidare t.ex. *Hemmo* 2006 s. 235–238. *Hemmo* definierar obligationsrättsligt skenrättshandlingar som rättshandlingar som *inter partes* inte eftersträvar det rättsläge som utåt sett uppnås genom skenrättshandlingen. Se även *Hemmo* 2003 s. 428–431.

<sup>965</sup> Se t.ex. *Hemmo* 2003 s. 428.

<sup>966</sup> Noteras kan dock att Finansinspektionen den 30.6.2009 tilldelat en finländsk marknadsaktör en offentlig anmärkning för sådan kursmanipulation som Finansinspektionen ansåg vara skentransaktioner. Enligt Finansinspektionens beslut Dnr 7/413/2009 hade aktören genom två bolag utfört transaktioner utan att någon verklig överlåtelse av äganderätten uppstod.

<sup>967</sup> Detta påstående stöds av en historisk tillbakablick som påvisar en sjunkande trend av enkla fall av *wash sales* över tid. Se t.ex. *United States vs Brown*, 79 F.2d 321, 325 (2d Cir. 1935) (”’Wash’ sales are a deceit, because they broadcast the fact that a buyer and a seller have agreed to exchange the shares at the published price, when they have not done so.”) och *United States vs Minuse*, 114 F.2d 36, 38 (2d Cir. 1940) för *wash sales*. Se även *United States vs Gilbert*, 668 F.2d 94, 95 (2d Cir. 1981) för *wash sales*. Se *Branda* 1951 s. 657 för en överblick av tidig amerikansk rättspraxis efter reformen av Securities Act 1933 och Securities Exchange Act 1934. Se även *Lowenfels – Bromberg* 1991 s. 295–313 för en presentation och kommentarer av amerikanska rättsfall från Court of Appeals nivå. Artikeln presenterar främst fall från Court of Appeals (2d Cir.) d.v.s. den domstol med jurisdiktion i delstaten New York där många värdepappersmarknadsrättsliga rättsfall behandlats.

<sup>968</sup> En stor drivkraft bakom den amerikanska reformen av värdepappersmarknadslagarna inom ramen för New Deal, d.v.s. Securities Act 1933 och Securities Exchange Act 1934, var en uppfattning enligt vilken en starkt bidragande orsak till börskraschen 1929 varit olika oegentligheter i de

I Sverige kan dock det moderna s.k. Pinkerton-fallet omnämnas.<sup>969</sup>

I fallet får främst Markus G:s agerande anses exemplifiera *wash sales*. Mäklare Markus G hade från den 3 februari till den 24 februari 1999 lagt en säljorder på aktien Sintercast A för att samtidigt lägga en motsvarande köporder för samma aktie och samma kurs. Detta agerande ansågs uppfylla rekvisitetet för otillbörlig kurspåverkan.<sup>970</sup>

I dansk rättspraxis bör det s.k. AGF-fallet som avgjorts av *Højesteret* omnämnas.

I fallet hade gärningsmannen genom sitt helägda investeringsbolag i flera aktieslag först lagt en säljorder genom en värdepappersförmedlare och sedan direkt därefter lagt en motsvarande köporder genom en annan värdepappersförmedlare för samma investeringsbolags räkning. Genom att ett flertal gånger upprepa detta ansåg *Højesteret* att gärningsmannen brutit mot dåvarande förbud mot kursmanipulation som förbjöd marknadsaktörer att handla med sig själva, utan att marknaden hade vetskap om detta.<sup>971</sup>

I tysk rättspraxis förekommer även några färska fall av *wash sales*.<sup>972</sup> I båda fallen reagerade domstolarna på förhållandevis småskalig verksamhet. Fallen påvisar samtidigt det faktum att framgångsrik kursmanipulation (speciellt med småskaliga resurser) framför allt genomförs i illikvida aktier.

I bägge tyska fall rörde det sig om klassisk självkontrahering där samma part gett en köp- och en säljorder som motsvarat varandra. Anmärkningsvärt i fallet från *Amtsgericht München* är att endast en köp- och säljorder gjordes i

---

förfaringssätt som marknadsaktörerna som handlade på värdepappersmarknaden gjorde. Bland dessa oegentligheter ansågs *wash sales* vara ett allmänt förekommande handelsmönster, genom vilket kurserna spekulativt trissades upp före börskraschen. Se *Cox m.fl.* 2006 s. 6. Se *Fischel – Ross* 1991 s. 503–507. Se *Lau Hansen* 2001 s. 137. Jfr dock *Mahoney* 1999 s. 343–369 som för fram att kongressdebatten enligt vilken manipulationer varit den främsta orsaken till kraschen 1929 var uppenbart felaktig. Författaren spekulerar också kring att hänvisningen till manipulation användes i kongressdebatten i ett politiskt syfte för att bortförklara den faktiska spekulativa bubbla som uppstått på börserna till följd av extensiv ekonomisk politik under 1920-talet.

<sup>969</sup> Svea Hovrätt B 1461-01, 2002-06-20. Det förblir något oklart av domstolens handlingar huruvida mäklare Markus G *de facto* lade de parallella köp- och säljanbudet för samma part (eller parter med ett tillräckligt nära förhållande) så att en faktisk egendomsöverlåtelse aldrig uppstod. Domstolen fann dock så vara fallet framför allt med hänvisning till bandupptagningar där Markus G yttrat att han riggade kursen och gjorde inbördes affärer för att det skulle se bättre ut.

<sup>970</sup> Se t.ex. *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 99. Se *af Sandeberg* 2002 s. 133–135. Se f.ö. även *Ferrarini* 2004 s. 724 som förefaller definiera *wash sales* som just förfarandet att lägga samtida köp- och säljorders.

<sup>971</sup> Se AGF-fallet (U.2001.578 H). Se även *Werlauff m.fl.* 2006 s. 427. Se *Lau Hansen* 2005 s. 375. Se även *Lau Hansen* 2001 s. 505.

<sup>972</sup> Se dom i mål från *Amtsgericht München* 1138 Cs 302 Js 23676/95 från 23 augusti 1995 och det s.k. *Arndt AG*-fallet från *Amtsgericht Stuttgart* återgett i *Jahresbericht der BaFin* 2004 s. 194.

aktieslaget på börsen och att ordern till sin storlek endast gällde 50 st aktier.<sup>973</sup> Anmärkningsvärt i det s.k. *Arndt AG-fallet* från *Amtsgericht Stuttgart* är att transaktionerna utfördes av en privatperson som lyckades lyfta kursen för aktier i Arndt AG trefalt. Beloppen i fallet var dock högst moderata, eftersom marknadsövervakaren avbröt manipulationsplanen halvvägs.<sup>974</sup>

Det är brukligt att marknadsplatsernas interna regler också förbjuder den manipulativa verksamhet *wash sales* utgör. Självkontrahering är således t.ex. förbjuden i NMR som gäller börserna i Helsingfors, Stockholm och Köpenhamn. Således stadgas i NMR punkt 4.6.2 ett förbud mot manipulativa åtgärder.<sup>975</sup> Detta exemplifieras sedan av bl.a. ett förbud mot att med avsikt automatiskt matcha/ingå avslut som innebär att köpare och säljare av ett finansiellt instrument är samma fysiska eller juridiska person.<sup>976</sup> Helsingforsbörsen disciplinnämnd har tillrättavisat ett sådant marknadsbeteende som kunde beskrivas som *wash sales*.

I Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut 2009:1 prövades om börsmedlemmen Nordea Bank Finland Abp och dess mäklare brutit mot punkt 4.6.2 i NMR. Mäklaren hade genomfört en transaktion där samma kund agerade både köpare och säljare i transaktionen (som förövrigt utfördes i värdepapper emitterade av kunden). Syftet med transaktionen hade enbart varit att realisera förluster och det var ostridigt i fallet att transaktionen utförts utan att någon marknadsrisk existerade. En sanktionsavgift på € 25 000 utdömdes åt börsmedlemmen och en varning gavs åt mäklaren.

I Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:4 prövades om börsmedlemmen Danske Bank A/S och dess mäklare brutit mot punkt 3.1.1, 3.1.2.3 och 3.1.2.4 i NMR. Börsmedlemmen hade för sin kunds räkning genomfört återköp av sin kunds egna aktier. Vid genomförandet av transaktionen hade emellertid börsmedlemmen verkställt sin kunds köporder genom att sälja värdepapper ur sin egen portfölj. Enligt disciplinnämnden hade börsmedlemmen därmed brutit mot de regler om likabehandling av marknadsaktörer vid åter-

<sup>973</sup> Se *Arlt* 2004 s. 77.

<sup>974</sup> Se *Schröder* 2007 s. 178–179. I fallet rapporteras att manipulatören *de facto* gjorde förlustfärer samt att man därtill tvingades betala de transaktionskostnader som åstadkommits av courtage och som i fallet varit € 1 751. Se *Schröder* 2007 s. 179 fotnot 136.

<sup>975</sup> Det omfattande förbudet gäller bland annat att lägga order eller genomföra avslut som var för sig eller tillsammans avser att otillbörligen påverka prisbildningen i handelssystemet, saknar kommersiellt syfte, eller avser att försena eller förhindra tillgång till handelssystemet för andra aktörer. Se NMR punkt 4.6.2.

<sup>976</sup> Se NMR punkt 4.6.2. Regelsättningen är något otillfredsställande ur ett sanktionsrättsligt perspektiv. En lexikalisk läsning av stadgandet skulle nämligen tillåta att en och samma fysiska person, genom två av sina helägda bolag kunde genomföra transaktioner utan att träffas av självkontraheringsförbudet, så som det utformats i NMR punkt 4.6.2. Det är börsens disciplinnämnders uppgift att ta ställning till om man i offensiv anda önskar tolka stadgandet så att även ovan beskrivna transaktioner faller inom ramen för det förbjudna, eller om man genom en mera defensiv hållning trots allt accepterar transaktionerna.

köp av egna aktier. Denna favorisering av sig själv ledde till att en sanktionsavgift på € 25 000 utdömdes åt börsmedlemmen och en varning gavs åt mäklaren.

Även Stockholmsbörsens disciplinnämnd har nyligen reagerat två gånger på sådan självkontrahering som kunde beskrivas vara *wash sales*.

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2007:4 prövades om börsmedlemmen JP Morgan Securities Ltd och mäklare T anställd av medlemmen brutit mot punkt 4.6.2 i NMR. Av utredningen i fallet framgick att mäklare T under perioden från den 12 till den 27 oktober 2006 avsiktligt för egen räkning lagt köp- och säljorder i handelssystemet avseende Nordea Bank AB aktier på ett sätt som i 20 fall resulterat i automatiskt matchade avslut. JP Morgan hade således handlat med sig själv. Börsmedlemmen ålades att betala ett vite om SEK 200 000. Mäklare T fick en varning.<sup>977</sup>

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2007:1 prövades om börsmedlemmen Erik Penser Fondkommission AB brutit mot punkt 4.6.2 i NMR. Av utredningen i fallet framgick att en mäklare vid börsmedlemmen under en längre period i ett stort antal fall för egen räkning lagt köp- och säljorder som resulterat i automatiskt matchande avslut med varandra, d.v.s. handlat med sig själv i samband med avslut i AstraZeneca aktien åtminstone 1 442 gånger. Börsmedlemmen ålades att betala ett vite om SEK 300 000, mäklaren skildes från sin anställning hos Erik Penser Fondkommission AB.<sup>978</sup>

Det är ännu avslutningsvis skäl att kort beröra en särfråga i anslutning till den form av transaktionsbaserad kursmanipulation som kallas *wash sales*. Frågan gäller hur man skall hantera *wash sales* som genomförs inom rådande *spread*. Dessa transaktioner genomförs ju till rådande kursnivåer och kunde därför preliminärt anses vara ofarliga, eftersom de inte manipulerar kursnivån.

Jag är av den uppfattningen att det trots detta är skäl att utgå ifrån att *wash sales* inom rådande *spread* uppfyller gärningsrekvisitetet för kursmanipulation. Trots att kursnivån inte förändras genom transaktionen är det ändå uppenbart att transaktionen är kurspåverkande om man uppfattar kurspåverkan så omfattande som jag anfört ovan. I denna omfattande bemärkelse är *wash sales* inom *spread*en alltså kurspåverkande. Även dessa transaktioner medför nämligen en ökad omsättning i värdepapperet och en ökad omsättning får anses ha en (gynnsam)

<sup>977</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2007:4 givet den 11 april 2007.

<sup>978</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2007:1 givet den 9 januari 2007. Stockholmsbörsens disciplinnämnd har dessutom redan med beslut 1999:1, givet den 10 oktober 1999, ålagt börsmedlemmarna Credit Suisse First Boston (Europe) Limited och NF Nordiska Fondkommissionen AB ett vite på SEK 2 milj respektive SEK 1 milj för att ha genomfört transaktioner där Credit Suisse handlat med sig själv genom att agera slutkund på både sälj- och köpsidan (med hjälp av Nordiska Fondkommissionen).

kurspåverkan. Samtidigt bör dock påminnas om den avgränsningsmekanism vars tillämpning det är skäl att vara marknadskontextuellt lyhörd för då en omfattande definition av kurspåverkan accepteras. Det kan således tänkas att det råder sådana omständigheter på marknaden att det är skäl att trots den presumtiva kurspåverkan låta bli att anse *wash sales* inom *spreaden* utgöra kursmanipulation. Så kan rent konkret vara fallet om volymen i omsättningen är så kraftig att den utförda *wash salen* i det närmaste ter sig som en droppe i omsättningshavet. Så bör dessutom anses vara fallet om marknadsaktören gjort en *wash sale* till följd av ett marknadsbeteende där en genuin marknadsrisk existerat, men där t.ex. slumpen gjort att en *wash sale* inom rådande *spread* blivit resultatet av marknadsbeteendet. Att samma marknadsaktör samtidigt säljer och köper samma värdepapper genom att lägga genuina order i orderboken, vilket leder till att säljanbudet och köpanbudet automatiskt matchas med varandra, när de likaväl kunde ha matchats med en annan marknadsaktörs anbud, bör således inte i mitt tycke anses vara kursmanipulation.

Ovan beskrivna exempel leder avslutningsvis över till ett konstaterande att det inte bör råda ett förbud mot att samma marknadsaktör genom två olika värdepappersförmedlare upprätthåller en helt spegelvänd position där marknadsaktören samtidigt är lika lång som kort i samma värdepapper, förutsatta att positionen varken öppnats eller stängts genom en *wash sale*.<sup>979</sup> Visserligen är risken i förhållande till värdepapperets kursrörelser neutraliserad, eftersom aktören är lika lång som kort (= ingen kursrisk). Samtidigt har marknadsaktören på detta sätt ökat omsättningen i värdepapperet. Förutsatts dock att positionen stängs mot marknaden<sup>980</sup> innehåller stängningen av positionen en annan risk än den kursrisk som neutraliserats. Marknadsaktörens förlust eller förtjänst är nämligen beroende av hur rådande *spread* utvecklas.<sup>981</sup> Förutsatt att marknadsaktören inte kan kontrollera rådande *spread* bär således marknadsaktören en *spreadrisk* och då finns inga skäl att förbjuda handelstekniken.<sup>982</sup>

<sup>979</sup> En sådan marknadsposition kan beskrivas vara en extremform av en klassisk *straddle*. Marknadsaktören kan t.ex. önska reducera sin ekonomiska exponering mot aktier han äger, utan att för den skull ge ifrån sig det inflytande i målbolaget aktierna han äger medför. Detta gör att han inte vill sälja sin position.

<sup>980</sup> Jag utgår i från att det inte är skäl att acceptera den handelsteknik som kallas *collapsing the box* enligt vilken marknadsaktören genom en stor *wash sale* stänger sin position.

<sup>981</sup> Om *spreaden* ökar förlorar marknadsaktören. Om *spreaden* minskar vinner marknadsaktören. Det råder därmed en risk.

<sup>982</sup> Se *Knuts* 2009 s. 59–79. Det kan finnas många orsaker till handelsbeteendet ovan. Det är tänkbart att marknadsaktören genom handelstekniken eftersträvar att *hedge* den risk marknadsaktören samtidigt har eftersom marknadsaktören erbjuder ett annat värdepapper eller finansiellt instrument, vars värde är beroende av rådande *spread*. Ett sådant instrument kan sedan utnyttjas av övriga marknadsaktörer för s.k. *spread betting*.

#### 4.2.2.2.2 Matched orders

*Matched orders* kan beskrivas vara kollektivt utförda *wash sales*.<sup>983</sup> Där *wash sales* definieras vara transaktioner i vilka äganderätten aldrig övergår på grund av självkontrahering är *matched orders* en avtalad internkontrahering på förutbestämda villkor.<sup>984</sup> Just förutbestämtheten i transaktionerna gör att *matched orders* ibland även omtalas som *prearranged trading*.<sup>985</sup> Skillnaden mellan *matched orders* och *wash sales* är således i praktiken förhållandevis liten. I bägge fall rör det sig om att över börsen göra transaktioner vars egentliga natur endast manipulören eller manipulörerna känner till och som därför förmedlar en vilseledande bild till tredje part.<sup>986</sup> De ger ett vilseledande sken av utbud, efterfrågan eller omsättning i värdepapper.<sup>987</sup> Skillnaden mellan *matched orders* och *wash sales* är däremot förhållandevis stor i teorin, eftersom det faktum att flera kontrahenter är involverade i *matched orders* förhindrar tillämpningen av den tydliga dogmatiska definition bestående av självkontrahering som tillämpas i *wash sales*.

Därför måste i stället definitionsfokus förflyttas till den förtäckta förutbestämtheten i *matched orders*, d.v.s. det faktum att manipulörerna har ett samförstånd om att genomföra transaktioner eller serier av transaktioner med varandra till förutbestämda villkor, utan att tredje part d.v.s. marknaden har insikt i detta.<sup>988</sup> Denna förhållandevis allmänna definition måste brytas ned i åtminstone två dogmatiska tilläggskrav för att en tillräcklig precision i förbudet kan uppnås och en implicit överreglering av marknaden undgås. Först måste samförståndets form analyseras. Sedan måste samförståndets substans, eller närmare bestämt symmetrin i samförståndet, analyseras.

<sup>983</sup> Se Mermin – Pickard 1947 s. 513: "If confederates cross-trade between themselves, it is known as the matched order." Se Papachristou 2006 s. 64. Se Schröder 2007 s. 179–180. Se Schönhöft 2006 s. 93: "Im Unterschied zu den 'wash sales' finden hier tatsächliche Transaktionen zwischen wirtschaftlich verschiedenen Marktteilnehmern statt, so dass der wirtschaftliche Eigentümer der betroffenen Papiere wechselt." Se även Sillanpää 1994 s. 78 som förefaller beskriva *matched orders* utan att dock använda just detta begrepp. Se Bloomenthal 1960 s. 203.

<sup>984</sup> Se Schröder 2007 s. 179–180. Se Avgouleas 2005 s. 129. Se även CESR/04-505b s. 11: "Improper matched orders. These are transactions where both buy and sell orders are entered at or nearly at the same time, with the same price and quantity by different but colluding parties, unless the transactions are legitimate trades carried out in conformity with the rules of the relevant trading platform (e.g. crossing trades)."

<sup>985</sup> Se Arlt 2004 s. 78–79. Se Schönhöft 2006 s. 93.

<sup>986</sup> Se Lau Hansen 2001 s. 509 som betonar just den förtäckta internkontraheringen som det klandervärda, medan s.k. öppen självkontrahering inte *per se* kan anses vara förbjuden.

<sup>987</sup> *Matched orders* får således anses förbjudna åtminstone enligt VPML 5:12.2.2. Troligtvis är de också sådana andra svikliga förfaringssätt som är förbjudna enligt VPML 5:12.2.1.

<sup>988</sup> Se även Lau Hansen 2005 s. 373 som ser det vara avgörande om de internkontraherande marknadsaktörerna har ett informationsförsprång i förhållande till marknaden, d.v.s. om de vet något som inte de andra marknadsaktörerna känner till.



Det första dogmatiska tilläggskravet gäller således vilken form av samförstånd som manipulatorena måste ha träffat för att *matched orders* skall föreligga. I detta tilläggskrav är det skäl att göra en distinktion mellan strukturell intresse-gemenskap och spontan intresse-gemenskap. Typiska fall av strukturell intresse-gemenskap råder då de kontraherande parterna är delar av samma koncern.<sup>989</sup> Således kan transaktioner som genomförs mellan t.ex. två dotterbolag inom samma koncern innehålla implikationer som tyder på att det kan röra sig om *matched orders*. Däremot är det uppenbart att något kategoriskt förbud mot dessa transaktioner inte kan upprätthållas. Väsentligt är huruvida transaktionerna är vilseledande så att marknaden uppfattar koncerninterna transaktioner till speci-ella förutbestämda villkor vara marknadsmässiga.

Typiska fall av spontan intresse-gemenskap råder då två parter uppnått ett sam-förstånd om att lägga motsvarande orders som i sin tur påverkar kursen eller omsättningen. Det förefaller dock motiverat att ställa ett högt krav på samför-ståndets yttre karaktär för att *matched orders* skall kunna konstateras. Således får utgångspunkten vara att det krävs en explicit överenskommelse mellan de mani-pulerande parterna. Att man däremot skulle kunna konstatera *matched orders* som en följd av ett konkludent samförstånd eller ett *ad hoc* samförstånd som uppstår mellan två parter på marknaden förefaller ytterst tveksamt.<sup>990</sup> Att två parter i upprepade på varandra följande transaktioner på värdepappersmarkna-den handlar med varandra, t.ex. till ständigt stigande kurser, så att transaktio-nerna kan förefalla vara genomförda för att påverka kursen i önskad riktning, kan inte i sig förbjudas.<sup>991</sup>

Det andra dogmatiska tilläggskravet gäller samförståndets substans. Beto-ningen ligger här på vilken grad av symmetri som råder i samförståndet. Det förefaller även i detta fall motiverat att ställa ett högt krav på (symmetrin i) sam-förståndet. Utgångspunkten gör gällande att *matched orders* föreligger om en

<sup>989</sup> Se t.ex. *Schönhöft* 2006 s. 92. Jfr dock *Arlt* 2004 s. 75–76 som väljer att se transaktioner mellan parter inom samma koncern som en variant av *wash sales*. Med hänvisning till den systematiska klarheten i definitionen av *wash sales* med hjälp av självkontrahering förefaller det ändamålsenli-gare att hålla *wash sale*-kategorin liten och förbjuda internkontrahering genom tillämpningen av *matched orders*.

<sup>990</sup> Jag försummar i denna analys bevisvårigheterna som är förknippade med att påvisa ett konkludent samförstånd.

<sup>991</sup> Det är nämligen uppenbart att det kan förekomma situationer där kommersiella intressen hos två parter sammanfaller på ett sätt som gör att en slags konkludent förståelse uppstår mellan parter eller att ett *ad hoc* möte sker på marknaden. Då kan samma kontraherande parter utföra upprepade transaktioner till stigande eller fallande kurser, vilket resulterar i en kursrörelse som påminner mycket om en organiserad kursriggning (eller sänkning). Att ett sådant konkludent samförstånd eller *ad hoc* möte skulle kunna klassas som *matched orders* är förhållandevis svårt att acceptera.

fullständig symmetri mellan köp- och säljorden råder.<sup>992</sup> Om priset, mängden och tidpunkten i köp- och säljorders helt motsvarar varandra föreligger uppenbart *matched orders*. Det torde dock speciellt vid fall av på varandra följande transaktioner vara tänkbart att en fullständig symmetri inte är en nödvändig förutsättning för att konstituera *matched orders*.<sup>993</sup> Om således t.ex. upprepade köporder konsekvent gäller ett lite större antal än de upprepade matchande säljorden, förefaller det finnas goda skäl att anse att rekvisitet för *matched orders* uppfyllts.<sup>994</sup> Betydligt svårare är däremot att fastslå när otillräcklig symmetri mellan order råder för att rekvisitet inte längre skall uppfyllas. Normativt torde ett krav på väsentlig symmetri räcka till för att förbudsrekvisitet skall uppfyllas. Att precisera väsentligheten är mera utmanande. En viss ledning kan i denna fråga fås genom att granska amerikansk rättspraxis.<sup>995</sup>

Det är dock viktigt att framhäva den tolkningsinställning som bör följa av den straffrättsliga legalitetsprincipen: Således bör en defensiv tolkning av VPML 5:12.2.2 förordas då man överväger om endast ofullständigt symmetriska köp- och säljorder uppfyller gärningsrekvisitet. Detta gör att ett högt krav på symmetri *prima facie* bör ställas för att rekvisitet skall uppfyllas. En marknadskontextuell tolkning påverkas dock av övriga marknadsomständigheter: Om asymmetri gällande antal råder, men likviditeten i värdepappersslaget är så liten att asymmetrin inte innebär någon reell marknadsrisk för att andra order än avtalade *matched orders* kommer att genomföras kan en mera offensiv tolkning av graden av asymmetrin eventuellt accepteras.

Avslutningsvis är det skäl att på ett pragmatiskt plan betona den undantagsdoktrin som skapats i NMR för så kallad blockhandel.<sup>996</sup> Undantaget gör gällande att det, förutsatt att vissa villkor gällande bl.a. transaktionens storlek och mäklarens aktivitet uppfylls, är möjligt för två parter att matcha sina order. Därmed vill man på ett pragmatiskt plan möjliggöra sådan storskalig börshandel utanför det automatiskt matchande handelssystemet som i och för sig i övrigt

<sup>992</sup> Fullständig samstämmighet råder då köp- och säljorder är helt symmetriska, d.v.s. fullständigt motsvarar varandra vad gäller tidpunkt, volym och pris.

<sup>993</sup> Se t.ex. Häyrynen 2006 s. 206. Jag uppfattar Häyrynen acceptera en tolkning som inte förutsätter fullständig symmetri då han beskriver *matched orders* som transaktioner som är samstämmiga – *yhteneväiset*.

<sup>994</sup> Se Schröder 2007 s. 179 som för fram att de matchande ordena inte behöver motsvara varandra fullständigt vad gäller volymen.

<sup>995</sup> Se *Wright vs SEC*, 112 F.2d 89, 93 (2d Cir. 1940) där *Court of Appeals* konstaterade "Buy orders were not 'of substantially the same size' as the sell order; even if it be assumed that the requirements as to similarity of time and price were satisfied." Se *United States vs Minuse*, 114 F.2d 36, 38 (2d Cir. 1940): "matched purchases and sales, i.e., orders given for a purchase with the knowledge that other persons would give orders for sales in substantially the same amounts at about the same time." Se Lowenfels 1991 s. 702.

<sup>996</sup> Se NMR, appendix E.



kunde uppfylla rekvisitet för transaktionsbaserad kursmanipulation.<sup>997</sup> För att inte dylik handel skall vara vilseledande gäller dock specifika rapporteringsregler för denna blockhandel.<sup>998</sup> Blockhandelsundantaget utgör således straffrättsdogmatiskt ett ypperligt exempel på hur en kontextualisering av gärningen leder till en analytisk struktur där ett rättsdogmatiskt avgränsningsinstrument är av nöden för att kunna skapa ett undantag för just blockhandeln. Detta är således ett utmärkt exempel på gärningsculpans användningsmöjlighet vid kursmanipulation.<sup>999</sup>

Finländsk rättspraxis känner inte direkta fall av *matched orders*.<sup>1000</sup> Højesteret i Danmark har däremot i det s.k. AGF-fallet fällt marknadsaktörer för ett manipulatoriskt beteende som närmast kan klassas som *matched orders*.<sup>1001</sup>

I AGF-fallet dömdes gärningsmannen för flertalet transaktionsserier i fyra olika värdepappersslag. Den 5 mars 1997 hade gärningsmannen t.ex. i egenkap av direktör och enda aktionär i Y A/S genom bolaget gett en säljorder som han sedan matchat genom att ge en personlig symmetrisk köporder.<sup>1002</sup>

Också det danska *Molslinie*-fallet är värd ett omnämnande. I fallet hade en mäklare lagt motsvarande order för två dotterbolag genom att utnyttja två olika värdepappersförmedlare. Genom detta handlades kursen i Molslinie A/S

<sup>997</sup> De flesta marknadsplatser innehåller möjligheter till undantag för blockhandel. Därav kommer även det ofta använda tilläggsepitetet i definitionen av *matched orders*. Således talas ofta om *improper matched orders* för att genom epitetet signalera den otillbörlighet som är ett krav för rekvisitenlighet, men vilken otillbörlighet inte föreligger om man handlar inom ett tillämpligt undantag. Se även CESR/04-505b s. 11: "Improper matched orders. These are transactions where both buy and sell orders are entered at or nearly at the same time, with the same price and quantity by different but colluding parties, unless the transactions are legitimate trades carried out in conformity with the rules of the relevant trading platform (e.g. crossing trades)."

<sup>998</sup> Se NMR, 5.6.

<sup>999</sup> Eftersom lagtextens gärningsrekvisit är omfattande och eftersom inget undantag i lagen (eller dess förarbeten) görs för blockhandel är det skäl att genom straffrättens allmänna läror kanalisera det undantag som enligt marknadsplatsens regler medger att blockhandel, som lexikaliskt läst kunde anses uppfylla gärningsrekvisitet, ändå inte lagförs.

<sup>1000</sup> Med direkta fall av *matched orders* avses här situationer där två parter avtalat om att utföra transaktioner med varandra på sådana förutbestämda villkor som inte marknaden känt till. Även utomlands är det förhållandevis ovanligt med dokumenterade fall av *matched orders*. I tysk doktrin anses t.ex. att inga fall av *matched orders* förekommit i tysk rättspraxis. Se Arlt 2004 s. 79: "Fälle von Kursmanipulation dieser Art sind jedoch – soweit ersichtlich – in Deutschland bisher noch nicht aufgetreten." Se senare Schröder 2007 s. 179 som rapporterar om ett fall av *matched orders* som BaFin rapporterar om i sin årsberättelse för år 2004. I amerikansk rättspraxis på *Court of Appeals* nivå kan *United States vs Gilbert*, 668 F.2d 94, 95 (2d Cir. 1981) omnämnas som ett fall där *matched orders* förekommit. Se vidare *United States vs Scop*, 846 F.2d 135, 137. Se även *Wright vs Sec*, 112 F.2d 89, 93 (2d Cir. 1940). Se även *Lowenfels – Bromberg* 1991 s. 306. Se vidare *Lowenfels* 1991 s. 702–705.

<sup>1001</sup> Se Lau Hansen 2001 s. 505.

<sup>1002</sup> Se AGF-fallet (U.2001.578 H). Se även *Werlauff m.fl.* 2006 s. 427. Se Lau Hansen 2005 s. 375. Se även Lau Hansen 2001 s. 505 och 508.

aktie upp från DKK 259 till DKK 290. *Københavns Byret* dömde mäklaren till ett straff på 30 dagar villkorligt fängelse.<sup>1003</sup>

Stockholmsbörsens disciplinnämnd har nyligen handlagt ett fall som kunde beskrivas vara *matched orders*.

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2005:6 prövades om børsmedlemmen Kaupthing Bank Sverige AB brutit mot punkt 4.6.2 i NMR. Av utredningen framgick att en mäklare fått ett uppdrag att sälja 945 500 aktier i Skandia och omedelbart därefter köpa tillbaka samma antal aktier, samt att mäklaren kontaktat en annan kund som var villig att köpa motsvarande antal samt omedelbart sälja tillbaka dem om detta kunde ske utan kursrisk. Disciplinnämnden meddelade mäklaren hos børsmedlemmen en varning för att transaktionerna genomförts på ett sådant sätt att ingen marknadsrisk tagits vid transaktionerna.<sup>1004</sup>

Helsingforsbörsens disciplinnämnd har reagerat på ett fall där en børsmedlem och dess mäklare inte i tillräcklig grad fullgjort de skyldigheter som förutsätts för att blockhandelsundantaget skall vara tillämpligt.

I Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:2 prövades om børsmedlemmen Kaupthing Bank Finland Abp i tillräcklig grad undersökt att de order som medlemmens kund önskade att mäklaren skulle utföra utgjorde genuina transaktioner. Då inte mäklaren uppfyllt sin undersökningsplikt, meddelades en varning.<sup>1005</sup>

Dessutom har Helsingforsbörsens disciplinnämnd reagerat på ett beteende som kan beskrivas var en förfärlsförseelse i förhållande till ett brott mot det led i NMR som förbjuder det beteende som närmast kunde beskrivas som *matched orders*. Således har disciplinnämnden reagerat i två fall där børsmedlemmar underlåtit att redovisa den information som förutsätts då manuella transaktioner genomförts. Denna underlåtenhet har skadat det informationsunderlag som redovisningen skall bidra till och har således skadat transparensen och indirekt prisbildningsmekanismen på marknaden.

<sup>1003</sup> Se *Københavns Byrets* dom av den 16. november 1998. Se även *Lau Hansen* 2005 s. 375. *Werlauff m.fl.* 2006 s. 425–427.

<sup>1004</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2005:6, givet den 8 november 2005. Det förblir på basis av beslutet något oklart hur den utförda transaktionens förhållande till blockhandelsundantaget gestaltats av disciplinnämnden. Man får dock anta att elementet av undvikande av marknadsrisk utgjorde det kritiska elementet för konstaterande av brott mot NMR. Därför är även undvikandet av marknadsrisk den kritiska distinktion som måste råda mellan denna form av *matched orders* och upprepad blockhandel mellan samma parter.

<sup>1005</sup> Se Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:2, givet den 30 januari 2008.

I Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:1 och 2007:1 prövades om borsmedlemmen UBS respektive HSBC uppfyllt de rapporteringskrav som gällde för manuell borshandel. Då underlåtenheten var fortgående och gällde ett stort antal transaktioner till ett högt värde meddelandes en sanktion på € 40 000 i bägge fall.<sup>1006</sup>

#### 4.2.2.2.3 *Circular trading*

*Circular trading* kan sägas vara ytterligare en variant av de fiktiva transaktionerna *wash sales* och *matched orders* som beskrivits ovan. Precis som namnet antyder rör det sig i *circular trades* om ett konglomerat av flera involverade parter som utför de skenbara värdepapperstransaktionerna med varandra.<sup>1007</sup> Till historien har *circular trades* gått genom den avgörande roll de ansågs ha haft som orsak till den amerikanska börskraschen 1929.<sup>1008</sup> Det ansågs länge att konglomerat av marknadsaktörer genom s.k. *stock pools* gått in för att spekulativt påverka värdepapperskurserna så att en bubbla lika stor som marknaden uppstod.<sup>1009</sup> Klassiska *stock pools* förverkligade ofta sina intentioner med hjälp av dels transaktionsbaserad kursmanipulation dels genom kommunikationsbaserad kursmanipulation, där marknadsaktörerna både direkt och via samarbetspartners vilseledde marknaden. Samtidigt cirkulerade man värdepapperen för att åstadkomma en önskad kurseffekt.<sup>1010</sup> Amerikansk rättslitteratur från 1937 beskriver det enkla beteendemönstret:

*”The group first secures an option to purchase at a price higher than the then market quotation a large block of a stock which possesses actual or potential market appeal and an easily controllable floating supply. It is then the task of the pool manager and operator to raise the market price above the option price, and, if the supply on the market remains constant, this can be accomplished only by increasing the demand. The most effective manner of inducing others to purchase is to have a favorable ticker tape record which indicates to prospective purchasers that others consider the security underpriced. The manager opens a number of accounts with the various brokers and, fortified by the knowledge of the condition of the market obtained from the book of a*

<sup>1006</sup> Se Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:1, givet den 9 januari 2008 och 2007:1, givet den 3 september 2007.

<sup>1007</sup> I tysk doktrin används ofta termen *Karusellgeschäfte* för att beskriva fenomenet. Se *Schönhöft* 2006 s. 93. Termen är inte alls dålig.

<sup>1008</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 130.

<sup>1009</sup> Se t.ex. *Branda* 1951 s. 659. Se *Fischel – Ross* 1991 s. 503–507. Se *Kaisanlahti* 1995 s. 1302. Se *Cox m.fl.* 2006 s. 6. Se även *Mahoney* 1999 s. 343–369.

<sup>1010</sup> Se *Branda* 1951 s. 659 som definierar *stock pools* som *”The concept of a pool signifies a joint undertaking by a group of speculators to alter the price of a security artificially and profit by the movement in price so engineered.”* Se även *Fischel – Ross* 1991 s. 536–537. Se vidare *Thel* 1990 s. 424–461 för en ingående analys av *stock pools* som historisk drivkraft för amerikansk värdepappersmarknadsreglering.

*specialist, enters both buying and selling orders with a preponderance of the former so that the price is made to rise slowly upon an increasing volume of transactions.”*

Samtidigt återges även en mera komplicerad variant av manipulationer, som framför allt betonar hur mångfasetterat fenomenet kursmanipulation kan vara: *”In the cruder form of operation many of these transactions will be wash sales [...] in others [...] matched orders. As the price slowly rises, a complex publicity apparatus is set into motion to aid the stimulation of demand. The directors of the corporation whose stock is being manipulated, who may be members of the pool, issue favorable, but not wholly true, statements concerning the corporation’s prospects; brokers, likewise interested in the operations, advise customers through market letters and customers’ men to purchase the stock; subsidized tipster sheets and financial columnists in the daily papers tell glowingly of the corporation’s future; ‘chisellers’, ‘touts’ and ‘wire-pluggers’ are employed to disseminate false rumors of increased earnings or impending mergers. As the market price passes the option price, the operator exercises his option and, increasing his sales over purchases, carefully unloads the public the optioned stock as well as the acquired in the process of marking up the price.”*<sup>1011</sup>

*Circular trading* är förbjudet för att transaktioner som genomförs inom ramen för handelskarusellen får anses utgöra transaktioner som ger vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper.<sup>1012</sup> Det är något av en smaksak huruvida man anser vissa typer av manipulativt beteende vara *matched orders* eller *circular trading*. Detta gäller i synnerhet om mönstret av transaktioner som genomförs går av och an i något man kunde kalla zick-zackhandel, d.v.s. där värdepapper först säljs för att sedan köpas tillbaka.<sup>1013</sup> Speciellt genom att upprepa dessa transaktioner kan lätt en kursdrivande effekt skapas. Karusellhandeln blir då ett slags spiralhandel. Just i dessa situationer accentueras behovet av en dogmatisk distinktion mellan dels tillåten, möjligtvis spekulativ, aktiv, börs-handel och förbjuden förutbestämd och oredovisad internhandel som ger ett vilseledande sken av aktivitet i värdepapperet. Det förefaller ändamålsenligt att

<sup>1011</sup> Se *Loss – Ruebhausen* 1937 s. 626–628. Se även *Lowenfels* 1991 s. 700. Se *Branda* 1951 s. 660 som rapporterar om en *pool manager* som hade 59 olika konton hos 25 olika mäklare och med hjälp av detta lyckades rigga priset i en aktie från \$ 27 till \$ 90, varefter han likviderade sin långa position och dessutom genomförde short selling i aktierna när kursen åter sjönk till \$ 30 under en dag.

<sup>1012</sup> Därmed är detta förbjudet åtminstone enligt VPML 5:12.2.2. Eventuellt kan *circular trades* även beivras i stöd av förbudet mot övriga svikliga förfaringssätt i VPML 5:12.2.1.

<sup>1013</sup> Se definitionsdirektivet artikel 4 (d): givna handelsorder eller utförda transaktioner inbegriper omkastningar av positioner under en kort period och utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen av det relevanta finansiella instrumentet på den berörda reglerade marknaden och skulle kunna sättas i samband med väsentliga förändringar av priset på ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad. Se *Ferrarini* 2004 s. 724. Se *Lau Hansen* 2002 s. 290. Se även RP 137/2004 s. 73.

tillämpa samma dogmatiska tolkningsrekommendationer på *circular trading* som på *matched orders*.

Finländsk rättspraxis saknar fall av *circular trading* definierad som en organiserad gruppering av parter som genom interna affärer trissar upp (eller genom *short selling* säljer och trissar ner) priset på värdepapper. Däremot kan ett typiskt *circular trading*-fall noteras i England år 2009:

I det så kallade Winterflood-fallet dömdes värdepappersförmedlare Winterflood av Financial Services and Markets Tribunal för att ha trissat upp marknadspriset på värdepapper genom ett mönster domstolen kallade för ett *illegal share ramping scheme*. Enligt händelseförloppet lyckades Winterflood driva upp marknadspriset genom att senarelägga avvecklingen av de transaktioner som Winterfloods klienter utfört. Detta resulterade i att man kunde återinvestera köpeskillingen, utan att leverera de köpta värdepapperen. Genom att upprepa denna manöver och genom att kontinuerligt och i ökande grad fördröja avvecklingen skapades således en slags Ponzi-pyramid i värdepapperet. FSA utdömde en sanktion på £ 4 miljoner, som även den prövande domstolen upprätthöll. Enligt uppgifter i offentligheten förväntas Winterflood överklaga domen.<sup>1014</sup>

Dessutom har EG-domstolen 2007 avgjort ett grekiskt fall som innehöll element av *circular trading*.<sup>1015</sup> Paradoxalt nog gällde den relevanta juridiska frågan i fallet inte i sig om *circular trading* skulle anses utgöra kursmanipulation, utan huruvida tolkningen av insiderdirektivet kunde utsträckas att täcka det nedan beskrivna marknadsbeteendet.<sup>1016</sup> Eftersom Grekland vid tidpunkten för händelserna saknade ett förbud mot kursmanipulation, blev en av de rättsliga frågorna i fallet huruvida insiderdirektivet kunde tolkas så att dess syfte – att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden – tilläts skapa en sådan ofensivitet i tolkningen att kursmanipulativa *circular trades* – som påstods skada allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden – kunde anses förbjudna i

<sup>1014</sup> Se Winterflood-fallet. Se även FSA:s notis FSA/PN/046/2009, publicerad 2.4.2009.

<sup>1015</sup> Se Georgakis-fallet. Se för en nyanserad kommentar av fallet ur insiderperspektiv Moalem – Lau Hansen 2008 s. 949–984. I ett insiderperspektiv understödjer författarna tankegången om att internaffärer där bägge parter har en symmetrisk kunskap, men vilken symmetrisk kunskap överträffar den kunskap som marknaden har, inte bör anses utgöra insiderhandel. Detta artikulerar en insiderdefinition som vilar på obligationsrättsliga fundament och där det är just informationsasymmetrin mellan kontraherande parter som är avgörande för insiderinformationsrekvisitet. Se vidare Moalem 2004 s. 40–45.

<sup>1016</sup> Det får nog anses att det beskrivna handelsmönstret skulle ha uppfyllt rekvisitet för kursmanipulation i Finland om saken varit föremål för prövning här. Denna slutsats är berättigad bl.a. med hänvisning till EG-domstolens uttalande om att insiderdirektivet i sig inte varit fullständigt i förhållande till kursmanipulation, eftersom direktivet senare kompletterats med marknadsmissbruksdirektivet och att det därför inte var tänkbart att komplettera det ofullständiga insiderdirektivet genom en teleologisk tolkning av insiderdirektivet. Därav slutsatsen att EG-domstolen ansåg att ett behov hade funnits att beivra handelsmönstret. Se Georgakis-fallet.

stöd av insiderdirektivet. EG-domstolen meddelade ett förhandsbesked i fallet, enligt vilket man förordade en tolkning där insiderdirektivet inte kunde tolkas förbjuda kursmanipulation, trots dess syfte och trots tolkningsmetodologisk offensivitet i EG-rättskonform lagtolkning. Fallet representerar således ett praktiskt exempel på en defensiv begränsning i lagtolkning i den offensiva lagtolkningsmetod EG-domstolen ofta företrätt.<sup>1017</sup> Det hade måhända varit lite väl magstarkt att anse att insiderdirektivet genom tolkning redan kunde anses ha förbjudit sådant (kursmanipulation) som man skapat ett helt nytt direktiv (marknadssmissbruksdirektivet) för att beivra. Själva handelsmönstret i fallet förtjänar dock att återges, eftersom det av allt att döma skall anses utgöra kursmanipulation.

Enligt uppgifter från Atens fondbörs var i augusti 1996 *Georgakis* och medlemmar av hans familj (nedan kallade *Georgakisgruppen*) huvudägare i *Parnassos*. Vid samma tid ägde *Parnassos* och dess dotterbolag *Syrios AVEE* en majoritet av aktierna i *Atemke*. Medlemmarna i *Georgakisgruppen* beslutade på inrådan av sina ekonomiska rådgivare att stärka *Parnassos* aktiekurs efter att den hade visat en tendens att sjunka. De genomförde följaktligen sinsemellan, med bolaget *Parnassos* och med en utländsk institutionell investerare flera transaktioner avseende försäljning, förvärv och återköp av aktier i *Parnassos* och *Atemke*.

*Georgakis* kritiserades särskilt för avyttringen av 92 000 aktier i *Parnassos* och 11 100 aktier i *Atemke*, för att i egenskap av köpare ha deltagit i en av de 26 omtvistade transaktionerna avseende aktier i *Parnassos* och för att ha sålt en del av de 112 500 aktier i *Atemke* som en av medlemmarna i gruppen hade förvärvat av vissa medlemmar i gruppen. Vid dessa transaktioner hamnade ingen aktie på den öppna marknaden och de såldes och köptes huvudsakligen av medlemmar i *Georgakisgruppen*. Transaktionerna hade överenskommit i förväg, eftersom nämnda medlemmar genomförde avyttringarna och förvärven efter att de hade beslutat att stärka aktierna i *Parnassos*. Transaktionerna hade syftet att skapa en konstlad ökning av handeln med aktierna i *Parnassos*, för att skapa en vilseledande bild av deras värde som inte motsvarade det värde som de skulle ha haft utan dessa konstlade transaktioner.<sup>1018</sup>

<sup>1017</sup> Bland annat Grekland framförde att insiderdirektivet trots allt borde tillämpas i fallet, så att *circular trading* förbjuds, eftersom sådana handelsmönster bidrar till att förminska investerares förtroende för värdepappersmarknaden. Domstolen förkastade invändningen med att hänvisa till marknadssmissbruksdirektivet: "Däri [i marknadssmissbruksdirektivet] anges att gemenskapens rättsliga ram för skydd av de finansiella marknadernas integritet var ofullständig vid tidpunkten för antagandet av detta direktiv [marknadssmissbruksdirektivet], eftersom det i vissa medlemsstater inte fanns någon lagstiftning om prismanipulationer och spridning av vilseledande uppgifter. Tolkningen bekräftas även av syftet med detta direktiv [marknadssmissbruksdirektivet], nämligen att förebygga och beivra marknadssmissbruk, vare sig det sker i form av insiderhandel eller genom otillbörlig marknadspåverkan."

<sup>1018</sup> *Ibid.*



Om dessa stabiliseringsåtgärder genomfördes på marknaden utan att marknaden på förhand informerats om detta bör åtgärderna bedömas ha varit vilseledande på ett sätt som fyller rekvisitet för kursmanipulation.<sup>1019</sup>

#### 4.2.2.2.4 *Painting the tape*

Med *painting the tape*<sup>1020</sup> avses ett handelsmönster där marknadsaktören genomför en räkka transaktioner som uppvisar en trend i form av kursutvecklingen för ett värdepapper.<sup>1021</sup> Genom den skapta trenden vill man förmå marknaden att vilseledas att tro att det råder ett gynnsamt marknadssentiment för värdepappret.

I finansiell ekonomi talas ofta om *momentum trading*, vilket innebär att investerare har en benägenhet att investera i samma riktning som marknaden rör sig. Genom att med hjälp av *painting the tape* skapa t.ex. en stigande trend i ett värdepapper skulle då övriga investerare lockas att följa den trenden, vilket skulle resultera i en accentuerad prisökning.<sup>1022</sup> Denna *momentum trading* kan även ses som ett empiriskt stöd för vissa sprickor i EMH fasaden.<sup>1023</sup> Trendmedvetenhet bland investerare blir då en konkurrerande förklaring till investeringsbeteende och motsäger delvis en helt informationsbaserad handelsstrategi. Acceptansen av divergerande perspektiv i den bakomliggande finansiella ekonomin mot vilken man skapar en värdepappersmarknadsreglering kan då påverka även själva tolkningen av reglerna.

<sup>1019</sup> Just den tillåtna stabiliseringsmöjligheten granskas nedan i detalj, eftersom det vid en analys av förbudet mot kursmanipulation är av särskild vikt att analysera under vilka förutsättningar principiellt sett manipulativa åtgärder kan vara acceptabla som en följd av en legalistisk undantagsdoktrin. Se om stabilisering nedan IV.7.1.2.

<sup>1020</sup> Uttrycket *painting the tape* lär härstamma från tiden då man följde med kursnoteringarna för värdepapper som skrevs ut på ett löpande pappersband. Detta s.k. *ticker tape* angav alltså varje individuell kursrörelse (*tick*) och avslöjande därmed kursutvecklingen på marknaden. Se *Bloomenthal* 1960 s. 196.

<sup>1021</sup> Se *Schröder* 2007 s. 180–181. Se även *Arlt* 2004 s. 87. Se *Schönhöft* 2006 s. 98. Se även *af Sandeberg* 2002 s. 137. Författaren anger även *window dressing* som ett alternativt uttryck. Det senare uttrycket förefaller dock snarast beskriva situationen där aktiviteter genomförs för att öka värdet på portföljen inför en kritisk tidpunkt, t.ex. räkenskapsperiodens slut eller personalbonusens referenstidpunkt. Se *CESR/04-505b* s. 11: "*Painting the tape. This practice involves engaging in a transaction or series of transactions which are shown on a public display facility to give the impression of activity or price movement in a financial instrument.*"

<sup>1022</sup> Se gärna *Grinblatt – Keloharju* 2000 s. 43–67 som undersökt investerares benägenhet på den finländska marknaden att följa rådande pristrender. Undersökningen som publicerats i *Journal of Financial Economics* understödjer tänkesättet att speciellt professionella investerare är benägna att vara s.k. *momentum traders*. Undersökningen har genomförts i Finland tack vare det unika datasampl som funnits tillgängligt på den finländska marknaden och har även fått internationell återklang. Se *Langevoort* 2002 s. 87–88. Se även *Lau Hansen* 2001 s. 80.

<sup>1023</sup> Se *Langevoort* 2002 s. 729. Se *Shleifer* 2000 s. 2–3. Se även *Donald* 2005 s. 660.

Den tekniska utvecklingen i värdepappershandeln har dock gjort gärningsmiljön ofruktbar för klassisk *painting the tape*. Den tekniska utvecklingen i börshandeln har gjort att information om värdepapperskurser numera omgående finns tillgänglig för i stort sett vem som helst. Dessutom har den information som förmedlas differentierats så att det omgående går att utreda volymerna och kursintervallen i en räkna värdepapperstransaktioner.<sup>1024</sup> Regleringen av värdepappersmarknaden har således något oväntat fått flankstöd från den tekniska utvecklingen, då det nya sättet att rapportera kursutvecklingen kan sägas ha bidragit till att förverkliga den *disclosure*-filosofi som propagerats för i lagstiftning.<sup>1025</sup> Att *painting the tape* således på grund av den tekniskt ökade transparensen numera sällan kan genomföras som sådan är ett faktum.<sup>1026</sup> Däremot är det klart att samma vilseledande effekt som ursprungligen uppnåddes genom handelsmönstret numera fortsättningsvis kan uppnås genom t.ex. *circular trading*.<sup>1027</sup>

#### 4.2.2.3 Handelsmönster med s.k. fiktiva transaktioner i ett ekonomiskt perspektiv

Ovan beskrivna handelsmönster *wash sales*, *matched orders*, *circular trading* och *painting the tape* utgör handelsmönster som involverar fiktiva transaktioner. I samtliga fall genomförs transaktioner på värdepappersmarknaden för att ge ett fiktivt sken av äganderättsöverföring, trots att en sådan inte uppkommer genom transaktionerna. Denna fiktivitet ger upphov till några intressanta iakttagelser i ett ekonomiskt perspektiv gällande handelsmönstrens framgångsmöjligheter. I ett ekonomiskt perspektiv kan man nämligen anföra att teorin om effektiva marknader (EMH) skapar en sådan brottsmiljö att kursmanipulation genom fiktiva handelsmönster inte skall kunna löna sig ekonomiskt. Påståendet kan expanderas: Manipulationerna lönar sig inte ens om gärningsmannen kan göra ett antagande om att det inte existerar någon risk alls för att transaktionerna skall upptäckas och bestraffas. Manipulationer genom fiktiva transaktioner på effek-

<sup>1024</sup> Se Schröder 2007 s. 181.

<sup>1025</sup> Det är skäl att hänvisa till *Justice Brandeis* numera legendariska metafor (ursprungligen från 1905) som fått symbolisera *disclosure*-filosofins genomslag, först i amerikansk värdepappersmarknadsrätt och sedermera även i Europa: "Sunlight is said to be the best of disinfectants: electric light the most efficient policeman." Se *Brandeis* 1995 s. 62. Se även *Kaisanlahti* 1995 s. 1304–1305 som kort diskuterar *disclosure*-filosofins betydelse för utvecklingen av förbudet mot kursmanipulation i Finland före implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet.

<sup>1026</sup> Se dock *Arlt* 2004 s. 88 som noterar att just den stora genomslagskraft pris-, omsättnings- och kursutvecklingsinformationen fått genom elektronifieringen av börshandeln å andra sidan möjliggör en större räckvidd idag än tidigare för modern *painting the tape* i form av t.ex. *matched orders*.

<sup>1027</sup> Se *Moalem – Lau Hansen* 2008 s. 950 som beskriver förfarandet *Georgakis* utförde i det EG-rättsliga *Georgakis*-fallet som *painting the tape*. Se också *Schröder* 2007 s. 180–181.



tiva värdepappersmarknader lönar sig inte, eftersom *marknaden* bestraffar manipulatören. Påståendet att fiktiva transaktioner inte lönar sig bygger på en argumentation som påminner om arbitragets roll i EMH.<sup>1028</sup>

På effektiva värdepappersmarknader reagerar värdepapperskurserna omgående på förändringar i informationsmassan.<sup>1029</sup> Däremot reagerar kurserna inte utan dessa förändringar i informationsmassan.<sup>1030</sup> Då informationen är fullständig befinner sig värdepapperskursen i ekvilibrium. Om värdepapperskursen drivs bort från ekvilibrium, utan en förändring i informationsmassan, återställer arbitragörer på effektiva värdepappersmarknader ordningen (läs: ekvilibrium) genom transaktioner som får en kurskorrigeringseffekt, d.v.s. driver kursen tillbaka mot ekvilibrium. En kursförändring som inte grundar sig på en förändring i informationsmassan är en irrationell kursförändring. Denna irrationella kursförändring erbjuder rationella arbitragörer riskfria investeringstillfällen.<sup>1031</sup> Fiktiva transaktioner, som inte baserar sig på förändringar i informationsmassan, utan som endast är vissa marknadsaktörers sätt att försöka påverka kursen konstgjort, medför således en risk för manipulatörerna. Det är följaktligen fullt möjligt, och enligt EMH sannolikt, att skentransaktioner på effektiva värdepappersmarknader aldrig förmår rubba kursen från ekvilibrium. Det effektiva arbitraget stänger den dörr manipulatörerna försöker öppna. Om så är fallet lyckas manipulatören aldrig manipulera kursen till önskad nivå. Om denna manipulationseffekt uteblir kan heller aldrig de manipulativa transaktionerna generera en vinst för manipulatören.<sup>1032</sup>

Däremot uppstår kostnader vid varje transaktion som ingår i serien av fiktiva transaktioner. På ett alldeles konkret plan uppbärs courtage även för *wash sales*,

<sup>1028</sup> Se ovan II.3.2. Se om arbitragets roll i EMH t.ex. *Fama* 1970 s. 388–410. Se vidare *Shleifer* 2000 s. 2 och *Shiller* 2001 s. 172–173.

<sup>1029</sup> Detta betecknas ofta som den positiva hypotesen i EHM. Se *Fama* 1970 s. 383 för en klassisk, sammanfattande artikel om EMH. Se *Leroy* 1987 s. 1583 för en utmärkt historisk överblick av EMH.

<sup>1030</sup> Detta beskrivs ofta som den negativa hypotesen i EHM. Se *Scholes* 1972 s. 179. *Scholes* undersökte empiriskt prispåverkan av utförsäljning av stora block av aktier. Förenklat uttryckt påverkade blockförsäljningar inte prissättningen av den aktie som såldes. Samma empiriska slutsats bekräftas av bl.a. *Holthausen m.fl.* 1987 s. 245–246. Se även *Hess – Frost* 1982 s. 11, *Kolodny – Suhler* 1985 s. 127, *Asquith – Mullins* 1986 s. 77–79 och *Mikkelsen – Partch* 1985 s. 165.

<sup>1031</sup> Se om det effektiva arbitraget *Shleifer* 2000 s. 3–4. Se även *Shiller* 2001 s. 173–175.

<sup>1032</sup> Strikt taget kan manipulationerna aldrig förmå sänka eller höja kursen. Däremot torde nog t.ex. *wash sales* inom rådande *spread* kunna genomföras så att man lyckas ge sken av en ökad omsättning i det finansiella instrumentet, något som också det normativa förbudet i VPML 5:12.2.2 synes beivra. Den ekonomiska nyttan av en sådan manipulation är den vinning en konstgjort ökad omsättning medför, förminskad med de transaktionskostnader den konstgjorda omsättningen kostat att åstadkomma. *Prima facie* förefaller en sådan nytta vara ytterst liten, om alls positiv. Däremot kan förstås övrig, t.ex. skattemässig, nytta uppstå.

*matched orders* och *circular trading*.<sup>1033</sup> Av detta följer att manipulativa transaktioner på grund av det effektiva arbitraget aldrig kan generera manipulatorerna en vinst, men alltid förorsakar manipulatorerna en kostnad. Detta innebär att kursmanipulation genom fiktiva transaktioner ekonomiskt sett aldrig lönar sig för manipulatören.<sup>1034</sup> Om marknadsaktörer, däribland manipulatorerna, är rationella, *borde således inte* manipulationsförsök med hjälp av fiktiva transaktioner förekomma.<sup>1035</sup>

Att peka på detta förhållandevis paradoxala läge har så vitt jag kan se endast ett huvudsakligt budskap. Genom påpekandet konkretiseras den perspektivskillnad som råder mellan den referensram där finansiell ekonomi opererar och den referensram där den normativa rättsdogmatiken opererar. Paradoxen kan delvis undvikas genom att man tillämpar den kritiska assimilationsmodell för transformation av utomjuridisk kunskap till dogmatik som jag tidigare presenterat. Resultatet blir då en marknadscontextualiserad rättsdogmatik, där dock contextualiseringen inte tillåts föra för långt: Försättningsvis bör (även inom marknadscontextualiserad dogmatik) den dogmatiska analysen avgöra de dogmatiska tolkningsfrågorna, även om den dogmatiska analysen utförs situationskänsligt och således är lyhörd för – inte överröstad av – marknaden.

#### 4.2.2.4 Manipulationstekniker med s.k. äkta transaktioner

##### 4.2.2.4.1 Parking

*Parking* är ett handelsmönster, med hjälp av vilket en marknadsaktör parkerar värdepapper hos en annan ägare än sig själv.<sup>1036</sup> Till parkeringen hör ett kontraktuellt åtagande som skapar en *parking*. Detta åtagande utgör distinktionen i förhållande till ordinarie fall av överlåtelse av värdepappersposter. Detta åtagande kan vara en bindande återköpsklausul,<sup>1037</sup> ett åtagande som förhindrar att posten

<sup>1033</sup> Se ovan IV.4.2.2.2.1. Se även Schröder 2007 s. 178.

<sup>1034</sup> Löper man linan ut i denna parallellargumentation bör i *Friedmans* anda även potentiella manipulatörer förr eller senare försvinna från marknaden. Fiktiva transaktioner leder till förluster för manipulatorerna. Förlusten konkretiseras som en egendomsförskjutning från manipulatörer till arbitragörer. I det långa loppet utarmas således manipulatorernas resurser då de på grund av den förlust som uppkommer vid de fiktiva transaktionerna förflyttas till arbitragörerna som gör en riskfri vinst. Se ovan II.3.2.

<sup>1035</sup> Se *Fischel – Ross* 1991 s. 547–550 för en argumentation för att vissa typer av manipulation på värdepappersmarknaden är så riskfylld för förövaren att ett normativt förbud mot manipulationer inte ytterligare behövs på marknaden.

<sup>1036</sup> Se *Papachristou* 2006 s. 75–76.

<sup>1037</sup> Se RP 254/1998 s. 28: ”Det kan vara fråga t.ex. om ett underliggande avtal som innebär att den som säljer värdepapper i hemlighet förbinder sig att återinlösa det till ett visst pris.”

säljs vidare åt tredje part<sup>1038</sup> eller ett åtagande enligt vilket äganderätten aldrig övergår till mottagaren av värdepappersposten.<sup>1039</sup> Det essentiella i kursmanipulationsperspektiv är att *åtagandet inte offentliggörs*. Marknaden vilseleds därmed att tro att parkeringen inte är en parkering utan en ordinarie överlåtelse av värdepappersposten utan randvillkor.<sup>1040</sup>

*Parking* kan användas av åtskilliga skäl. *Parking* gynnar manipulatören då det är eftersträvarsvärt att kunna ge sken av att ha sålt värdepapper, trots att så inte skett.<sup>1041</sup> Mot bakgrunden av detta kan man systematiskt grovindela orsakerna för att utföra *parking*: Dels kan ett eftersträvarsvärt marknadsläge i värdepapperet uppnås, dels kan ett eftersträvarsvärt kontraktuellt läge i anslutning till värdepapperen uppnås. Jag avgränsar här framställningen till att analysera *parking* i marknadsperspektiv. Av dessa fall analyserar jag med hänvisning till internationell rättspraxis särskilt *parking* vid emissioner eller utförsäljningar av stora värdepappersposter.<sup>1042</sup> I sådana sammanhang utgör *parking* en manipulations-teknik med hjälp av vilken manipulatören kan simulera en artificiell efterfrågan vid emissionen eller utförsäljningen och skapa sig en fördel genom detta.<sup>1043</sup> Denna fördel kan, förutom den fördel en kursuppgång kan innebära, även uppstå i en kontraktuell dimension. I samband med emissioner kan t.ex. i emissionsga-

<sup>1038</sup> Se RP 254/1998 s. 28: "Som exempel kan nämnas att säljaren för köparen uppställer ett hemligt villkor om att denne inte fritt får överlåta värdepapperen vidare."

<sup>1039</sup> Denna situation kan dogmatiskt sett likställas vid en *wash sale*.

<sup>1040</sup> Till det kontraktuella åtagandet kan ofta höra en *inter partes* överenskommelse om att parkeringen bär marknadsrisken för posten under parkeringen. Detta kan t.ex. åstadkommas genom ett derivatavtal, vars värde korrelerar negativt med kursutvecklingen på den parkerade posten så att avtalet utgör en förlustgaranti.

<sup>1041</sup> Således kan *parking* utnyttjas för att signalera en utförsäljning trots att någon verklig utförsäljning inte sker. Detta kan vara önskvärt för att till marknaden signalera ett svalnat intresse för ett värdepapper, t.ex. inom s.k. *trashing and cashing*. Det är också möjligt att *parking* utnyttjas för att skenbart uppfylla en kontraktuell obligation som åvilar manipulatören. T.ex. kan en aktionär ha ingått ett avtal om att per en viss tidpunkt sälja aktier i ett bolag för att underskrida en definierad spärrnivå. *Parking* kan då utföras för att skenbart uppfylla avtalsförpliktelsen utan att för den skull sälja aktierna.

<sup>1042</sup> Att emissioner och utförsäljningar ofta kombineras med att de emitterade eller utförsålda värdepapperen samtidigt tas upp till offentlig handel är inte alls ovanligt. En sådan börsintroduktion kan då också vara gärningsmiljö för *parking*.

<sup>1043</sup> Se *United States vs Corr*, 543 F.2d 1042 (2d Cir 1976), där emissionsinstitutet manipulerade priset på emittentens aktier, genom att vid en emission teckna aktier till förmån för kunder som inte samtyckt till teckningen och parkerade aktierna hos sig själv (å kundens vägnar). Därigenom skapades en större efterfrågan i emissionen och en gynnsam kursutveckling som sedan utnyttjades då de (utan samtycke) tecknade aktierna såldes till marknaden direkt efter emissionen. Se även CESR/04-505b s. 12: "*Colluding in the after market of an Initial Public Offer. This practice is particularly associated with Initial Public Offers of securities immediately after trading in the security begins. Parties which have been allocated stock in the primary offering collude to purchase further tranches of stock when trading begins in order to force the price of the security to an artificial level and generate interest from other investors – at which point they sell their holdings.*"

rantiaavtalet eller emissionsinstitutsavtalet ha intagits en övertilldelningsbestämelse<sup>1044</sup> som leder till en tilläggsutdelning av värdepapper (och en tilläggsprovision för emissionsinstitutet) om en tillräcklig efterfrågan uppdragats vid emissionen. Denna konstellation kunde locka emissionsinsitutet att skapa en artificiell efterfrågan för att komma åt den kontraktuella fördelen.

Även andra lockelser kan skapas. Exempelvis kan ett emissionsinstitut ha avtalat med emittenten om en provision som är beroende av emissionens framgång, mätt i efterfrågan.<sup>1045</sup> Genom att fingera efterfrågan och med hjälp av en *parking* förvara aktierna hos någon annan kan således den kontraktuella nyttan säkras.<sup>1046</sup>

Fokus i den dogmatiska analysen förflyttas därmed i de omnämnda exempelsituationerna till att undersöka om det kritiska agerandet varit vilseledande på ett sådant sätt att något rekvisit i VPML 5:12.2 uppfylls. De avtalsrättsliga följderna av manipulation behandlas inte.

Vid *parking* i samband med emissioner eller utförsäljning av större poster av värdepapper förefaller det centrala syftet med parkeringen vara att simulera en efterfrågan i emissionen eller utförsäljningen som i verkligheten inte existerar. Med hjälp av de åtgärder som ingår i parkeringen ges sken av att emissionen eller utförsäljningen uppdragat ett större marknadsintresse än den i verkligheten gjort. Således kan ett emissionsinstitut (antingen självt eller genom en annan marknadsaktör) skapa vilseledande information om intresse för värdepapper i emissionen eller utförsäljningen. Detta sker genom att teckna värdepapper eller förvärva värdepapper som sedan parkeras i väntan på senare utförsäljning vid gynnsammare marknadsläge. En sådan *parking* som ger vilseledande information om efterfrågan<sup>1047</sup> påminner således om en storskalig *wash sale*.

Finansinspektionen delade den 14 april 2005 ut en offentlig anmärkning åt en finländsk bank för att i samband med en utförsäljning av aktier för huvudägarna i ett finländskt börsbolag ha parkerat en del av aktierna hos två utländska värdepappersförmedlare utan att meddela marknaden om arrangemanget. Av information som offentliggjordes av banken uppstod den vilseledande uppfattningen att samtliga tillsaluvande aktier hade sålts till utomstående

<sup>1044</sup> I engelskt språkbruk talas ofta om en *overallotment facility* eller en *green shoe option*.

<sup>1045</sup> Se 556 F.2d 619 (1st Cir.), cert denied, 434 U.S. 969 (1977). I fallet hade emissionsinstitutet och emittenten intagit en så kallad *best efforts, all or non*-klausul i emissionsavtalet. Enligt klausulen var emissionsinstitutets provision villkorad mot att samtliga värdepapper som erbjöds för teckning i emissionen hade åtgång. Denna kontraktuella dynamik skapade frestelsen för emissionsinstitutet att fingera efterfrågan på värdepapperen genom att hemligt parkera dem i väntan på bättre tider.

<sup>1046</sup> Se Lowenfels – Bromberg 1991 s. 343–344.

<sup>1047</sup> Se VPML 5:12.2.2.

investerare. Övriga marknadsaktörer frånges därmed möjligheten att bedöma det verkliga utbudets och efterfrågens påverkan på prissättningen av värdepapperet.<sup>1048</sup>

Speciellt om emissionen eller utförsäljningen utförs genom en s.k. *book building*-process, där det slutgiltiga teckningspriset fastställs enligt den faktiska efterfrågan på marknaden kan en fingerad efterfrågan få ett stort genomslag vid prissättningen av emissionen eller utförsäljningen.

#### 4.2.2.4.2 Warehousing

*Warehousing* är ett handelsmönster som är nära besläktat med *parking*.<sup>1049</sup> Man kan dock se en systematisk distinktion däri att manipulatören i *warehousing* genom en associerad marknadsaktör skaffar värdepapper som manipulatören ännu inte äger, medan manipulatören i *parking* parkerar värdepapper som han redan äger.<sup>1050</sup> *Warehousing* handlar således *prima facie* om att göra värdepapperstransaktioner med hjälp av bulvaner.<sup>1051</sup>

*Warehousing* kan användas av åtskilliga orsaker. Ett typiskt skäl för *warehousing* är önskan att slippa tillkännage en ökad ägoandel i ett börslistat bolag, d.v.s. för att kringgå flaggningsregler i VPML 2:9.<sup>1052</sup>

<sup>1048</sup> Se Finansinspektionens beslut 14.4.2005, Dnr 5/245/2004. I fallet hade också banken underlåtit att uppfylla sin flaggningsplikt i VPML 2:9 som utlöstes av att de parkerade aktierna motsvarade mera än 5 % av målbolagets aktier. Därtill ingick banken och de utländska värdepappersförmedlarna ett derivatavtal i stöd av vilket banken bar kursrisken för de aktier som parkerats hos de utländska värdepappersförmedlarna. Se även *Häyrinen* 2006 s. 107–108.

<sup>1049</sup> Se *Lowenfels – Bromberg* 1991 s. 338–339. Se *Papachristou* 2006 s. 75–76 som inte gör en systematisk distinktion mellan *parking* och *warehousing* utan förefaller behandla båda under rubriken *parking*.

<sup>1050</sup> Se *Lowenfels – Bromberg* 1991 s. 339.

<sup>1051</sup> Se *Papachristou* 2006 s. 75. Ibland kan bolagsordningar innehålla spärrgränser som begränsar aktieägarens rätt att använda alla de röster som tillkommer aktieägare i stöd av den andel aktieägaren äger av bolaget. Då kan ett *warehousing*-beteende vara av intresse för att fördela aktierna på flera bulvaner för att på detta sätt kunna utnyttja mera makt på bolagsstämman. Eftersom ett sådant beteende är aktiebolagsrättsligt präglat, medan dess marknadskonsekvens är mindre relevant, kommer jag inte att analysera frågeställningen i detalj. Noteras kan också den specialreglering i aktiebolagslagen 25:1 som eventuellt kan komma att tillämpas. Se även *Savela* 2009 s. 5.

<sup>1052</sup> Ett systematiskt sett motsvarande skäl är *warehousing* för att slippa budplikt i VPML 6:6. Övriga motsvarande identifikationsrösklar finns ofta i samband med förvärv av aktier i kraftigt reglerade verksamhetsformer. Således stadgas t.ex. i VPML 3:2 d att den som har för avsikt att förvärva minst en tjugondel av aktiekapitalet eller rösttalet i en fondbörs i god tid skall underrätta Finansinspektionen om förvärvet. Detta tillkännagivelsestadgande är en ingress till den lämplighetsbedömning som ägare av fondbörs (en s.k. *fit and proper*-bedömning) utsätts för enligt VPML 3:2 e. På motsvarande sätt stadgas i Kreditinstitutslagen 42 att den som har för avsikt att i ett kreditinstitut förvärva minst 10 % av aktie- eller andelskapitalet skall underrätta Finansinspektionen på förhand om förvärvet. Även här är underrättelsen ett preludium till en bedömning av förvärvarren.

Det ekonomiska incitamentet för att slippa flaggningsreglerna står att finna i en analys av motiven för upprätthållandet av flaggningsreglerna. Enligt den ursprungliga VPML:s förarbeten var det enspåriga syftet med flaggningsreglerna att ge (de övriga) aktionärerna i ett börsbolag möjligheten att förbereda sig för den prispåverkan förändringar i ägostrukturen kunde medföra.<sup>1053</sup> Numera anförts som motiv för flaggningsregler ett mera allmänt transparensmotiv som skall avslöja ägo- och maktförhållanden i bolaget.<sup>1054</sup>

Vid brott mot flaggningsplikter (eller budplikt) är i förhållande till förbudet mot kursmanipulation den första frågan således om brottet mot plikten är vilseledande på så sätt att det har ett samröre med priset på värdepapper. Frågan lyder alltså om brott mot flaggningsplikten är kurspåverkande. I den värdepappersmarknadsrätt som vilar på ett finansiellt fundament som EHM kraftigt influerat, förefaller det uppenbart att flaggningar är kurspåverkande. Dels kan flaggningar av auktoritativa investerares ökade intresse för ett värdepapper tolkas vara ett slags implicit köprekommendation. Dels bör speciellt flaggningar som närmar sig gränsen för budplikt (30 %) kunna anses signalera en viss förväntning om en *takeover* som i sin tur implicerar en förväntning om en premie som överskrider aktuell marknadskurs.<sup>1055</sup> På motsvarande sätt torde även fall där man "halar flaggan" d.v.s. tillkännager att man förminskar sitt aktieinnehav kunna anses vara kurspåverkande information.<sup>1056</sup>

Den normativa följdfrågan lyder då vilket rekvisit i förbudet mot kursmanipulation som tänkbart kunde tillämpas på brott mot flaggningsplikter. Med hänvisning till den öppna skrivningen i VPML 5:12.2 inställer sig direkt flera tänkbara kandidater. Det är enklast att inleda analysen med det beteende som kan beskrivas som en aktiv felflaggning, d.v.s. lämnandet av meddelande enligt VPML 2:9 i en situation där fog för meddelandet saknats. Till denna kategori hör både att hissa flaggan utan grund och att hala flaggan utan grund.

Så vitt jag kan se kan en sådan aktiv felflaggning tolkas vara ett annat svikligt förfaringsätt rörande värdepapper.<sup>1057</sup> Därtill kan det anses vara en annan åtgärd som ger vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepap-

<sup>1053</sup> Se RP 157/1988 s. 30.

<sup>1054</sup> Se t.ex. Finansinspektionens standard 5.2b. Se även *Karjalainen m.fl.* 2005 s. 155–156 som alldeles riktigt påpekar att flaggningsreglernas funktion på värdepappersmarknaden förändras i takt med att ägarstrukturen på värdepappersmarknaden förändras. Se även *Moalem* 2006 s. 91–106 för en analys av flaggningsplikter i dansk rätt.

<sup>1055</sup> Det finns visserligen ingen normativ skyldighet att betala en premie om ägoandelen i ett bolag når upp till budpliktsnivå och ett obligatoriskt offentligt köpeanbud läggs. Däremot följer av den ekonomiska dynamiken i *takeovers* en nästan undantagslös regel om att den investerare som genuint vill ha ett bolag prissätter sitt anbud så att det överskrider marknadspriset, d.v.s. betalar en premie.

<sup>1056</sup> Se även ovan IV.4.2.1.6.

<sup>1057</sup> Se VPML 5:12.2.1.



per.<sup>1058</sup> Dessutom finns knappast hinder för att anse det vara ett offentliggörande eller annat spridande av vilseledande information om värdepapper.<sup>1059</sup>

Den som flaggar för ett innehav som den inte har lär således kunna göra sig skyldig till kursmanipulation. Analytiskt sett påminner ett sådant beteende om en klassisk *scalping* à la *de Berenger*. Emellertid är sällan aktiva felflaggningar ett verklighetsnära problem. Både att hissa flaggan utan grund och att hala den utan grund är vilseledande och kan således utgöra kursmanipulation. Inte heller systematiskt är detta särdeles intressant.<sup>1060</sup>

Mera verklighetsnära torde i stället fall av *underlåtenhet* att flagga vara. Det är också med hänvisning till ovan presenterad ekonomisk dynamik i de fall då flaggningen lämnas ogjord som den största förtjänstpotentialen torde finnas. Denna förtjänstpotential kan stärkas genom *warehousing*. Straffrättsdogmatiskt är denna underlåtenhet av flaggningsplikt mera utmanande. Till denna kategori hör både att underlåta att hissa flaggan när det finns fog för det och att underlåta att hala flaggan när det finns fog för det.<sup>1061</sup>

Den normativa följdfrågan lyder åter vilket rekvisit i förbudet mot kursmanipulation som tänkbart kunde tillämpas på underlåtenhet att uppfylla flaggningsplikten. På grund av det värdeöppna sätt på vilket förbudet mot kursmanipulation definierats, vore det i och för sig möjligt att läsa gärningsrekvisitet (i synnerhet ”annat svikligt förfaringssätt” i VPML 5:12.2,1) som ett rekvisit som ligger mycket nära en definition av ett äkta underlåtenhetsbrott.<sup>1062</sup> Man tolkade då förbudet mot kursmanipulation även innehålla en passus som utgjorde ett sådant omissivdelikt som medförde att den gärningsman som underlåtit sin flaggningsplikt i VPML 2:9 uppvisade ett svikligt förfaringssätt. En sådan tolkning är dock endast möjlig genom en alldeles för offensiv lagtolkning. Att passivt låta bli att flagga skall inte kunna anses utgöra något förfaringssätt, eftersom ett förfarings-

<sup>1058</sup> Se VPML 5:12.2.2.

<sup>1059</sup> Se VPML 5:12.2.4. Anmärkningsvärt på denna punkt är att även det målbolag, som enligt VPML 2:10 offentliggör flaggning som målbolaget visste eller borde ha vetat att var falsk, enligt lagens ordalydelse gör sig skyldig till kursmanipulation.

<sup>1060</sup> Samtidigt är det skäl att påpeka att ett dylikt aktivt felflaggande samtidigt förefaller kunna uppfylla gärningsrekvisitet i SL 51:5 som reglerar informationsbrott gällande värdepappersmarknaden. Det normativa innehållet i förbudet preciseras nämligen i VPML och förbudet är ett sätt att straffrättsligt sanktionera vissa brott mot de informationsförpliktelser som följer av VPML, bl.a. flaggningsplikten i VPML 2:9. Jag löser inte här det rättsdogmatiska gränsdragningsproblemet om när dels kursmanipulation, dels informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden skall tillämpas på aktiva felflaggningar. Däremot kan som en kuriositet noteras att det i de respektive straffrättsliga varianterna är en skillnad i det personliga ansvarsrekvisitet, eftersom informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden kan följa av gärningar som är grovt oaktsamma medan kursmanipulation i straffrättslig variant förutsätter uppsåt.

<sup>1061</sup> Se om underlåtenhet i samband med värdepappersmarknadsbrott i Tyskland, *Wodsak* 2006 s. 20–24.

<sup>1062</sup> Se om underlåtenhetsbrott t.ex. *Frände* 2004 s. 239.

sätt nog får anses förutsätta aktivitet. Den nationella rättssystematiken förefaller inte heller ha åsyftat en sådan tolkning med tanke på att ett tydligt äkta underlåtenhetsbrott för underlåten flaggningsplikt intagits i SL 51:5. Min bedömning är därför att det saknas goda grunder för att tillämpa förbudet mot kursmanipulation på underlåten flaggningsplikt till följd av den dogmatiska konstruktion äkta underlåtenhetsbrott är.

Det kvarstår således att bedöma om ett oäkta underlåtenhetsbrott kan komma att begås av den flaggningsskyldiga som underlåter sin flaggningsplikt. Enligt SL 3:3.2 straffas underlåtenhet när gärningsmannen inte har förhindrat en brottsbeskrivningsenlig följd trots att han hade en särskild skyldighet att förhindra följden. Man skulle då resonera att den underlåtna flaggningen haft en kurspåverkan (följd), vilken den flaggningsskyldiga haft en särskild skyldighet att förhindra. Finansiell ekonomi ger stöd för tanken om att en underlåten flaggningsskyldighet har en kurspåverkan. Information påverkar värdepapperskurserna, därför påverkar också utebliven information värdepapperskurserna. Det uppstår således ett upplägg där det teoretiskt sett kunde finnas argument för att anse att en underlåten flaggningsskyldighet kunde utgöra en oäkta underlåtenhetsform av kursmanipulation.<sup>1063</sup> I praktiken är dock ovan anförda resonemang knappast försvarbart.

För det första är det faktum att lagstiftaren potentiellt skapat två överlappande förbud (kursmanipulation och informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden) inte en tillräcklig orsak för att komplicera den pragmatisk-systematiskt klara distinktion som låter sig skapas mellan kursmanipulation, som ett uttryck för aktivt, allmänt vilseledande och informationsbrott som gäller värdepappersmarknaden i äkta underlåtenhetsform, som ett uttryck för passivt, speciellt vilseledande i form av brott mot flaggningsplikter (och övriga informationsförpliktelser i VPML). För det andra skulle konstruktionen av en oäkta underlåtenhetsform i förbudet mot kursmanipulation stöta på problem i brottsbegreppets följande led: Eftersom oäkta underlåtenhetsbrott preliminärt endast existerar i oaktsam form, skulle inte den straffrättsliga varianten av kursmanipulation (som förutsätter uppsåt) äga tillämpning på kursmanipulation i oäkta underlåtenhetsform.

<sup>1063</sup> Se *Wodsak* 2006 s. 22 som i tysk rätt förefaller acceptera att kursmanipulation kan begås genom underlåtenhet i de fall där den vilseledande informationen (som alltså inte offentliggjorts på marknaden) fallit inom tillämpningsområdet för emittentens fortlöpande informationsplikt. *Wodsaks* argumentation för ställningstagandet är mycket knapp, men synes ta fasta på den tyska lagens (WpHG) förarbeten som enligt *Wodsak* exemplifierar kursmanipulation med ett händelseförlopp där emittenten underlåtit att offentliggöra relevant information. Jag har inte kunnat finna stöd för *Wodsaks* argumentation i övrig tysk litteratur. Utan att ta ställning till tolkningen av tyska Grundgesetz 103:2 (som reglerar legalitetsprincipen) kan dock anföras att *Wodsak* inte relaterat sin tolkningsrekommendation till den tolkningsstyrande effekt legalitetsprincipen får förmodas ha i tysk rätt då man tolkar ordet *Handlung* som beskriver det beteende som *Wodsak* menar att en underlåtenhet kunde uppfylla.



Då skulle visserligen det förvaltningsrättsliga spåret med ett lägre krav på personligt ansvarsrekvisit kvarstå. Eftersom dock det oäkta underlåtenhetsbrottets konstitutiva element endast förekommer i SL 3:3.2 och således presumtivt får anses gälla endast (underlåtenhets)brott i strafflagens bemärkelse, fanns fog för att påstå att en oäkta underlåtenhetsbrottsform inte alls kunde uppstå inom ramen för det förvaltningsrättsliga spår av förbudet mot kursmanipulation där ett lägre personligt ansvarsrekvisit än uppsåt fanns tillämpligt. Slutsatsen blir således att det inte är ändamålsenligt att komplicera rättsläget med att försöka tillämpa förbudet mot kursmanipulation på underlåten flaggningsplikt. Istället kan det äkta underlåtenhetsbrottet i SL 51:5 med sannolik framgång tillgripas.

Rättspraxis gällande *parking* och *warehousing* är obefintlig i de undersökta länderna.

#### 4.2.2.4.3 *Marking the close*

Med *marking the close* avses ett handelsmönster där manipulatören försöker fastställa handelsdagens avslutskurs genom en transaktion i slutet av handelsdagen.<sup>1064</sup> Mönstret benämns ofta mera beskrivande *trading at the end of the day*.<sup>1065</sup> Att transaktioner strax innan handelsdagen slutar givetvis inte kategoriskt är förbjudna förefaller självklart. Därmed accentueras det analytiska problemet i *marking the close*. Till mönstret hör således ofta ett element av *cross market-manipulation* där målet med markeringen i slutet av dagen är att påverka något annat värdepapper än det handlade värdepapperet men där det handlade värdepapperets avslutskurs fungerar som referenskurs.<sup>1066</sup> Rättspraxis där handelsmönstret kan kategoriseras som *marking the close* hör till ovanligheterna, men tyska BaFin rapporterar i sin årsberättelse från år 2003 om ett fall.

I fallet hade två mäklare genom handelsaktivitet i slutet av handelsdagen fått aktiekursen för ett värdepapper som fungerade som referenskurs för ett derivatinstrument att underskrida en kritisk spärrnivå. Då den underliggande ak-

<sup>1064</sup> Se Werlauff *m.fl.* 2006 s. 416. Detta kallas på danska för en *lukkebamse*. Se Papachristou 2006 s. 67–68. Se Schönhöft 2006 s. 98 där författaren talar om *making the close*. Se Arlt 2004 s. 89.

<sup>1065</sup> Se Avgouleas 2005 s. 137. Se Ferrarini 2004 s. 727. Se Fischel – Ross 1991 s. 520.

<sup>1066</sup> Se Schröder 2007 s. 183. Se Werlauff *m.fl.* 2006 s. 417. Se af Sandeberg 2003 s. 883–884. Se definitionsdirektivet artikel 4 (g): ”handelsorder som ges och transaktioner som utförs vid eller i närheten av en särskild tidpunkt när referenspriser, avräkningspriser och värderingar beräknas och som leder till prisförändringar som har inverkan på dessa priser och värderingar”. Se även CESR/04-505b s. 11: ”*Marking the close. This practice involves deliberately buying or selling securities or derivatives contracts at the close of the market in an effort to alter the closing price of the security or derivatives contract. This practice may take place on any individual trading day but is particularly associated with dates such as future/option expiry dates or quarterly/annual portfolio or index reference/valuation points.*”

tien underskred den kritiska nivån förföll derivatinstrumentet, som innehöll en knockout klausul som aktualiserades då spärrnivån underskreds.<sup>1067</sup>

I Sverige har börsens disciplinnämnd nyligen hanterat ett fall som har tydliga drag av ett *marking the close*-beteende.<sup>1068</sup>

Den 30 december 2008 (årets sista handelsdag) genomförde Kaupthing – mellan kl. 17:11 och 17:17 – avslut avseende sammanlagt 2 100 aktier i eWork Scandinavia AB, ett bolag vars aktier handlas på First North. Avsluten ledde till att kursen för aktien steg från SEK 19 till SEK 24,80, d.v.s. en kursavvikelse med cirka 30 procent. Inga ytterligare avslut ägde rum varför SEK 24,80 blev årets slutkurs. Av det inspelade samtalet som föregick avsluten mellan bankens kund och mäklaren, framgår att kunden önskade ”lyfta kursen” samt att han helst skulle vilja ha upp den till SEK 27,40. Disciplinnämnden ansåg att mäklaren och därmed även Kaupthing överträtt NMR punkt 4.6.1 på ett sätt som inte kan anses ringa eller ursäktligt. Disciplinnämnden ålade Kaupthing Bank Sverige AB att betala ett vite om SEK 400 000 och meddelade mäklaren en varning.<sup>1069</sup>

Förutom att finansiella instrument kan vara knutna till ett underliggande värdepapper som kan manipuleras genom *marking the close* förekommer även att underliggande värdepappers slutkurser fungerar som referenskurser för t.ex. utbetalningar av bonus till förmögenhetsförvaltare. Detta möjliggör ett incitament till *marking the close* för att toppa värdet på referenskorgen för personlig bonus vid den tidpunkt (t.ex. månadens slut) då bonusen beräknas.<sup>1070</sup>

Eftersom den analytiska bedömningen av *marking the close* i just *cross market*-kontext blir kraftigt beroende av incitamentet d.v.s. manipulatorens syfte är det uppenbart ett uppsåtsfrågan blir avgörande för vilka stora transaktioner i slutet av handelsdagen som skall anses vara manipulativa och vilka som inte

<sup>1067</sup> Se *Jahresbericht der BaFin* 2003 s. 188. Se även *Schröder* 2007 s. 184.

<sup>1068</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2009:2, givet 6.4.2009.

<sup>1069</sup> För övrigt ansåg disciplinnämnden sig inte på basis av den föreliggande utredningen kunna uttala att kunden hade uppsåt att otillbörligt påverka prisbildningen. Disciplinnämndens uttalande får nog betraktas vara lite väl försiktigt. Disciplinnämnden noterade nämligen samtidigt att ”För börsen är det vidare genom det inspelade samtalet uppenbart att kundens avsikt med köpen under de sista minuterna på årets sista börsdag var att få upp kursen till en nivå som avsevärt översteg gällande marknadspris. Avsluten kom därmed att påverka prisbildningen i handelssystemet på ett otillbörligt sätt [...]”.

<sup>1070</sup> Det är självfallet enkelt att eliminera detta incitament till uppblåsning av värdet för instrument som ingår i bonuskalkylen genom att knyta beräkningen av referensvärdet till en längre tidsram än ett ögonblick (slutkursen dagen x). Denna metod kan också användas i beräkningen av finansiella derivatinstruments värde. *af Sandeberg* 2002 s. 147 rapporterar om att Stockholmsbörsen infört ett s.k. *call*-system för att förhindra denna typ av ögonblicksmarkering i kursutvecklingen. Till följd av *call*-systemet fastställs slutpriset på handelsdagen som ett medelvärde av handelsaktiviteten under en längre tid, t.ex. den sista handelstimmen.

skall anses vara det. Det är fortsättningsvis inget tvivel om att ett objektvt, kategoriskt förbud mot att genomföra stora transaktioner under slutet av handelsdagen inte existerar i nuvarande lagstiftning och inte heller bör existera i den reglering på värdepappersmarknader som eftersträvar att borge för en effektiv värdepappersmarknad.

## 5 Gestaltning av deliktet vid marknadskraftsbaserad manipulation

### 5.1 INLEDNING

Det är i denna avhandling, som tolkar och systematiserar förbudet mot kursmanipulation, essentiellt att separera två huvudtyper av kursmanipulation: Kursmanipulation består därför av de anledningar som ovan framförts dels av informationsbaserad kursmanipulation, dels av marknadskraftsbaserad kursmanipulation.

Detta kapitel behandlar marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Precis som vid behandlingen av informationsbaserad kursmanipulation (ovan) skall i detta kapitel gestaltas de bedömningskriterier som bör beaktas då marknadskraftsbaserad kursmanipulation tolkas. Efter denna teoretiska analys skall i det därpå följande kapitlet konkreta typfallssituationer av marknadskraftsbaserad kursmanipulation presenteras och analyseras för att på detta sätt tolka och systematisera förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation.

Precis som vid informationsbaserad kursmanipulation är gärningsrekvisitetet vid marknadskraftsbaserad kursmanipulation obestämt eller värdeöppet. Detta medför samma betänkligheter som påpekats vid analysen av informationsbaserad kursmanipulation. Således bör åter en teoretisk analys av deliktet utföras för att gestalta en systematiskt försvarbar tolkning av vissa nyckelled i förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation. *Det gäller här främst att göra upp om hur man normativt skall hantera fastlåandet av en värdepapperskurs vid en onormal eller konstlad nivå.* Målet är att sälla fram rättsdogmatiska bedömningskriterier genom vilka man lyhörd för kontext förmår förankra tolkningen av det värdeöppna rekvisitetet vid bedömningskriterier som ökar rättssäkerheten och förutsägbarheten vid lagtolkningen.

Tillvägagångssättet i detta kapitel är följande: Jag problematiserar först lagstiftarens uttryckssätt i förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Jag noterar det problematiska förhållande som uppstår mellan det empiriska och det normativa perspektivet till följd av att den normativa definitionen av marknadskraftsbaserad kursmanipulation preliminärt gjorts högberoende av synen på när en värdepapperskurs är på en nivå som är onormal eller konstlad. Jag etablerar därefter systematiska stödkriterier – bedömningskriterier – som jag lägger till grund för den rättsdogmatik genom vilken ovan identifierade problem kan gestaltas. Slutligen övergår jag till att tillämpa den teoretiska analysen för att kon-

kret tolka och systematisera förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation.

## 5.2 PROBLEMATISERING AV FÖRBUDET MOT MARKNADSKRAFTSBASERAD KURSMANIPULATION

### 5.2.1 Omfattningen av förbudet

Marknadskraftsbaserad kursmanipulation genomförs enligt lagstiftningen genom att någon låser fast<sup>1071</sup> ett värdepappers pris vid en nivå som är onormal eller konstlad.

VPML 5:12.2,3 lyder i tillämpliga delar ”Med kursmanipulation avses [...] (3) affärstransaktioner och andra åtgärder genom vilka en person eller flera i samarbete låser fast priset på värdepapper [...] vid en onormal eller konstlad nivå”.

Denna del av kursmanipulationsförbudet avviker således systematiskt från den tidigare presenterade varianten – informationsbaserad kursmanipulation. I informationsbaserad kursmanipulation utgjorde uttryckligen den vilseledande informationen det kritiska elementet i kursmanipulationsformen. Vid förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation existerar inget krav på att någon information skall vara vilseledande.<sup>1072</sup> Istället är det kritiska elementet i denna kursmanipulationsform att manipulatören låser fast ett värdepappers kurs vid en nivå som är onormal eller konstlad.<sup>1073</sup>

<sup>1071</sup> Rent språkligt vore det möjligt att kritisera lagstiftarens ordval att *låsa fast*. Min preliminära bedömning är att det som är låst *per se* även är fast, varför ordet *fast* inte tillför satsen något mervärde utan skapar en tautologi. Detta talar för att ordet *fast* kunde strykas. Ordvalet är emellertid inte det väsentliga på denna punkt. Så som nedan skall konstateras är det betydligt väsentligare att tolka när värdepapperskursen bör anses uppfylla det stadium som lagstiftaren valt att beskriva som *fastlåst*.

<sup>1072</sup> På grund av förbudets värdeöppna skrivning kunde någon nu invända att de andra åtgärder som lagstiftaren i tillägg till affärstransaktioner anser kunna uppfylla definitionen av kursmanipulation i VPML 5:12.2,3 i och för sig kunde tillämpas även på vilseledande information. Jag anser dock att en sådan tolkning för alldeles för långt. Eftersom övriga punkter av förbudet uttryckligen tar fasta på vilseledande information och dessutom omfattar en mycket öppen definition av själva gärnings-sätten, vore en så omfattande tolkning av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation inte systematiskt försvarbar. Alla punkter av förbudet kan inte samtidigt förbjuda alla former av kursmanipulation.

<sup>1073</sup> Se även *Lau Hansen* 2004 s. 205 för slutsatsen att marknadskraftsbaserad kursmanipulation vilar på en annan regleringsfilosofisk tanke än informationsbaserad kursmanipulation. Se även *Lau*

Den legaldefinition som uppställts för att definiera förbudet mot marknads-kraftsbaserad kursmanipulation förefaller lexikaliskt läst vara nästan hopplöst omfattande. Förbudet läst helt dekontextualiserat ger vid handen att två krav bör uppfyllas för att ett brott mot gärningsrekvisitet i marknadskraftsbaserad kursmanipulation skall kunna konstateras. Det är följaktligen för det första förbjudet att låsa fast värdepapperskursen. Detta första krav är en nödvändig men inte tillräcklig förutsättning för att uppfylla gärningsrekvisitet. Således förutsätts för det andra att fastlåsnings av värdepapperskursen sker vid en viss oacceptabel nivå. Lagstiftaren har definierat den oacceptabla nivån genom att fastslå att nivån inte får vara onormal eller konstlad.

Ovan har konstaterats att prisbildningen på värdepappersmarknaden (som följaktligen utgör värdepapperskursen) är kontinuerlig och att transaktioner i värdepapper har en nyckelroll i att upprätthålla värdepappersmarknadens prisbildning och därmed värdepappersmarknadens funktion och effektivitet. Utgångspunkten på värdepappersmarknaden är därför att transaktioner bör (få) utföras.<sup>1074</sup> Emellertid – och detta gör upplägget problematiskt – är transaktioner i värdepapper marknadskursmässigt *reflexiva*. Detta betyder att varje transaktion i varje värdepapper blir iakttagbar på värdepappersmarknaden. Varje transaktion i varje värdepapper påverkar således samma värdepappers kurs på samma värdepappersmarknad.

Av denna reflexivitet följer att varje värdepapperstransaktion teoretiskt sett har potential att uppfylla bägge krav som ingår i gärningsrekvisitet i marknads-kraftsbaserad kursmanipulation. Varje värdepapperstransaktion kan således i princip *låsa fast priset* på ett värdepapper vid *en nivå som är onormal eller konstlad*.<sup>1075</sup>

---

Hansen 2003 s. 92–93. Se även *Avgouleas* 2005 s. 149–150. I övrigt kan konstateras att den tyska litteraturen om förbudet mot (marknadskraftsbaserad) kursmanipulation är förhållandevis otidlig vad gäller distinktionen mellan de systematiska formerna. Se t.ex. *Schröder* 2007 s. 183. Jfr dock *Papachristou* 2004 s. 73 som visserligen noterar skillnaden men får betecknas låta bli att löpa linan ut. I amerikansk federal börsrätt är däremot skillnaden mellan de två systematiska formerna rätt allmänt erkänd. Jag återkommer till den amerikanska federala börsrättens marknadskraftsbaserade kursmanipulationsdefinition.

<sup>1074</sup> Som tidigare konstaterats bidrar även transaktioner till marknadseffektivitet, bl.a. genom att öka likviditeten. Det övergripande syftet med ett förbud mot marknadsmissbruk och därmed även förbudet mot kursmanipulation får anses vara att upprätthålla en effektiv värdepappersmarknad.

<sup>1075</sup> Det är uppenbart att påståendet är provocerande. I praktiken torde dock följande huvudregel kunna uppställas. Ju större och flera transaktioner det är frågan om i förhållande till likviditeten i det värdepapper i vilket transaktionerna genomförs, desto sannolikare blir påståendet om att ifrågavarande transaktioner låste kursen vid just den nivå på vilken transaktionerna genomfördes. Det första kriteriet är då uppfyllt och bedömningen förflyttas till kriterium nummer två, d.v.s. frågan om när värdepapperskurser är onormala eller konstlade. Den senare frågan får betraktas vara väldigt svår att avgöra, inte minst om rättssäkerhet eftersträvas.

Detta teoretiska utgångsläge gör gällande att det bör uppställas en dogmatik genom vilken man gestaltar bedömningskriterier för förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Gestaltningen är av nöden för att skapa en tolkningslära som förmår *inskränka* det lexikaliskt läst nästan hopplöst omfattande rekvisitet. Gestaltningen är av nöden för att kontextualisera det omfattande rekvisitet och därmed möjliggöra rekvisitets optimala tillämpning i den värdepappersmarknadsmiljö där rekvisitet förväntas fungera. Endast till följd av gestaltningen av bedömningskriterier blir det möjligt att tillämpa förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation utan att förbudet *hämmar* värdepappersmarknadens funktion.

### 5.2.2 Värdepapperets kurs och marknadskraftsbaserad kursmanipulation

Skrivningen av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation uppvisar som sagt ett annat förhållande till utomjuridisk kunskap om kurspåverkan än det förhållande som ovan identifierats och analyserats i samband med informationsbaserad kursmanipulation. Förhållandet är dels annorlunda för att förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulationen inte har en uppenbar relation till empirisk kunskap om (den vilseledande) *informationens* kurspåverkan. Förhållandet är dels annorlunda för att förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulationen har en mycket uppenbar relation till empirisk kunskap om den påverkade kursen i form av rådande *kursnivå*. I marknadskraftsbaserad kursmanipulation är det således irrelevant att veta vad/vilken information som påverkar värdepapperskursen, däremot är det i högsta grad relevant att veta om värdepapperskursen – prisnivå – är påverkad eller inte.

Om man antar att det första ledet i förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation – att låsa fast kursen – uppfyllts, är det i andra led avgörande att bedöma om nivån vid vilken kursen låsts fast skall anses vara onormal eller konstlad. Detta krav på bedömning framkallar den systematiskt annorlunda relationen till utomjuridisk kunskap i denna systematiskt annorlunda form av kursmanipulation som den marknadskraftsbaserade varianten är jämförd med den tidigare analyserade informationsbaserade kursmanipulationen.

Så vitt jag kan se finns det ingenting i lagstiftningen som tyder på något annat än att bedömningen av vilken prisnivå som är onormal eller konstlad bör utföras mot en empirisk uppfattning av vilken prisnivå som är onormal eller konstlad.<sup>1076</sup>

<sup>1076</sup> Lagstiftningen och dess förarbeten RP 137/2004 s. 72 är på denna punkt intetsägande. Förarbetena utvecklar inte tankegången bakom förbudet på något annat sätt än genom att återge det som stadgats i marknadsmissbruksdirektivet och dess underdirektiv (utan att dock anföra den systematiska skillnad som råder mellan de två olika manipulationsformerna): ”I direktivet om marknads-



Logiskt sett förutsätter förstås detta kunskap om när prisnivån är normal eller okonstlad.<sup>1077</sup> Teoretiskt sett skapar detta en mycket stor utmaning för den som ändamålsenligt vill kombinera de två divergerande kunskapsperspektiv som finansiell ekonomi och rättsdogmatik uppvisar. Kombinationsalternativen vid assimilationen är följande: Antingen gör domaren bedömningen av det onormala eller konstlade utan att befatta sig med utomjuridisk kunskap, eller så gör domaren bedömningen av den onormala eller konstlade genom att befatta sig med utomjuridisk kunskap. Dessa kombinationsalternativ leder till följande ytterlighetsexempel: I det förra fallet (utan att befatta sig med utomjuridisk kunskap) dekontextualiseras per definition den rättsdogmatiska bedömningen helt och hållet från sin empiriska kontext (även kallad verkligheten). I det senare fallet (genom att befatta sig med utomjuridisk kunskap) är risken uppenbar för att den rättsdogmatiska bedömningen överkontextualiseras, d.v.s. görs helt beroende av empirisk kunskap om vad värdepapperskursen (som nu påståtts ha blivit manipulerad) *normalt eller okonstlat borde ha varit* om inte den påstådda manipulationen ägt rum.<sup>1078</sup>

Ovan anförda leder till att marknadskraftsbaserad kursmanipulation är ett synnerligen problematiskt förbud om inte en gestaltning utförs för att uppställa

---

missbruk ges exempel på huvuddefinitioner av kursmanipulation. Som exempel nämns att en person, eller flera personer i samarbete, verkar för att skapa sig en dominerande ställning när det gäller utbud eller efterfrågan på ett finansiellt instrument, och detta får till följd, direkt eller indirekt, att inköps- eller försäljningspriser fixeras eller andra oskäligen transaktionsvillkor skapas. I praktiken kan det då vara fråga om t.ex. manipulation i anslutning till värdepappers likviditet, där gärningsmannen genom att utnyttja sin dominerande marknadsställning påverkar efterfrågan eller utbudet på värdepapper.” Ovan citerade exemplifiering är både diffus och omfattande.

<sup>1077</sup> Det kan noteras att det dessutom egentligen alltid rör sig om ett behov av att kunna klassificera en *kontrafaktisk* kurs som normal eller okonstlad. Eftersom den värdepapperskurs som påstås ha blivit manipulerad är faktisk och påstås vara onormal eller konstlad, måste logiskt sett bedömare fastslå att den kontrafaktiska värdepapperskurs som inte blivit manipulerad hade varit normal eller okonstlad. Först därefter kan *ceteris paribus* fastslås att manipulationen – inte någonting annat som påverkar värdepapperskurser – gjorde att värdepapperskursen *faktiskt kom att vara onormal eller konstlad*.

<sup>1078</sup> Denna senare form av starkt beroendeskop av utomjuridisk kunskap vid bedömningen av marknadskraftsbaserad kursmanipulation förefaller vara starkt företrädd i amerikansk doktrin. Se *Williams* 1995 s. 135–161 som presenterar sofistikerade ekonomiska modeller för hur man bör fastställa när en prisnivå är artificiell. Se *Hieronymus* 1977 s. 50 som ännu starkare förefaller betona konkreta marknadsmässiga omständigheter, d.v.s. en kontextualisering av bedömningarna. Se vidare även *Pirrong* 1993 s. 335–369 för en sofistikerad ekonomisk analys av manipulation på derivatmarknaden. *Pirrong* drar även slutsatser om gärningsmiljön, d.v.s. om i vilka situationer en manipulation är ekonomiskt lönsam för manipulatorerna. Se även *Pirrong* 1994 s. 945 för en dogmatisk applikation av den tidigare ekonomiska utredningen, där bl.a. historisk prisutveckling påverkar bedömningen av vad som är artificiellt eller inte. Se även *Kozinn* 2000 s. 269. Jfr dock framför allt *Perdue* 1987 s. 347 som argumenterar för en intentionsbaserad analys av marknadskraftsbaserad kursmanipulation inom ramen för ett s.k. *but-for-test*. Se vidare även *R. Friedman* 1990 s. 38.

dogmatiska bedömningskriterier. Utan gestaltningen och utan bedömningskriterierna är nämligen risken uppenbar för att förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation rättsdogmatiskt antingen kommer att tolkas *för dekontextualiserat*. Detta innebär att rättsdogmatiken etablerar en egen och från marknaden fränkopplad syn på när värdepapperskurser är (o)normala eller (o)konstlade. I ett sådant fall är sannolikheten stor för att den rättsdogmatiska tolkningen inte är optimal med tanke på marknadens effektivitet.<sup>1079</sup> Eller så är det möjligt (utan gestaltningen och utan bedömningskriterierna) att förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation rättsdogmatiskt kommer att tolkas *för kontextualiserat*. Detta innebär att rättsdogmatiken inte etablerar en egen syn på när värdepapperskurser är (o)normala eller (o)konstlade. Istället väljs alternativet och rättsdogmatiken görs beroende av utomjuridiska bedömningar av när värdepapperskurser är onormala eller konstlade. Det är då möjligt (och rent av sannolikt) att rättsdogmatikens bedömning inte längre är rättsdogmatikens bedömning utan en bedömning som utförs av empirister i den positiva miljö marknaden och dess normala och okonstlade kursnivåer utgör. Förutom de metodologiska problem som kan uppstå då de divergerande kunskapsperspektiven kombineras och som jag ovan påpekat och försökt hantera, leder en sådan överkontextualisering *de facto* till att bedömningen av vad som är straffbart eller inte utlokaliseras hos empiristen. Då förflyttas den dömande makten från domaren till ekonomen. En sådan utveckling kan inte förordas. Speciellt inte med tanke på hur irrationellt värdepappersmarknaden och dess kurser ibland förefaller kunna bete sig.

Ovan anförda problematisering av det värdeöppna gärningsrekvisitet i marknadskraftsbaserad kursmanipulation gör gällande att den teoretiska rättsdogmatiken måste tillställa domaren en operationaliserad modell för hur förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation i VPML 5:12.2,3 bör gestaltas. Endast genom denna modell är det möjligt att bryta ut bedömningskriterier som är tillräckligt kontextualiserade för att inte vara lösgjorda från verkligheten utan att för den skull vara förslavande (överkontextualiserade) under verkligheten. Endast därigenom uppnås en tolkningsrekommendation som bevarar den avgörande balansen mellan rättssäkerhet och marknadseffektivitet.<sup>1080</sup>

<sup>1079</sup> Det är dels möjligt att den rättsdogmatiska tolkningen blir för offensiv, och då blir marknaden ineffektiv för att förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation (offensivt och dekontextualiserat tolkat) överreglerar marknaden. Det är dels möjligt att den rättsdogmatiska tolkningen blir för defensiv, och då tillämpas aldrig förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation för att rättsdogmatiken aldrig anser att förbudsrekvisitets senare led uppfylls eftersom man aldrig kan vara säker på att onormal eller konstlad kursnivå föreligger.

<sup>1080</sup> Framför allt amerikansk litteratur betonar förståelsen av själva marknaden som en nyckelkomponent i en dogmatisk analys av marknadskraftsmanipulation. Se framför allt *Williams* 1995 som får anses ägna hela sin monografi åt att öka förståelsen för derivathandel och marknadsmekanismer på silvermarknaden på vilken bröderna *Hunt* utförde sina manipulationer. Det är skäl att notera att *Williams* själv medverkade som expervittne om just derivatmarknaden i rättegången *Minpeco vs*

### 5.3 GESTALTNINGSMODELL

Operationaliseringen av det värdeöppna gärningsrekvisitet i marknadskraftsbaserad kursmanipulation sker enligt mitt förmenande genom att introducera två stödbegrepp för att hantera de bedömningar som bör utföras enligt gärningsrekvisitet i förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Eftersom de rättsdogmatiska rötterna i förbudet här anses vara förbudet mot tvång och det klandervärda elementet i förbudet är utnyttjandet av den tvingade partens utsatta ställning, är det uttryckligen marknadskraft manipulatorens eftersträvar och utnyttjar.<sup>1081</sup> Marknadskraften utgör det analytiskt sett kritiska elementet som måste operationaliseras för att förmå gestalta relevanta bedömningskriterier.

Den som har denna marknadskraft kan beskrivas ha *kurskontroll*. Endast den som har marknadskraft kan utföra marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Detta görs genom att otillbörligen tvinga övriga marknadsparter att genomföra transaktioner till manipulerade och kontrollerade (pris)villkor vilka åstadkommit av manipulatorens genom att värdepapperskursen låsts vid en nivå som är onormal eller konstlad. Den första frågan är därför: *När bör kurskontroll bedömas ha uppstått?* Frågan besvaras nedan i 5.3.2.

Svaret på frågan när kurskontroll bör bedömas ha uppstått är emellertid beroende av en motiverad syn på hur kurskontroll definieras. För denna definition är det avgörande att definiera det område inom vilket den erforderliga kontrollen bör uppstå. Frågan om kurskontroll är därmed en fråga om i förhållande till vad kontrollen bör uppstå för att en värdepapperskurs skall kunna anses kontrollerad. Svaret på frågan är det funktionalistiskt definierade relevanta område inom vilket manipulationen är verksam. Konkret måste alltså den *relevanta marknaden* på vilken kurskontrollen senare uppkommer bestämmas. Detta andra stödkriterium måste dessutom fastställas med ett systematiskt företräde i förhållande till kurskontroll. Den andra frågan, som dock besvaras först (5.3.1) är därför: *Hur bör den relevanta marknad på vilken kurskontroll utövas bestämmas?*<sup>1082</sup>

---

*Hunt.* Se vidare *Kozinn* 2000 s. 246 som betonar vikten av förståelsen för gärningsmiljön för definitionen av marknadskraftsmanipulation. Se *Hieronymus* 1977 s. 47–50 som betonar analysen av marknaden för den underliggande egendomen för förståelsen för marknadskraftsmanipulation. Se även *Perdue* 1987 s. 345.

<sup>1081</sup> Denna tanke kan även iaktas i förarbetena i RP 137/2004 s. 72, där ordet dominans nämns (utan att dock definieras).

<sup>1082</sup> Den naturliga juridiska parallellen är således det analytiska släktskap som marknadskraftsbaserad kursmanipulation uppvisar med konkurrensrättens dominans över marknaden. Precis som inom konkurrensrätten förefaller därmed definitionen av vilken den *relevanta marknaden* är att bli helt avgörande för när en marknadsaktör kan anses vara så dominerande att kurskontroll som möjliggör ett beteende där värdepapperskursen låses fast vid en konstlad nivå uppstår.

### 5.3.1 Relevant marknad – funktionalistisk definition

#### 5.3.1.1 Omfattande användningsfunktion som utgångspunkt

Det är en utmanande uppgift att utveckla en fungerande dogmatik för bestämningen av hur relevanta marknader bör definieras i relation till marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Speciellt konkurrensrätten har dock långa anor vad gäller att utveckla en dogmatik för definitionen av en relevant marknad.<sup>1083</sup> Preliminärt kan motsvarande tankegångar tillämpas inom värdepappersmarknadsrätten.

Utgångspunkten vid fastställande av en relevant marknad inom konkurrensrätten är bedömningen av vilka objekt som potentiellt kan ersätta de objekt som analyseras.<sup>1084</sup> Objekt mellan vilka substitution är möjlig anses alla tillhöra samma relevanta marknad.<sup>1085</sup> Substitutionen undersöks genom en ekonomisk analysmetod där elasticiteten i utbudet och efterfrågan definierar de yttersta gränserna för tänkbar substitution. Dessa gränser utgör gränserna för den relevanta marknaden. Substitutionstestet får anses ta fasta på en funktionalistisk definition av marknaden. Substitution mellan objekt är alltså möjlig när deras *användningsfunktioner* är tillräckligt motsvarande varandra, medan substitution inte är möjlig mellan objekt när deras användningsfunktioner avviker från varandra.<sup>1086</sup>

Tanken om att samtliga objekt som fyller samma användningsfunktion anses tillhöra samma relevanta marknad är således den givna utgångspunkten vid definitionen av relevant marknad även i en värdepappersmarknadsrättslig kontext.

<sup>1083</sup> Konkurrensrätten erkänner ofta just definitionen av den relevanta marknaden som den största utmaningen för den konkurrensrättsliga dogmatiken. I EG-rättslig konkurrensrätt spelar definitionen en nyckelroll både under artikel 81 och artikel 82 i EG-fördraget. Se *Whish* 2009 s. 25. Se *Korah* 2007 s. 10–13. Se *Monti* 2007 s. 79–87. Se *Jones – Sufrin* 2008 s. 58–91. I samband med diskussionen om den relevanta marknaden hänvisas ofta till *Landes – Posner* 1981 s. 937–996, som utvecklat en definition av relevant marknad för amerikansk *antitrust law*.

<sup>1084</sup> Substitutionen mellan objekten utgör utgångspunkten för den konkurrensrättsliga analysen. I praktisk konkurrensrätt omfattas numera oftast det så kallan SSNIP-testet, som mäter hur konsumenter reagerar på *small but significant non-transitory increase in price*. Se t.ex. *Whish* 2009 s. 30, se *Korah* 2007 s. 107, se *Jones – Sufrin* 2008 s. 66.

<sup>1085</sup> Se *Whish* 2009 s. 29: "Conceptually, the idea that a relevant market consists of goods or services that are interchangeable with one another is simple enough. In practice, however, the measurement of interchangeability can give rise to considerable problems for a variety of reasons [...] It is often the case therefore that market definition is extremely difficult."

<sup>1086</sup> Se *Whish* 2009 s. 28–37, se *Korah* 2007 s. 106–107, se *Monti* 2007 s. 135–139. Det är kanske skäl att påpeka att det är möjligt (och ofta även nyttigt) att anlägga mera differentierade perspektiv än ovan på objektets funktionalistiska karakteristik om syftet är att utnyttja denna karakteristik i en operationaliserad dogmatik. Här är dock syftet att presentera den intellektuella referensram, som – mot bakgrund av den ekonomiska substitutionstanken – uppställer de yttersta ramarna för den relevanta marknaden. I denna referensram uppfattar jag användningsändamålet som ett omfattande begrepp som operationaliserar just ekonomisk substitution.

Problemet i en värdepappersmarknadsrättslig kontext är dock att den funktionalistiskt präglade marknadsdefinitionen kan komma att bli ofantligt omfattande. Ifall värdepappers primära användningsfunktion förstås vara att generera sin ägare förtjänster, är det t.ex. tänkbart att samtliga värdepapper anses vara varandras substitut. Då uppstår en ofantligt omfattande relevant värdepappersmarknad.<sup>1087</sup>

Stöd för tanken om en mycket omfattande relevant värdepappersmarknad ger empirisk forskning inom finansiell ekonomi.<sup>1088</sup> En ofta anförd tanke i anslutning till effektiva värdepappersmarknader gör gällande att just de omfattande substitutionsmöjligheterna på moderna värdepappersmarknader borgar för att marknaden effektivt förmår prissätta objekten – värdepapperen.<sup>1089</sup> Möjligheten till effektiv substitution möjliggör nämligen att irrationellt prissatta objekt kan förvärvas eller försälgas (vara föremål för värdepapperstransaktioner) till idiosynkratiskt riskfördelaktiga priser. På grund av värdepapperstransaktioners (förvärv eller försäljningar) reflexiva natur bidrar just dessa omfattande substitutionsmöjligheter till att säkerställa att prisnivån på objekten – värdepapperskursen – på effektiva värdepappersmarknader drivs mot ekvilibrium av de rationella investerare som utnyttjar de idiosynkratiskt riskfördelaktiga transaktionsmöjligheter den omfattande substitutionen möjliggör.<sup>1090</sup> Accepteras denna syn på omfattande substitutionsmöjligheter på sofistikerade värdepappersmarknader leder detta till att den relevanta marknaden presumtivt kan anses vara mycket omfattande.<sup>1091</sup> Accepteras en så omfattande definition av relevant marknad reduceras

<sup>1087</sup> Det finns inte heller något intellektuellt hinder från att anse att värdepapper och övriga investeringsformer, t.ex. bankdepositioner, även härmed skulle tillhöra samma relevanta marknad. Detta skulle expandera den relevanta marknadsdefinitionen ytterligare. Jag är dock mån om att påpeka att en så omfattande marknadsdefinition knappast skulle uppfattas vara ändamålsenlig inom konkurrensrätten. I detta sammanhang är dock syftet endast att gestalta en modell för deliktet i marknadskraftsbaserad kursmanipulation, för vilket syfte den konkurrensrättsliga ändamålsenlighetsbedömningen är av ett sekundärt intresse.

<sup>1088</sup> Se II.3.

<sup>1089</sup> Enligt teorin om effektiva kapitalmarknader (EMH) är substitution på värdepappersmarknaden i det närmaste fullständig. Se *Scholes* 1972 s. 179–211 som undersökte substitutionshypotesen på värdepappersmarknaden i USA vid försäljning av stora block av aktier. Den utbudsökning blockförsäljningar innebar saknade kurspåverkan, eftersom effektiv substitution gjort priselasticiteten fullständig.

<sup>1090</sup> Inom finansiell ekonomi spelar det effektiva arbitraget den marknadskorrigerande roll som utnyttjar de omfattande substitutionsmöjligheterna på den relevanta marknaden. Se t.ex. *Grossman – Stiglitz* 1980 s. 393–395. Se *Shiller* 2001 s. 173–175. Jfr dock *Shleifer* 2000 s. 89–112 som ifrågasätter arbitragets roll på värdepappersmarknaden.

<sup>1091</sup> Det går självfallet att konstruera praktiska situationer som inskränker den omfattande substitutionstanke som ovan utvecklats. Det är till exempel möjligt att argumentera för att aktier kan ha andra funktioner än den omfattande funktion – att generera vinst – som ovan utnyttjas. Man kunde då påstå att vissa aktier ägs för att en andel i bolaget har en strategisk funktion att fylla. Förutsatt att andra aktier som medför en ägoandel i bolag med motsvarande verksamhet inte finns tillgäng-

följaktligen samtidigt möjligheterna för marknadsaktörer att genomföra marknadskraftsbaserad kursmanipulation. I praktiken har det således även anförts att förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation är väldigt svårt att bryta mot på värdepappersmarknaden genom köp- eller säljtransaktioner, eftersom det är extremt resurskrävande att uppnå kurskontroll på en så omfattande relevant marknad.<sup>1092</sup>

Jag ser denna kontextualiserade utgångspunkt gällande definitionen av relevant marknad som en förklaring till att marknadskraftsbaserad kursmanipulation, så vitt jag vet, inte har förekommit på de aktiemarknader i de länder denna avhandling befattar sig med.

### 5.3.1.2 Begränsningar av marknadsdefinitionen i objektled

Den omfattande användningsfunktionen för värdepapper kan emellertid ibland vara begränsad. Så är fallet då objektets användningsändamål inskränkts. Praktiskt sett uppstår en sådan situation på värdepappersmarknaden t.ex. till följd av *short selling*.<sup>1093</sup> Den säljare som till följd av *short selling* tar på sig en obligation att leverera just de värdepapper han sålt har försatt sig i en position på marknaden där objektets användningsändamål inte längre är näst intill oändligt omfattande. I stället är användningsändamålet begränsat så att inte fullständig substitution beträffande värdepapper längre är möjlig. Eftersom leveransobligationen gäller uttryckligen de värdepapper av det slag som sålts, reduceras således funktionsdugliga substitut till just det värdepappersslag som sålts.<sup>1094</sup> Så som nedan skall konstateras har även detta utgjort en typisk gärningsmiljö för marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Följer man den konkurrensrättsliga parallellen har således en tydlig begränsning i den relevanta produktmarknaden identifierats.

### 5.3.1.3 Begränsningar av marknadsdefinitionen i temporalled

För den rättsdogmatiska analysen av relevant marknad vid marknadskraftsbaserad kursmanipulation är det enligt mitt förmenande även nödvändigt att identi-

---

liga kunde då den relevanta marknaden definieras mera inskränkt. De aktier staten äger i ett energibolag eller ett transportbolag kunde kanske ha en sådan funktion att fylla.

<sup>1092</sup> Se *Fischel – Ross* 1991 s. 512–517.

<sup>1093</sup> Med *naked short sale* avses en *transaktionsform* där säljaren säljer värdepapper säljaren inte har i sin besittning vid försäljningsögonblicket. Se t.ex. *Knuts* 2009 s. 75–76, *Papachristou* 2006 s. 71–72 och *Arlt* 2004 s. 93–95.

<sup>1094</sup> Denna begränsning av den relevanta marknaden vid *short selling* kan leda till att förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation således kan komma att skydda de parter som har korta positioner på marknaden. Se *Knuts* 2009 s. 73–76.



fiera att tidsdimensionen under vilken den relevanta marknaden betraktas ibland är begränsad. Den relevanta marknaden begränsas i här åberopat temporalled eftersom det tidsspänn under vilket den relevanta marknaden betraktas ibland är begränsat.

Det torde vara systematiskt möjligt att begränsa den relevanta marknaden i objektled genom den argumentation jag väljer att systematisera i ett eget temporalled. På detta sätt har även konkurrensrätten uppfattat skillnader i objektets användningsändamål om skillnaden är beroende av tid. Det klassiska sättet att systematisera den av tidens gång förorsakade användningsändamålskillnad som uppstår mellan t.ex. färsk mjölk och mjölkpulver, skulle således i traditionell konkurrensrätt uppfattas som en skillnad i objektled.<sup>1095</sup> Jag ser dock ett tydligt systematiskt mervärde i att föra fram temporalledet som en egen systematisk kategori i dogmatiken för marknadsdefinitionen i värdepappersmarknadsrätten. Motiveringen är främst den fundamentala inverkan tiden har på värderingen av derivatinstrument. Motiveringen understöds dock även, så som nedan skall konstateras, av andra situationer där tidens gång fundamentalt påverkar residualvärdet på objekt på värdepappersmarknaden.

Begränsningen innebär på ett teoretiskt plan att man kan differentiera mellan den relevanta marknaden för objekt med temporär karaktär och den relevanta marknaden för objekt med permanent karaktär. Objekten på permanentmarknaden avviker från objekten på temporalmarknaden, eftersom objekt på temporalmarknaden består av objekt vars residualvärde är beroende av tid, medan residualvärdet på objekten på permanentmarknaden inte är beroende av tid.<sup>1096</sup> På värdepappersmarknaden är denna distinktion av särskild betydelse eftersom det existerar

<sup>1095</sup> Gängse marknadsdefinition i konkurrensrätten får anses dela upp analysen av marknaden i två dimensioner. Dels betraktas den relevanta produktmarknaden, dels den relevanta geografiska marknaden. Se *Whish* 2009 s. 28–39. Se *Korah* 2007 s. 107. Se *Monti* 2007 s. 135–141. Även dessa två dimensioner kunde sammanföras, eftersom också den geografiska marknaden korrelerar med användningsändamålet. Skillnaden mellan marknaden för färsk mjölk och mjölkpulver kan således även anses uppstå, eftersom transportereringen av färsk mjölk från Australien till Finland inte är ekonomiskt ändamålsenligt, medan transportereringen av mjölkpulver kan vara ekonomiskt ändamålsenligt eftersom användningsändamålet för mjölkpulver inte på samma sätt är beroende av tid som i fallet färsk mjölk. Undantagsvis erkänner dock även konkurrensrätten tiden som en egen systematiskt dimension. Se framför allt *Whish* 2009 s. 39 som extrapolerar en separat tidsdimension med hänvisning till säsongsvariationer på fruktmarknaden i det konkurrensrättsliga klassikerfallet *United Brands*. Sättet på vilket *Whish* utnyttjar tidsdimensionen är dock snarare ett sätt att systematisera ett cykliskt drag i elasticiteten i utbud och efterfrågan. Jag menar således att denna systematiseringsmodell inte till alla delar motsvarar den systematisering i temporalled som jag förespråkar för värdepappersmarknadsrätten.

<sup>1096</sup> Tidsdimensionens betydelse för värderingen av objekt med en begränsad livslängd, d.v.s. objekt med en begränsad duration, är en viktig komponent i värderingsmodeller som tillämpas t.ex. på värderingen av optioner. Se t.ex. om *Black* och *Scholes* värderingsmodell i *Merton* 1973 s. 141–183, se *Black – Scholes* 1973 s. 637–654, se även *Sacksteder* 1988 s. 636.

många typer av objekt på värdepappersmarknaden där tiden är kritisk för objekten (och deras värde).

Konkret innebär därför detta att det *tillfälligt* kan uppstå tidsmässiga segment d.v.s. *sekvenser* på marknader som är korta så att det är motiverat att definiera den relevanta marknaden förhållandevis inskränkt under denna sekvens. Denna inskränkta definition av den relevanta marknaden kan därmed medföra ett läge där det är praktiskt möjligt att kontroll kan uppnås. Därför kan även marknadskraftsbaserad kursmanipulation genomföras på denna snäva/korta marknad.

Så vitt jag kan bedöma är det just i denna miljö av temporalmarknader som marknadskraftsbaserade kursmanipulationsfall brukar förekomma. Följande typfall kan anges: Standardiserade optioner har en begränsad livslängd – duration. Deras residualvärde är därför i högsta grad beroende av tid. Ibland kan optionernas värde vara mycket nära gränsen för det värdefulla/värdelösa. Man talar så om att optionen är mycket nära gränsen för när den *in the money/out of the money*. Optionernas gamma ( $\gamma$ ) har då ett värde som är nära ett.<sup>1097</sup> Om optionens gamma ( $\gamma$ ) är mycket nära ett under de sista timmarna av optionens duration kan frestelsen vara stor att otillbörligt påverka priset till vilket optionerna löper ut. Detta kan typiskt göras genom att driva priset i optionernas underliggande egendom för att på detta sätt tvinga optionerna att löpa ut *in the money/out of the money* (beroende på manipulatorens intresse). Denna tidsmässigt begränsade sekvens utgör då en miljö där det kan vara skäl att rättsdogmatiskt definiera den relevanta marknaden så begränsat att stora och överraskande prisdrivande transaktioner i den underliggande egendomen kan tolkas vara utförda på ett sådant sätt att de låser fast priset (på optionerna) vid en nivå som är onormal eller konstlad. Då har manipulatorens kurskontroll i förhållande till optionerna under denna korta tidssekvens.<sup>1098</sup>

Kombineras dessutom det tidsmässigt begränsade perspektivet med ett inskränkt perspektiv i objektled skapas av kombinationen en miljö som av hävd varit den mest utsatta för storskalig marknadskraftsbaserad kursmanipulation. En sådan miljö uppstår t.ex. där derivatpositioner intagits av marknadsaktörer på

<sup>1097</sup> Inom finansiell ekonomi uttrycker gamma ( $\gamma$ ) förändringshastigheten i derivatinstrumentets delta ( $\delta$ ) till följd av förändringar i den underliggande egendomens värde. Ett lågt gamma ( $\gamma$ ) innebär att derivatinstrumentet är mycket långt ifrån att vara *in the money* medan ett högt gamma ( $\gamma$ ) innebär det omvända. Delta ( $\delta$ ) uttrycker i sin tur hur förändringar i värdet på den underliggande egendomen påverkar värdet på derivatinstrumentet. I engelskt språkbruk talas ofta om *hedge ratio*. Ifall delta är ( $\delta$ ) = 1 förändras värdet på derivatinstrumentet helt lineärt i förhållande till den underliggande egendomen. Gamma ( $\gamma$ ) är således matematiskt betraktat deltats ( $\delta$ ) derivata.

<sup>1098</sup> I denna konstellation iakttas också det *cross market*-element jag tidigare identifierat. Jag känner inte till något direkt tillämpligt exempelfall i denna konstellation. Däremot finns inom typfallskategorin *marking the close* flera fall av transaktionsmönster som tänkbart kunde systematiseras tillhöra denna kategori. Se således t.ex. det ovan behandlade *Alfaskop*-fallet samt *Eworks*-fallet, som behandlats av Stockholmsbörsens disciplinnämnd.



ett sätt som skapar en *tidsmässigt begränsad period* under vilken *specifika objekt* måste levereras i stöd av derivatavtalet. Således kan marknadsaktörer som intagit positioner i t.ex. kopparderivat stå inför uppgiften att leverera den avtalade råvaran (begränsat objekt, koppar) per det leveransdatum (begränsad tid) som avtalats i derivatavtalet.<sup>1099</sup> Alternativt kan det begränsade tidsspann säljare i en (*naked*) *short sale* har på sig att leverera just de värdepapper han sålt utan att äga dem/ha dem i sin besittning (tiden är vanligen tre dagar (T+3)) möjliggöra en miljö där både objektledet och temporalledet är starkt begränsade. Under en sådan begränsad sekvens är det tänkbart att erforderlig kurskontroll i det relevanta objektslaget kan uppnås.<sup>1100</sup>

Uttryckligen begränsningar i temporalled i kombination med begränsningar i objektled inskränker då definitionen av relevant marknad i två dimensioner. En sådan miljö har även ofta visat sig (som nedan skall konstateras) vara en marknadsmiljö där man kan försöka utföra marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Ju mera begränsad den relevanta marknaden är, desto sannolikare kan kurskontroll uppnås på just denna begränsade marknad.

### 5.3.2 Kurskontroll

Skulle en sådan begränsad relevant marknad uppstå är det inte osannolikt att en marknadsaktör (eller flera marknadsaktörer tillsammans) på denna inskränkta relevanta marknad även lyckades vara dominerande på ett sådant sätt att marknadsaktören lyckas skapa sig kontroll över värdepapperskursen. Just denna dominans i form av *kurskontroll* kunde då enligt här företrädd mening missbrukas för att manipulera kursen på den relevanta (värdepappers)marknaden och därigenom störa värdepappersmarknadens prisbildningsmekanism och fria funktion. En sådan kurskontroll kan nämligen utnyttjas för att kontrollerat driva värdepapperskursen till en sådan nivå att manipulatören kan dra en ekonomisk nytta av den marknadskraftsbaserade kursmanipulationen. En dylik nivå bör då kunna betraktas vara onormal eller konstlad. Om manipulatören lyckas med detta sker det även vanligtvis på bekostnad av de marknadsaktörer som på den definierade

<sup>1099</sup> Se t.ex. *Markham* 1991 s. 380–389 som sammanställt statistik över manipulationsfall i USA. Av 44 fall var 37 (84 %) marknadskraftsbaserad kursmanipulation i futurer. Det är framför allt de klassiska rättsfallen *Cargill, Inc vs Hardin*, 452 F.2d 1154 (8th Cir. 1971), *Volkart Bros., Inc. vs Freeman*, 311 F.2d 52 (5th Cir. 1962) och *Great Western Food Distrib., Inc. vs Brannan*, 201 F.2d 476 (7th Cir 1953) som ofta nämns för att de ansetts bidragit till att skapa den doktrin om marknadskraftsbaserad kursmanipulation som oftast tillämpas i amerikansk federal börsrätt.

<sup>1100</sup> Eftersträvad kurskontroll som riktas mot just *short sellers* torde vara den mest frekvent förekommande formen av de transaktionsmönster som nedan behandlas under rubrikerna *corners* och *squeezes*.

relevanta marknaden är i ett sådant läge att manipulatorens vinst utgör en motsvarande förlust för de andra marknadsaktörerna.

Därmed utgör det andra gestaltade bedömningskriteriet just kurskontroll. Detta krav på kurskontroll uppfylls av den som på i lagen beskrivet sätt låser fast prisnivån för värdepapper. Samtidigt är det skäl att konstatera att den systematiska analysen av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation därmed gör gällande att det är skäl att tolka passusen *låsa fast prisnivån* på ett mera offensivt sätt än själva ordalydelsen vid första anblicken förefaller göra gällande. Att låsa fast prisnivån är därför nog skäl att snarare tolkas beskriva att någon kontrollerar prisnivån än att någon *de facto* skulle välja att utöva sin kontroll av prisnivån genom att låsa nivån så att den är fast i ordets rätta bemärkelse. Således är jag beredd att tolka fastlåsningsrekvisitet uppfyllt även i det fall att gärningsmannen utövar kurskontroll med hjälp av vilken prisnivån för det kontrollerade värdepapperet *tillåts fluktuera mellan två valda prisnivåer*, trots att gärningsmannen då *de facto* inte låst fast prisnivån utan endast kontrollerar den i och för sig rörliga prisnivån. Att just en dylik kvalificerad offensiv teleologisk tolkning får anses acceptabel vad gäller detta delrekvisit följer också av EG-rättens positiva tolkningspåverkan. I marknadsmissbruksdirektivets engelska version stadgas nämligen ett förbud mot att gärningsmannen säkerställer – *secure* – en prisnivå.<sup>1101</sup> Däremot ställs inget detaljerat krav på hur detta säkerställande skall genomföras för att vara klandervärt. I mitt tycke behövs inte heller ett sådant krav, eftersom det kritiska elementet är just utövandet av en kurskontroll, genom vilket sedan prisnivån kan sättas så att den är säkerställd enligt manipulatorens förgottfinnande.

### 5.3.3 Lagstiftarens myt om det onormala eller konstlade

Avslutningsvis skall ännu preciseras hur lagstiftarens passus *onormal eller konstlad*, som beskriver den prisnivå vid vilken det manipulerade värdepapperets kurs inte får låsas, bör tolkas i samband med operationaliseringen av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation.<sup>1102</sup> Jag förflyttar således fokus till en

<sup>1101</sup> Som ovan konstaterats i den komparativa delen använder även den engelska lagstiftaren just detta ord för att beskriva sättet på vilken kurskontrollen utövas. Ännu längre går den tyska lagstiftaren då den inte alls definierar detta kontrollutövande delrekvisit utan endast förbjuder att en konstlad prisnivå förorsakas. Tolkningen är alltså den att det ingår ett implicit kontrollutövande element i de gärningar som förmår förorsaka en konstlad prisnivå.

<sup>1102</sup> Den direkta källan till den finländska skrivningen är marknadsmissbruksdirektivet där det i artikel 1(2)(a) stadgas att otillbörlig marknadspåverkan skall anses vara transaktioner eller handelsorder som [...] låser fast priset för ett finansiellt instrument vid en onormal eller konstlad nivå. I finsk lagtext används orden *epätavallinen* respektive *keinotekoinen*. Danmark har valt samma väg som Finland och förbjuder i VHL 38:4 ”transaktioner eller handelsorder, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller

något mera konkret och semantisk tolkning av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Icke desto mindre åskådliggör förhoppningsvis analysen av passusen *onormal eller konstlad* åter behovet av en klagörande rättsdogmatisk systematisering av förbudet för att det skall fungera i värdepappersmarknadskontext.

Vad avses då med den prisnivå som är *onormal eller konstlad*? Lagstiftarens utgångspunkt bör vara att *onormal* och *konstlad* inte kan vara synonymer. Eftersom bägge ord används i lagtexten jämte bindeordet *eller* måste orden vara varandras alternativ. *Onormal* och *konstlad* är självständiga attribut som vart och ett för sig beskriver en förbjuden prisnivå. Om attributen skulle tolkas betyda samma sak har lagstiftaren skapat en tautologisk definition av den förbjudna prisnivån. Presumtivt kan så inte vara fallet.

Eftersom *onormal* och *konstlad* presumtivt sett inte är synonymer följer därav att en begreppslig skillnad mellan orden måste existera. Skillnadens existens bör då kunna testas. Därför måste en prisnivå (enligt lagstiftaren) antingen (i) kunna vara *onormal* utan att vara *konstlad*, eller (ii) kunna vara *konstlad* utan att vara *onormal*. Om varken (i) eller (ii) är sanna betyder av lagstiftaren valda ord *onormal* och *konstlad* ändå samma sak.

(i) *onormal utan att vara konstlad*. Jag är intuitivt av uppfattningen att "normalspråket" gör en distinktion mellan dels det onormala, dels det konstlade. Någonting torde kunna vara onormalt utan att vara konstlat. Onormalt är ett slags samlingsord för allt som inte är normalt. Samtidigt förefaller ordet *onormal* vara orsaksneutralt och därmed även subjektsneutralt. Det onormala anger inte *varför* något är onormalt, eller *vem* som fått till stånd det onormala. Konstlad, däremot, är nära nog en synonym till konstgjord. Ordet *konstlad* är inte orsaks- eller subjektsneutralt. Ordet *konstlad* implicerar att *någon* gjort *något* för att åstadkomma den abnormitet som är inherent i det tillstånd som är konstlat. Ordet *konstlad*

---

*kunstigt niveau*". England förbjuder i FSMA sektion 118 subsection 5 "*effecting transactions or orders to trade which [...] secure the price of one or more [qualified] investments at an abnormal or artificial level*". I Sverige talas endast om att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument. Se Marknadssmissbrukslagen 8. Tyskland har simplificerat direktivets påbud vid implementeringen och konstaterar att det i WpHG 20 a:2 bl.a. är förbjudet "*Geschäfte vorzunehmen [...] die geeignet sind, [...] ein künstliches Preisniveau herbeizuführen*". I USA har definitionsproblemet lösts genom att man inte löst det: Commodity Exchange Act förbjuder manipulativ aktivitet i 6(c), 6(d) och 9(a)(2) paragrafer. I lagrummen förbjuds endast ett manipulativt beteende. Uppgiften att definiera vad som är manipulativt beteende har således överlämnats åt domstolar och rättsvetenskap. Se Kozinn 2000 s. 248. Se Perdue 1987 s. 346–347. Över tid har flera domstolar accepterat en definition av manipulation som analytiskt bygger på ett artificiellt pris. Se *General Food Corp. vs Brannan*: "[t]he creation of an artificial price by planned action, whether by one man or a group of men." Se *Cargill, Inc vs Hardin*, 452 F.2d 1154 (8<sup>th</sup> Cir. 1971) p. 1163. Se även Williams 1995 s. 5–6.

preciserar därmed ordet onormal. Normalspråkligt förefaller det därför tänkbart att beskriva något vara onormalt utan att det nödvändigtvis även är konstlat.

Dessvärre grumlas denna semantiska skillnad av den kontext i vilken lagstiftaren valt att använda de båda attributen i VPML 5:12.2,3. Eftersom bägge ord används för att definiera vad som avses med marknadskraftsbaserad kursmanipulation, inskränks den (rätt breda) normalspråkliga tolkningen av ordet onormal. En onormal prisnivå i kursmanipulationssammanhang är endast av intresse i de fall den onormala prisnivån *är resultatet av att ett subjekt gjort något för att åstadkomma abnormiteten*. Enklare uttryckt: när man definierar kursmanipulation är det ointressant om prisnivån är onormal om det saknas en orsak till att prisnivån är onormal. Det är endast när ett subjekt åstadkommit abnormiteten som marknadskraftsbaserad kursmanipulation aktualiseras. Men när ett *subjekt* åstadkommit abnormiteten i prisnivån torde prisnivån alltid vara även konstlad. I kursmanipulationsdefinitorisk kontext existerar därför inget onormalt om det inte kan återföras till en manipulatör. I kursmanipulationsdefinitorisk kontext, där orden onormal och konstlad används i VPML, betyder därför orden *onormal* och *konstlad* så vitt jag kan bedöma exakt samma sak. Lagstiftaren kan till denna del anklagas för att ha skapat en tautologi.

(ii) *Konstlad utan att vara onormal*. Det återstår således att pröva det omvända fallet. För att underlätta deduktionsövningen är det skäl att omskriva dubbelnegationen i satsen. Jag omskriver därför *konstlad utan att vara onormal* att lyda *konstlad men normal*. Det är eventuellt möjligt – om än både långsökt och något paradoxalt – att påstå att en prisnivå ibland kan vara konstlad samtidigt som den ändå är normal.<sup>1103</sup> Eftersom jag dock ovan konstaterat att en prisnivå kan vara *onormal* utan att manipulativa orsaker nödvändigtvis föreligger för abnormiteten, bör den logiska konsekvensen av detta dock vara att det även är möjligt för manipulatören att slå till i just detta läge. Manipulatören kan då genom sin manipulation få den onormala kursen att bli normal. Då vore kursen samtidigt konstlad, eftersom den manipulerats, men ändå normal, eftersom den manipulerats *från* sin onormala nivå *till* en ny, manipulerad, *normalnivå*.

Jag är inte övertygad om behovet av att komplicera relationen mellan konstlat och (o)normalt på detta sätt. För även ifall man accepterar att kursen kan vara konstlad, samtidigt som den är normal, ger denna konstruktion ändå inga dogmatiska argument för att upprätthålla dubbelattributet *onormal eller konstlad* i definitionen av kursmanipulation i VPML. Attributet konstlad rör nämligen självfallet redan i sig på (a) det som är normalt men konstlat, samtidigt som det fortsättningsvis även rör på (b) det som är onormalt men konstlat.<sup>1104</sup> Däremot rör attri-

<sup>1103</sup> Jag medger att uttrycket rimmar rätt illa i det normalspråkliga örat.

<sup>1104</sup> För tydlighetens skull: allt som är konstlat måste självfallet logiskt sätt betraktas vara konstlat inom samma normativa system där jag undersöker ordet.

butet konstlad inte på (c) det okonstlade onormala, vilket dock inte är av intresse för den som sysslar med att definiera kursmanipulation eller på (d) det okonstlade normala, vilket naturligtvis inte heller har någonting med kursmanipulation (definierat som konstlat eller onormalt) att skaffa. I så fall behövs inte en dubbeldefinition av prisnivå i form av en skrivning där antingen den onormala eller den konstlade prinsnivå definierar manipulation. Man kan då simplificera definitionen *onormal eller konstlad prinsnivå* till att lyda enbart *konstlad prinsnivå* – den täcker då allt som manipulatorens kan åstadkomma.<sup>1105</sup> Erkännas bör dock att den argumentation som accepterar att prinsnivå samtidigt kan vara konstlad men normal gör att anklagelsen mot lagstiftaren om tautologi måste avvisas. Istället kan då lagstiftaren anklagas för att skapa ett fantomböförbud – lagstiftaren förbjuder personer att utföra något som personerna ontologiskt sett inte alls kan utföra.

Eftersom det stora straffrättsliga problemet dock inte är skillnaden *mellan* orden (bägge är ju förbjudna, eftersom bindeordet *eller* används) utan i stället är vilken prinsnivå som överhuvudtaget skall anses vara onormal eller konstlad utgår jag i den fortsatta undersökningen från att dessa två attribut betyder exakt samma sak i den kontext de ingår i VPML 5:12.2,3. Jag talar i fortsättningen om denna prinsnivå som konstlad nivå. Den prinsnivå som inte är konstlad är begreppslikt sätt okonstlad.

## 5.4 KONKRETISERING AV TILLÄMPNINGEN

Sammanfattningsvis är det således dags att konkretisera den modell jag ovan gestaltat. Så som jag gestaltat gärningsrekvisitet i marknadskraftsbaserad kursmanipulation blir den avgörande bedömningen när sådan kurskontroll föreligger att en konstlad prinsnivå kan skapas och upprätthållas.

Bedömningens utfall är beroende av hur marknadskontextualiserad bedömningen tillåts vara. Ju mera marknadskontextualiserad bedömningen är, desto mera belastas den rättsdogmatiska förutsägbarheten i bedömningen av ett individuellt fall. Jag förordar i detta sammanhang en syn som inte driver kontextualiseringen för långt. Av rättssäkerhetsskäl följer att det i mitt tycke ter sig högst

<sup>1105</sup> Se för övrigt den tyska skrivningen i WpHG 20 a:2 ”*Geschäfte vorzunehmen [...] die geeignet sind, [...] ein künstliches Preisniveau herbeizuführen*”. Den tyska lagstiftaren synes ha omfattat samma logiska slutsats som ovan. Också den tyska lagstiftarens utgångspunkt har nämligen varit att implementera det led i marknadsmissbruksdirektivet som i tyskspråkig version definierar marknadskraftsbaserad kursmanipulation som ”*den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente durch eine Person oder mehrere, in Absprache handelnde Personen in der Weise beeinflussen, dass ein anormales oder künstliches Kursniveau erzielt wird*.”

dubiöst att *ex post* och utom allt rimligt tvivel bedöma vad en värdepapperskurs borde ha varit på ett sådant sätt att man kan konstatera att den faktiska värdepapperskursen varit manipulerad till följd av just manipulatorens manipulation.

Det återstår så slutligen endast att fråga sig om det överhuvudtaget är tänkbart att en domare i straffrättslig rättssäkerhetsmiljö utan rimligt tvivel kan fastslå att företedd bevisning talar för att prisnivån för värdepapperet borde ha varit någon annan än den var och i stöd av detta döma någon till ett straff. Jag vill inte kategoriskt utesluta möjligheten att det under vissa omständigheter går att fastslå att prisnivån varit konstlad till följd av kurskontroll med så stor säkerhet att ett straff kan följa därav. Detta bör dock endast ske till följd av en övervägning i vilken domaren är accentuerat defensiv.

Då gestaltningen av gärningsrekvisitet i marknadskraftsbaserad kursmanipulation genomförs på ovan angivet sätt kan straffrättens defensiva perspektiv och marknadseffektivitets offensiva perspektiv sammanjämkas. Denna kombination av perspektiven kan då ske i samklang med den liberalistiska grundsyn jag ovan anfört att jag omfattar.

## 6 Gärningsrekvisitet vid marknadskraftsbaserad kursmanipulation

### 6.1 INLEDNING

I detta kapitel av avhandlingen uppfylls syftet att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation genom att presentera konkreta typfall av aktivitet på värdepappersmarknaden som tänkbart kan konstituera förbjuden marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Dessa situationer av typfall analyseras mot bakgrunden av den operationalisering av deliktet för förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation som ovan utförts.

Tillvägagångssättet i kapitlet är följande: Jag presenterar olika typfall av marknadskraftsbaserad kursmanipulation för att analysera dem i ljuset av den ovan anförda teoretiska tolkningsrekommendationen. Typfallssituationerna som analyseras är *cornering*, *squeezing* och *pumping and dumping*.

### 6.2 MARKNADSKRAFTSBASERAD KURSMANIPULATION

#### 6.2.1 *Cornering*

*Cornering* är ett handelsmönster där man genom transaktioner på marknaden för den underliggande egendomen försöker måla in de korta positionerna på derivatmarknaden – bildligt talat – i ett hörn.<sup>1106</sup> Manipulatören försöker alltså påverka priset på den underliggande egendomen på ett sätt som tvingar de marknadsaktörer som har en gäldenärsposition i derivat att uppfylla sina förpliktelser till otillbörliga villkor.<sup>1107</sup> Lyckas denna manöver tvingas marknadsaktörer med kor-

<sup>1106</sup> I kapitalmarknadssjargong får ordet *corner* snarare anses innebära en monopolställning, men *de facto* gör just monopolställningen att övriga parter på marknaden målas in i ett hörn. Se även Arlt 2004 s. 81. Se Williams 1995 s. 6. Se även Sillanpää 1994 s. 78 som omnämner denna teknik utan att dock närmare analysera den i ett dogmatiskt perspektiv. Se af Sandeberg 2003 s. 885 och af Sandeberg 2002 s. 141.

<sup>1107</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 150. Se *Great Western Food Distributors, Inc vs Brannan* 201 F 2d 476 (1953) *cert denied*. "An executed plan of manipulation of prices of a given commodity whereby a trader or a group of traders gains control of the supply of the future demand of a commodity and requires the shorts to settle their obligations either by the purchase of deliverable quantities of the



ta positioner att uppfylla sina leveransförpliktelser genom att skaffa den underliggande egendomen till ett konstlat pris. Manipulatören skaffar sig alltså en dominerande ställning inom det relevanta marknadssegmentet.<sup>1108</sup> Motsvarande beteende kan även utföras genom att påverka endast *bid-ask spreaden*.<sup>1109</sup>

Det anses ofta att *cornering* är ett beteendemönster som sällan förekommer – eller åtminstone sällan lyckas. Skälet är att den dominans på marknadssegmentet där aktören eftersträvar kurskontroll kräver ansehlga resurser. Detta begränsar således den potentiella gärningsmannakretsen till aktörer med den nödvändiga finansiella muskeln för att skapa den dominerande positionen.<sup>1110</sup> Det oaktat har det internationellt förekommit flera fall där även storskaliga marknadskraftsbaserade kursmanipulationer har konstaterats genomförda och sanktionerats.

*Sumitomo Corp.* anses i november 1995 ha kontrollerat i det närmaste 100 % av London Metal Exchanges s.k. *warehouse receipts* och därutöver ha innehaft en dominerande position i flera olika kopparfutures på London Metal Exchange. Med stöd av denna dominans lyckades *Sumitomo* diktera priserna, till vilka marknadsaktörer som hade intagit korta positioner i kopparfutures tvingades stänga sina positioner inför maturitetsdagen.<sup>1111</sup>

---

*supply or offsetting long contracts at an arbitrary abnormal and dictated price imposed by the corner.”* Se även *Cargill, Inc vs Hardin* 452 F 2d 1154, 1164–1165 (8<sup>th</sup> Cir 1971). Se Schröder 2007 s. 183. Se *Papachristou* 2006 s. 73. Se *Arlt* 2004 s. 81–84. Se *Ferrarini* 2004 s. 725–726. Se *Lau Hansen* 2004 s. 204–208.

<sup>1108</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 150–151. Se definitionsdirektivet artikel 4(b): ”handelsorder eller transaktioner som utförts av personer med betydande köp- och säljpositioner i ett finansiellt instrument som leder till väsentliga förändringar av priset på det finansiella instrumentet eller relaterade derivatinstrument eller underliggande tillgångar som tagits upp till handel på en reglerad marknad.” Se *CESR/04-505b* s. 12: ”*Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market. This practice involves undertaking trading in one market with a view to improperly influencing the price of the same or a related financial instrument in another market. Examples might be conducting trades in an equity to position the price of its derivative traded on another market at a distorted level or trading in the underlying product of a commodity derivative to distort the price of the derivative contract. (Transactions to take legitimate advantage of differences in the prices of financial instruments or underlying products as traded in different locations would not constitute manipulation.)*”

<sup>1109</sup> Se *CESR/04-505b* s. 12: ”*CESR Excessive bid-ask spreads. This conduct is carried out by intermediaries which have market power – such as specialists or market makers acting in cooperation – in such a way intentionally to move the bid-ask spread to and/or to maintain it at artificial levels and far from fair values, by abusing of their market power, i.e. the absence of other competitors.*”

<sup>1110</sup> Se Schröder 2007 s. 183. Se även *Avgouleas* 2005 s. 153–154.

<sup>1111</sup> Se *Kozinn* 2000 s. 270–277. Se även *Avgouleas* 2005 s. 151 i synnerhet fotnot 261. *Sumitomos* affärer avslöjades i och med att *London Metal Exchange* landsteg i USA och öppnade ett lager i Long Beach, Kalifornien, vilket gjorde att *Sumitomos* handelsmönster även transplanterades till USA. Som en följd av denna fysiska närvaro i USA kom även priserna på *Commodity Exchange Inc.* att påverkas. CFTC reagerade på denna prispåverkan och inledde undersökningar som resulterade i att *Hamanaka* erkände sin komplott. Se även fallet *Minpeco vs Hunt* gällande världens silvermarknad i *Williams* 1995 s. 20–63 och *Fischel – Ross* 1991 s. 505.

## 6.2.2 Squeezing

Distinktionen mellan *corners* och *squeezes* i doktrinen är inte helt klar. Det är förhållandevis vanligt att använda handelsmönstren som varandras synonymmer.<sup>1112</sup> Även då en distinktion görs mellan mönstren är det förhållandevis vanligt att distinktionen inte är avgörande för det analytiska innehållet.<sup>1113</sup> Det förekommer även kommentatorer som gör en principiell distinktion mellan termerna men som senare avstår från att själva tillämpa distinktionen.<sup>1114</sup> Uppenbart är dock att såväl *corners* som *squeezes* är handelsmönster där marknadsaktören uppnår en dominerande marknadsställning som senare utnyttjas för att låsa den fria marknaden och tvinga fram en vinning.<sup>1115</sup> Eftersom bäge begreppen är en deskription av ett handelsmönster som kan leda till att gärningsrekvisitet uppfylls är jag beredd att tona ner relevansen av distinktionsdiskussionen. Det spelar helt enkelt inte någon roll om man beskriver gärningarna som en *corner* eller en *squeeze*. Relevant är huruvida det rör sig om affärstransaktioner med vilka någon låst fast priset för värdepapper på en nivå som är konstlad. I denna avhandling används begreppen endast som ett pedagogiskt hjälpmedel för att skapa en finförgrenad systematik kring olika tekniker på värdepappersmarknaderna. Något definitoriskt element är således varken *cornern* eller *squeezen*. Mot bakgrunden av detta är jag beredd att fastslå att *squeezes* är handelsmönster där inget *cross market*-element ingår, d.v.s. där inte derivatavtal utnyttjas för att generera vinningen, utan där den dominerande marknadsställningen utnyttjas endast på en och samma marknad.

<sup>1112</sup> Se t.ex. *Ferrarini* 2004 s. 725. Se *af Sandeberg* 2002 s. 141.

<sup>1113</sup> Se även *Arlt* 2004 s. 83 för samma distinktionsmodell. Se *Schröder* 2007 s. 183. Se *Papachristou* 2006 s. 73–74.

<sup>1114</sup> Se *Avgouleas* 2005 s. 150. Författaren gör visserligen själv en distinktion mellan *corners* och *squeezes*. Den förra tekniken involverar positioner på marknaden för den underliggande egendomen och derivatmarknaden, den senare endast positioner på en marknad. Däremot implementerar författaren inte sin egen distinktion i den fortsatta framställningen. Se *Avgouleas* 2005 s. 152 där han åter beskriver *squeezes* som ett sätt att skapa sig positioner i den underliggande egendomen och därefter en position på derivatmarknaden. Se *Fischel – Ross* 1991 s. 543–545 som visserligen gör en distinktion mellan *corners* och *squeezes* men avsäger sig distinktionen, eftersom de inte ser ett funktionellt värde i distinktionen.

<sup>1115</sup> Se *CESR/04-505b* s. 12: "Abusive squeeze. This involves a party or parties with a significant influence over the supply of, or demand for, or delivery mechanisms for a financial instrument and/or the underlying product of a derivative contract exploiting a dominant position in order materially to distort the price at which others have to deliver, take delivery or defer delivery of the instrument/product in order to satisfy their obligations. (It should be noted that the proper interaction of supply and demand can and often does lead to market tightness but that this is not of itself market manipulation. Nor does having a significant influence over the supply of, demand for, or delivery mechanisms for an investment/product by itself constitute market manipulation.)"

En *squeeze* kan således genomföras t.ex. genom att man aggressivt köper upp priset för värdepapper för att dra mattan under fötterna på parter som genom *short selling* sålt värdepapperet och således inom en snar framtid tvingas stänga sin öppna position.<sup>1116</sup> Ett ypperligt exempel på detta är det handelsmönster som kunde iaktas på den tyska värdepappersmarknaden i samband med *Porsche Automobil Holding SE:s* agerande i relation till *short sellers* beträffande värdepapper i den tysklisterade biltillverkaren *Volkswagen AG* under hösten 2008.<sup>1117</sup>

Under hösten 2008 ökade Porsche, som redan var en stor ägare (43%) i Volkswagen, sitt ekonomiska intresse i bolaget. Porsche köpte exklusivt kontantavräknade derivat, vars värde ökade och sjönk enligt Volkswagens aktiekursutveckling, till ett totalvärde som motsvarade 32 % av Volkswagens marknadsvärde. Detta skedde utan att Porsches ökade ekonomiska intresse i Volkswagen offentliggjordes.<sup>1118</sup> Porsche kan förmodas ha varit fullt medveten om att Porsches stora derivatposition skulle komma att garderas av Porsches motparter i derivattransaktionerna. Porsches derivat ledde därför till en marknadskonsekvens där aktier motsvarande 32 % av Volkswagens aktier kom att passiveras för att de ingick i Porsches derivatmotparters hedge. Därför var dessa 32 % av aktierna presumtivt ur spel på marknaden. Porsche hade därmed sammanlagt en ekonomisk kontroll över 75 % av Volkswagenaktierna. Däremot var detta inte allmänt känt. Vad som däremot var allmänt känt var att ca 20 % av Volkswagenaktierna fanns hos passiva investerare som inte sålde eller lånade aktierna. Även detta block om 20 % var således ur spel.

Flera spekulerande hedgefonder uppges, omedvetna om Porsches icke-offentliggjorda totalposition, genom *short selling* ha skapat sig en total kort position på 12 % av Volkswagens aktier. Spekulanterna trodde alltså på en kursnedgång i biltillverkaren under hösten 2008.

Söndagen den 26 oktober 2008 offentliggjorde Porsche frivilligt att man lagt ekonomiskt embargo på 75 % av Volkswagens aktier. Eftersom 20 % av

<sup>1116</sup> Se Schröder 2007 s. 183. Se även Papachristou 2006 s. 73. Observeras bör att denna teknik beskrivs vara en *corner* av författaren. Se även definitionsdirektivet artikel 4 (a), där en signal som kan iaktas vid *squeezing* torde vara "givna handelsorder eller utförda transaktioner [som] utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen i det relevanta finansiella instrumentet på den berörda reglerade marknaden, särskilt när dessa aktiviteter leder till en väsentlig förändring av priset på det finansiella instrumentet".

<sup>1117</sup> Viktig förkunskap för förståelsen av fallet är att en flaggningsskyldighet i tysk värdepappersmarknadsrätt – precis som i de nordiska länderna, men till skillnad från t.ex. England och Schweiz – inte anses inträda till följd av att marknadsaktörer ingår derivatavtal som är exklusivt kontantavräknade (*exclusively cash settled*). Detta trots att derivatavtalets motpart med stor sannolikhet förvärvar de underliggande värdepapperen för att gardera sin derivatposition, vilket leder till att en andel värdepapper som motsvarar derivatinstrumentets ekonomiska intresse sannolikt kommer att förvärfvas av motparten och således ekonomiskt sett passiveras att stå utanför substitution vid överraskande prisförändringar.

<sup>1118</sup> Ingen flaggningsplikt uppstod enligt tysk värdepappersmarknadsrätt för en part som ökade sitt ekonomiska intresse genom exklusivt kontantavräknade derivat. Porsche bröt således inte emot värdepappersmarknadslagen då man inte offentliggjorde sitt ökade ekonomiska intresse.

aktierna ansågs vara ur spel även i övrigt uppnådde Porsche en klassisk *squeeze*-position mot de *short sellers* som stod under en total leveransförpliktelse på 12 %. Dessa *shorts* hade som alternativ att köpa de resterande 5 % av aktierna för att täcka sina korta positioner och gällande de kvarvarande 7 % vända sig till Porsche för att snällt förhandla med Porsche om att få köpa av de aktier Porsche antingen ägde eller kontrollerade genom derivaten. Detta ledde till att Porsche i praktiken kunde diktera det pris till vilket man möjliggjorde att *short sellers* kunde täcka sina korta positioner med Porschekontrollerade Volkswagenaktier.

Under handelsdagen efter Porsches offentliggörande av sin ökade position steg således Volkswagens aktiekurs från € 200 till € 1 000 för att därefter falla tillbaka till en nivå omkring € 400. Flera *short sellers* tvingades köpa Volkswagenaktier av Porsche till pris kring € 1 000/st. Uppskattningsvis genererade manövern Porsche en förtjänst på ca € 30–40 mrd, vilket på grund av dessa begränsade transaktioners nollsummenatur innebar en motsvarande förlust för de inblandade *short sellers*.<sup>1119</sup>

Ifall man i ovanstående fall tolkar förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation leda till att Porsche utnyttjat sin dominerande position för att genom kurskontroll låsa fast priset för Volkswagens aktier vid en nivå som är konstlad, skulle det kunna anföras att Porsche manipulerat marknaden.<sup>1120</sup>

Också NMR förefaller förbjuda sådana handelsmönster som kunde beskrivas vara *squeezing*. NMR förbjuder medlemmar att lägga order eller genomföra avslut som avser otillbörligt påverka prisbildningen.<sup>1121</sup> Mot bakgrunden av denna regel har disciplinnämnden i Helsingfors varnat och ålagt börsmedlemmen *Société Générale* vite för ett handelsmönster som innehöll följande kritiska element.<sup>1122</sup> I fallet hade *Société Générale*, som varit utställare av *warranten* i fråga, under de tio sista minuterna av handelsdagen köpt upp priset för *warranten* med 49 % efter att man varseblivit att en spekulant genom *short selling* sålt ifrågavarande *warrant*.

Disciplinnämnden ansåg att förfarandet förvrängt prisbilden för *warranten*, så att den inte motsvarade gängse pris. Det faktum att utställaren hade ett behov av att korrigera sin riskposition kunde inte motivera ett förvrängande av prissättningen för *warranten*. Denna prissättning var en fundamentalt viktig funktion på börsen och överträdelsen av NMR var därför allvarlig. En sanktionsavgift på € 20 000 meddelades.

<sup>1119</sup> Se t.ex. *The Economist*: "Squeeze Money" publicerad 30 oktober 2008 (tillgänglig på [http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story\\_id=12523898](http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=12523898)).

<sup>1120</sup> Enligt uppgift undersöker den tyska marknadsövervakande myndigheten (BaFin) behovet av repressalier mot Porsche för handelsmönstret. Samtidigt överväger även flera hedgefonder inledandet av ett rättsligt efterspel. Se *Financial Times*: "Funds Look at Suing Porsche", publicerad den 16 mars 2009 (tillgänglig på <http://www.ft.com/cms/s/0/0762e9e6-11ca-11de-87b1-0000779fd2ac.html>).

<sup>1121</sup> NMR punkt 4.6.2.

<sup>1122</sup> Se Helsingforsbörsens disciplinnämnd 2006:1, givet den 2 mars 2006.

Trots att inget element av *cross market*-manipulation ingår i *squeezes* är det uppenbart att de kan genomföras på derivatmarknader och att dessutom värdeförändringar på marknaden för den underliggande egendomen kan bidra till genomförandet av manipulationen. En klassisk *squeeze* är således ett förfarande där den part som t.ex. har en lång position på derivatmarknaden utnyttjar förändrade omständigheter, för att förvärra den kontraktuella motpartens trångmål. Den som således intagit en lång position i vetefutures, medveten om att positionens värde kommer att öka om veteskörden misslyckas, anses vara i *squeezing* läge om skörden misslyckas av naturliga orsaker.<sup>1123</sup> Att detta läge i sig inte ännu torde kunna anses vara förbjuden manipulation är uppenbart, men olika handelsmönster i ett sådant läge av marknadsdominans kunde under vissa omständigheter tänkas vara manipulativa.<sup>1124</sup>

### 6.2.3 *Pumping and dumping*

En tredje variant av marknadskraftsbaserad kursmanipulation är sådana handelsmönster som kallas *pumping and dumping*. Åter förefaller inte en systematisk distinktion i förhållande till tidigare beskrivna marknadskraftsmanipulationstyper kunna, eller behöva, upprättas.<sup>1125</sup> Handelsmönstret bygger på att genom upprepade, ofta proportionellt sett stora, köporder skapa en stigande pristrend i ett värdepapper, varefter en aggressiv utförsäljning inleds som gör att pristrenden visserligen vänder, men där marknadsaktören hoppas hinna först på den marknad som sätts i gungning.<sup>1126</sup> Speciellt om marknadsstrukturen är sådan där vissa marknadsaktörer för att öka likviditeten förbundet sig att ständigt erbjuda ett köp- och ett säljanbud (*market makers*) kan dumpningen eventuellt lyckas utan att anbudsnivån hinner korrigeras enligt de förändrade marknadsomständigheterna.

I ett ekonomiskt perspektiv är det rätt intressant att konstatera att *pumping and dumping* självfallet inte skall vara möjligt att genomföra på effektiva värdepappersmarknader. Om en tillräcklig priselasticitet existerar i utbudet på de värdepapper som pumpas, kommer substitutmöjligheterna att göra att en pumping för det första inte skall kunna lyckas. Därtill kommer det faktum att marknadsaktören har transaktionskostnader då han försöker rigga kursen och

<sup>1123</sup> Se Kozinn 2000 s. 257.

<sup>1124</sup> Speciellt i amerikansk doktrin har frågan om hur en naturlig dominans i ett värdepapper får och inte får utnyttjas diskuterats. Se dock Kozinn 2000 s. 264–270 för en överskådlig genomgång av den amerikanska akademiska debatten.

<sup>1125</sup> Om *pumping and dumping* se t.ex. Barnes 2009 s. 13, af Sandeberg 2002 s. 140, se af Sandeberg 2003 s. 883. Se Häyrynen 2006 s. 207.

<sup>1126</sup> Se definitionsdirektivet artikel 4(e) som beskriver hur följande signal tänkbart kunde iakttas vid s.k. *pumping and dumping*: ”e) givna handelsorder eller utförda transaktioner är koncentrerade till ett kort tidsintervall under handelsdagen och leder till att kursen därefter vänder.”

dessutom tar på sig en idiosynkratisk risk i form av ett extensivt ägande i det uppköpta värdepapperet. Å andra sidan ger behavioralistiska analyser av beteendet på värdepappersmarknaden vid handen att marknadsaktörer ofta har en benägenhet att härma varandras beteenden.<sup>1127</sup> I en sådan kontext blir då *pumping and dumping* ett handelsmönster som kan lyckas.

Det är ovanligt med rättsfall där handelsmönster som kunde kallas *pumping and dumping* prövats. Den inversa manövern, att först sälja ner och sedan köpa upp till billigare priser, torde även kunna förekomma på marknaden.<sup>1128</sup>

Ett fall som har drag av just den inversa manövern är det s.k. *Citigroup-fallet*.<sup>1129</sup> I korthet ändrade banken sin handelsstrategi på handelsplatsen *MTS fixed-income trading platform*.<sup>1130</sup> Banken byggde upp en lång position på marknaden för statsobligationer. Därefter satte banken plötsligt in en försäljningsstöt<sup>1131</sup> på marknaden. Genom försäljningsstöten placerade banken säljorder på olika statsobligationer till ett värde av € 83 mrd, vilka endast ledde till avslut för ett värde av € 12 mrd. Eftersom banken endast hade ett innehav på ca € 8 mrd uppstod en kort position, som banken sedan täckte under det tillfälliga kaos som rådde på marknaden till följd av den enorma ordergivningen på säljsidan. Banken påstods ha gjort en vinst på € 15 milj genom manövern, som senare ledde till en administrativ sanktion, meddelad av FSA i England för att banken brutit mot de administrativa principerna 2: "*failure to conduct business with due skill, care and diligence*" och 3: "*failure to take reasonable care to organise and control affairs responsibly and effectively and to implement adequate risk management systems*."<sup>1132</sup>

Ett handelsmönster som är intressant att analysera ur manipulationssynvinkel är stora utförsäljningar av aktieposter. Följande händelseförlopp exemplifierar detta:

Svenska staten sålde aktier i Telia Sonera den 3 maj 2007. *Dagens Industri* rapporterade om händelserna den 4 maj 2007. Då finansdepartementet med ett pressmeddelande meddelade att man kommer att genomföra en utförsäljning av ca 8 % av aktierna i Telia Sonera var detta startskottet för en rad utländska hedgefonder: "När Stockholmsbörsen öppnade [någon timme efter meddelandet] lånade de [hedgefonderna] miljontals Telia Sonera-aktier som de omedel-

<sup>1127</sup> Se IV.4.2.2.2.4.

<sup>1128</sup> Ibland omnämns denna manöver som *trashing and cashing*. Se t.ex. Häyrynen 2006 s. 207.

<sup>1129</sup> Se Donald 2005 s. 649–651 för en beskrivning av händelseförloppet. Citigroup Global Markets Limited agerade i fallet. Se även Avgouleas 2005 s. 352–353.

<sup>1130</sup> Banken intog också positioner på derivatavtalsmarknaden Eurex. Jag bortser här ifrån dess inverkan på transaktionen. Den stora nyttan skaptes av den gigantiska utförsäljningen på marknaden för den underliggande egendomen.

<sup>1131</sup> Stöten genomfördes bl.a. genom en datoriserad applikation som kallades *Doctor Evil*. Se Donald 2005 s. 649.

<sup>1132</sup> Se även Swan 2006 s. 58–59. Se Donald 2005 s. 651. Se Häyrynen 2006 s. 209–210.



bart dumpade på marknaden. Följden blev att aktien föll som en sten på börsen. Kursrasen ökade pressen på statens rådgivare, investmentbankerna UBS och Deutsche Bank, som under hela gårdagen och kvällen bearbetade sina kunder för att få dem att köpa delar av Telia Sonera-posten. Bland bankernas viktigaste kunder återfinns samma hedgefonder som tidigare under dagen lånat och sålt Telia Sonera-aktier (blankat).” *Dagens Industri* fortsätter: ”Det framtvingade raset i Telia Sonera-aktien spelar alltså hedgefonderna i händerna på två sätt – dels blir deras *short selling* affär värd mer för varje krona som aktien faller och dels förbättras deras förhandlingssituation som köpare av statens Telia Sonera-aktier.”

Ovan beskrivna händelseförlopp är intressant med tanke på förbudet mot kursmanipulation. Uppenbart är att *short selling*, vare sig det sker som en egentlig, d.v.s. *naked short selling*, eller som en oegentlig, d.v.s. *covered short selling* efter att värdepapper lånats, inte i sig är förbjuden.<sup>1133</sup> Uppenbart är även att den utförda manövern har en viss prisdrivande effekt om den sker i tillräckligt stor skala på den värdepappersmarknad som i teorin, blott inte i praktiken, är effektiv. Precis som tidningen antyder är det analytiska problemet om hedgefonderna i detta fall verkligen kan anses ha en så dominerande ställning som köpare att man kan anse dem kunna diktera priset vid utförsäljningen. Så vitt jag vet har inte svenska myndigheter inlett förfaranden som tyder på en misstanke om brott, vilket implicit får förstås som att hedgefondernas förfarande inte är olagligt. På ett praktiskt plan torde dock en del av kritiken som följer av den förlorade intäkt försäljaren (svenska staten) tappade<sup>1134</sup> kunna riktas mot försäljarens finansiella rådgivare.<sup>1135</sup>

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds praxis förekommer även en spirande doktrin som förefaller gälla ett beteende som kunde tänkas klassificeras som ett beteende som närmar sig marknadskraftsbaserad kursmanipulation. I de två fall jag avser har disciplinnämnden tolkat NMR 4.6.1, som anger att order som läggs över börsen skall återspegla det aktuella marknadsvärdet på ifrågavarande värde-

<sup>1133</sup> Se *Knuts* 2009 s. 58–78.

<sup>1134</sup> *Dagens Industri* rubricerade artikeln ”Fondernas Teliakupp – Så blåste de staten på 1,7 miljarder kronor.”

<sup>1135</sup> Det framgår inte varför försäljaren gick ut med ett meddelande om försäljningen före börsen öppnades, vilket rimligtvis gav hedgefonderna extra tid att verkställa sina transaktioner. Det framgår inte varför försäljaren valde att gå ut med en sådan post som tvingade försäljaren att sälja aktier till hedgefonderna som genomfört *short selling*. Det framgår inte varför inte flera tänkbara köpar-kandidater fanns tillgängliga. *Dagens Industri* rapporterar om att konkurrenter till statens rådgivare kommenterat utförsäljningen: ”Stora värden har sjabblats bort. Det ska inte behöva ta 36 timmar att genomföra försäljningen. Då öppnar man för hedgefonderna att ta kontrollen över processen, säger en investmentbankir.”



papper.<sup>1136</sup> Förenklat kunde beteendet kallas för *pumping* eftersom ett senare dumpande element uteblivit. Till beteendet hör alltså en stark offensivitet gällande köp av värdepapper som dessutom oftast utförts så att kursen kraftigt kommit att drivas av ordergivning. I båda fallen är det dock genuina transaktioner som genomförts.

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2006:4 konstaterades således inte börsmedlemmen Merrill Lynch International ha brutit mot NMR. I fallet hade medlemmen lagt en stor köporder i stängningscallen. Ordern hade resulterat i en uppgång på 6,4 % i aktieslaget.<sup>1137</sup>

I Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2006:4 konstaterades däremot börsmedlemmen Avanza ha brutit mot NMR. I fallet hade medlemmen lagt en stor köporder i stängningscallen. Ordern hade resulterat i en uppgång på 45 % i aktieslaget.<sup>1138</sup>

Ifrågavarande regel i NMR är – så som disciplinnämnden själv konstaterar – mycket svårtolkad. Jag känner mig främmande för ett resonemang enligt vilket genuina transaktioner i ett värdepapper skulle kunde anses vara kursmanipulation, förutsatt att inga sådana speciella omständigheter som motiverar en inskränkt definition av relevant marknad råder. Rättsskyddsfaktorer å ena sidan och rätten att förlita sig på den effektiva marknaden å andra sidan gör i mitt tycke gällande att genuina transaktioner – trots kursdrivande effekt – presumtivt bör anses vara acceptabla. Förekommer dock speciella omständigheter kunde presumptionen kullkastas och bedömningen utfalla annorlunda. Så vore eventuellt fallet om transaktionerna uppenbarligen genomförts för att utnyttja en motparts trångmål eller om transaktionerna rent tekniskt är så snabba att det är orimligt att övriga marknadsaktörer hinner reagera på transaktionerna. Min argumentation ovan är förstås uteslutande en argumentation som gäller förbudet mot kursmanipulation, där just rättssäkerhetskravet är förankrat i den lagtolkningsmetod med vilket ett straff- eller förvaltningsrättsligt förbud enligt min uppfattning bör tolkas. Det råder således inte en absolut likhet mellan av mig gestaltad tolkningsrekommendation för förbudet mot kursmanipulation och en tolkningsrekommendation som gäller NMR, vilket ovan beskrivna fall uttryckligen gällde. Däremot är det klart att även disciplinnämnden vid respektive börser bör göra upp om

<sup>1136</sup> Enligt NMR skall i sin tur med aktuellt marknadsvärde avses kurser som vid en samlad bedömning återspeglar gällande kurssättning på ifrågavarande värdepapper. Vid fastställande av aktuellt marknadsvärde skall bland annat beaktas ändringar i kurssättningen för värdepapperet under den aktuella börsdagen och föregående börsdagar, värdepapperets volatilitet, allmänna förändringar i kurssättningen för jämförbara värdepapper samt, i förekommande fall, andra särskilda villkor som hänför sig till transaktionen.

<sup>1137</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnd 2006:4, givet den 5 juni 2006.

<sup>1138</sup> Se Stockholmsbörsens disciplinnämnd 2008:10, givet den 3 september 2008.

vilket syn man förfäktar *vis-à-vis* behovet av att säkerställa rättsskyddet och behovet av att säkerställa en förutsägbarhet i tolkningen av NMR. Oavsett vilken syn disciplinnämnden omfattar i denna fråga, är det heller inte uteslutet att det av olika normer, vars tolkning disciplinnämnden inte (ensam) förfogar över, följer en skyldighet för disciplinnämnde att trygga sådan ideal som kan påverka den konkreta tolkningen. Det är med andra ord tänkbart att t.ex. EMRK kan anses tillämpas på disciplinnämndens förfarande (enligt EMRK artikel 6), vilket följaktligen skulle leda till att disciplinnämndens tolkning blev bunden av den legalitetsprincip som framgår av EMRK (enligt EMRK artikel 7).

## 7 Negativa rekvisit

### 7.1 INLEDNING

Denna avhandling syftar till att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Efter att jag ovan presenterat och analyserat gärningsrekvisitet är det ännu skäl att kort notera vissa undantag som kan komma att tillämpas på marknadsaktivitet som *prima facie* förefaller uppfylla gärningsrekvisitets ordalydelse. Dessa negativa rekvisit gör följaktligen att kursmanipulation inte föreligger.

Tillvägagångssättet är följande: Först presenteras den så kallade godtagbara grunden, som är ett uttryck för en marknadskontextuell acceptans av vissa förfaranden som i övrigt kunde anses vara skadliga för marknaden. Därefter presenteras stabilisering, som är ett uttryck för en aktivitetsform på värdepappersmarknaden som anses medföra sådan nytta på marknaden att den bör accepteras, trots att aktiviteten kan anses störa marknadens fria funktion.

#### 7.1.1 Godtagbar grund

Enligt ett undantagsstadgande i VPML 5:12.4 kan åtgärder – trots att de uppfyller VPML 5:12.2,2 och VPML 5:12.2,3 – ändå undgå att vara kursmanipulation.<sup>1139</sup> Så kan fallet vara om det finns en *godtagbar grund* för affärstransaktionen eller uppdraget och de motsvarar marknadspraxis som *Finansinspektionen* godkännt.<sup>1140</sup>

Enligt VPML 5:12.4 är i de fall som avses i 2 mom. 2 och 3 punkten en transaktion eller någon annan åtgärd dock inte kursmanipulation, om det finns en godtagbar grund för den och den motsvarar den marknadspraxis som Finansinspektionen har godkännt för den offentliga eller multilaterala handeln.

Bakgrunden till undantagsstadgandet finns i marknadsmissbruksdirektivet.<sup>1141</sup> Rättspolitiskt får undantagsstadgandet anses fylla en viktig funktion. Det upp-

<sup>1139</sup> Se VPML 5:12.4.

<sup>1140</sup> Mig veterligen har Finansinspektionen i skrivande stund inte ännu godkännt marknadspraxis enligt undantaget i VPML 5:12.4.

<sup>1141</sup> Se marknadsmissbruksdirektivet art 1(5). Enligt direktivet om marknadsmissbruk avses med godtagen marknadspraxis praxis som rimligen kan förväntas på en eller flera finansmarknader och som godtagits av den behöriga myndigheten i enlighet med kommissionens direktiv. Se RP 137/2004 s. 74.

luckrar den förhållandevis rigida strukturen för otillbörlig marknadspåverkan och kanaliserar en möjlighet till flexibilitet och situationskänslighet i tillämpningen av förbudet. Undantaget står således för en möjlighet till en praktisk marknadskontextualisering av förbudet. Finansinspektionen i Finland har emellertid inte ännu godkänt någon sådan marknadspraxis som skulle komma att utgöra en sådan godtagbar grund som möjliggjorde att undantagsstadgandet tillämpades. I väntan på sådan marknadspraxis är det dock skäl att notera följande regleringsstrukturella problem som kan komma att uppstå till följd av det faktum att de olika punkterna i förbudet mot kursmanipulation i VPML 5:12.2,1–4 potentiellt överlappar varandra.

På grund av den lagstiftningsteknik som använts i Finland vid implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet uppstår intressanta dogmatiska problem till följd av undantagsstadgandet i VPML 5:12.4. Så som ovan anförts innehöll nämligen finländsk lagstiftning redan före implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet ett förbud mot kursmanipulation.<sup>1142</sup> Detta gamla förbud, som definierade gärningsrekvisitet, omarbetades och förflyttades vid implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet till VPML 5:12.2,1–4.<sup>1143</sup> Vid omarbetningen implementerades de definitioner av otillbörlig marknadspåverkan som marknadsmissbruksdirektivet innehöll i det existerande förbudet. Däremot ströks inte det gamla nationella förbudet mot kursmanipulation vid omarbetningen.

Detta kan sägas ha skapat vissa överlappningar mellan de olika punkterna i förbudsrekvisitet i VPML 5:12.2,1–4 i den omarbetade lagstiftningen. Ett tydligt exempel på en sådan överlappning är förbudet mot *wash sales*.<sup>1144</sup> Som bekant förbjuder nämligen VPML 5:12.2,1 bl.a. skenavslut (*wash sales*). Vidare förbjuder som bekant VPML 5:12.2,2 affärstransaktioner som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper. Försåvitt *wash sales* anses vara affärstransaktioner som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper, får punkterna 1 och 2 till denna del anses överlappa varandra. Även andra exempel på manipulationstekniker som faller offer för de överlappande förbuden i punkterna 1 och 2 kan anges. Speciellt generalklausulen *andra svikliga förfaringssätt* i punkt 1 breddar här betydligt det potentiella nedslagsfältet för normen. Samtidigt får nedslagsfältet för normen i punkt 2, som förbjuder affärstransaktioner som ger falsk eller

<sup>1142</sup> Förbudet var då purt straffrättsligt och därom stadgades i SL 51:3. Förbudet löd förkortat: ”Den som 1) gör vilseledande köp- eller säljanbud eller skenavslut eller ger ett uppdrag som gäller sådana anbud eller avslut, eller vidtar andra därmed jämförbara vilseledande åtgärder rörande värdepapper som är föremål för offentlig handel [...] skall för *kursmanipulation* dömas till böter eller fängelse i högst två år.”

<sup>1143</sup> Se *Knuts* 2004 s. 559–561. Se parallelltexterna i RP 137/2004 s. 126–127 och 142.

<sup>1144</sup> Se ovan IV.4.2.2.2.1 om *wash sales*.

vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper, även konstateras vara förhållandevis omfattande.<sup>1145</sup>

På grund av att undantagsstadgandet i VPML 5:12.4 enligt sin ordalydelse exklusivt äger tillämpning i de fall som avses i VPML 5:12.2,2 och 5:12.2,3 ådagalägger överlappningen i regleringen ett strukturellt dogmatiskt problem.<sup>1146</sup> Problemet uppstår i relation till undantagsstadgandets tänkbara tillämpning på sådana former av manipulation som uppfyller både rekvisitet i punkt 1 och rekvisitet i punkt 2, t.ex. *wash sales*.<sup>1147</sup> Eftersom VPML 5:12.4 inte stadgar att undantagsstadgandet skulle råda för VPML 5:12.2,1 får lagstiftarens utgångspunkt således anses vara att undantagsstadgandet inte kan tillämpas på *skenavslut* eller *andra svikliga förfaringssätt* medan undantagsstadgandet däremot nog kan tillämpas på *affärstransaktioner som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper*.<sup>1148</sup> Det blir därför nödvändigt att avgöra hur undantagsstadgandets tillämpning skall fördelas på handelsmönster som blivit dubbelt förbjudna. Detta skapar ett intressant upplägg för en konkretisering av de dogmatiska lagtolkningsmetodernas metodkalibrerande påverkan vid tolkningen av förbudet mot kursmanipulation.

Den konkreta frågan lyder således: Skall en gärningsman som gör ett skenavslut (punkt 1) och därmed även gjort affärstransaktioner som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper (punkt 2) skyddas av undantagsstadgandet (moment 4)? Frågan är teoretiskt sett ganska komplicerad och beror på hur man ser på EG-rättens tolkningspåverkan i den nationella straffrätten. Man kan argumentera längs två olika linjer:

<sup>1145</sup> Se RP 254/1998 s. 28 som faktiskt går så långt som att beskriva *matched orders* som skenavslut: "Med skenavslut avses försäljning av värdepapper utan någon verklig överlåtelse av äganderätten. Vid en transaktion av detta slag vet parterna redan vid köpslutet att köpet på motsvarande villkor kommer att göras i andra riktningen."

<sup>1146</sup> Det delikata problemet är konkret. På ett abstrakt plan kan en sådan överlappande strafflagstiftning anses vara otillfredsställande. Det är inte förenligt med straffrättens grundläggande principer att vid kriminaliseringar ta till så kraftiga tag att flera sentenser i ett förbudsrekvisit beskriver samma gärningssätt (dock på varierande precisionsnivå). Att det tillåts uppstå en strafflagstiftning som på detta sätt innehåller dubbelförbud är ett tydligt tecken på att lagstiftaren har skjutit först och frågat sedan samt att skotten dessutom riktats mot en synnerligen rörlig måltavla.

<sup>1147</sup> Nu är nog sannolikheten för att Finansinspektionen skulle acceptera *wash sales* som godtagbar marknadspraxis knappast överhängande, men exemplet är till denna del uttryckligen valt för att det är förhållandevis enkelt att greppa. Däremot har ovan konstaterats att det är högst sannolikt att någon annan form av kursmanipulation som Finansinspektionen kunde tänkas acceptera som godtagbar marknadspraxis även kunde uppfylla förbuden i både punkt 1 och punkt 2.

<sup>1148</sup> Se *Knuts* 2004 s. 575. Orsaken till denna diskrepans i undantagsstadgandets tillämpning är historisk: Förbudet mot skenavslut i punkt 1 härstammar nämligen från tiden före marknadsmissbruksdirektivet, förbudet i punkt 2 härstammar däremot från tiden efter marknadsmissbruksdirektivet, vilket även undantaget i VPML 5:12.4 gör.

Omfattar man å ena sidan straffrättens nationella angelägenhetskaraktär i förhållande till EG-rätten kunde således följa att man ansåg att undantagsstadgandet i moment 4 inte skall tillämpas. Det är medlemsstaten Finlands angelägenhet att upprätthålla en överreglering av kursmanipulation i den nationella straffrätten. Denna överreglering skulle i detta fall innebära att ett kategoriskt förbud mot t.ex. skenavslut utan möjlighet till undantag existerade nationellt. Däremot ingick då ett relativt förbud mot affärstransaktioner som ger falsk eller vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris, underkastat villkor enligt undantagsstadgandet i moment 4 i den nationella rätten på grund av EG-rätten. I en sådan argumentation förfäktades alltså att straffrättsepitetet gjorde frågan om undantagsstadgandets tillämplighet vid överlappande rekvisit till en exklusivt nationell affär. Inom den nationella straffrätten löd då frågan om det är förenligt med legalitetsprincipen att upprätthålla ett dubbellagrums av ovan beskriven karaktär med disharmonierande undantagsstadganden och därefter välja lagrum enligt huruvida man önskar att undantagsmöjligheten skall äga tillämpning eller ej. Jag är redo att hävda att gärningsmannen bör skyddas av undantagsstadgandet trots överlappningen. På grund av legalitetsprincipen och de ideal den för fram bör det vara motiverat att i en situation av överlappande rekvisit lösa problem som uppstår på grund av överlappningen på ett sätt som gynnar gärningsmannen.<sup>1149</sup> Vid två tänkbara tolkningar väljs den som inbegriper undantagsmöjligheten (punkt 2), eftersom den är en tolkning som gynnar svaranden.

Omfattar man å andra sidan den EG-rättsliga doktrin som gör gällande att straffrätten visserligen är en nationell angelägenhet, men att medlemsstaten inte kan definiera sin straffrätt så att den exkluderar EG-rätten, ger detta ett uppenbart stöd för EG-rättens företrädare. Företrädet ger upphov till ett annat argumentationsmönster i den prövade rättsfrågan: Av tämligen elementära EG-rättsliga principer följer då att det råder en plikt för den nationella domstolen att tolka den nationella lagstiftningen EG-rättskonformt. Då marknadsmissbruksdirektivets förbud mot otillbörlig marknadspåverkan kommer förpackat med en EG-rättslig undantagsmöjlighet, uppnås EG-rättskonformitet i fallet genom att man väljer att tillämpa det förbud som är EG-rättsligt, varav följer, att även det EG-rättsliga undantag som ingår i paketet tillämpas. Att undantaget således bör tillämpas följer av att en tillämpning av undantaget i största möjliga mån förverkligar EG-rätten.<sup>1150</sup>

<sup>1149</sup> Man kan som tilläggsargument invända att det kanpast kan vara förenligt med legalitetsprincipens obestämdhetsförbud att dubbelkriminalisera på detta sätt, i synnerhet inte då dubbelkriminaliseringen trots allt får dogmatiskt divergerande konsekvenser på grund av accessoriskt undantag.

<sup>1150</sup> I enlighet med ovan använd terminologi skulle således en sådan EG-rättskonform tolkningspåverkan i den nationella straffrätten benämnas negativ, eftersom EG-rättens tolkningspåverkan gjorde det otillåtna tillåtet.

Av den dogmatiska analysen följer således att undantagsstadgandet i VPML 5:12.4 skall tillämpas direkt i stöd av lag i de fall som avses i VPML 5:12.2,2 och VPML 5:12.2,3. Därtill skall det tillämpas i stöd av tolkning i de fall som avses i VPML 5:12.2,1 till den del de fall som avses i VPML 5:12.2,1 även kunde lagföras i stöd av VPML 5:12.2,2 eller VPML 5:12.2,3. Om det däremot existerade ett fall som endast kunde lagföras i stöd av VPML 5:12.2,1 skulle undantagsstadgandet i VPML 5:12.4 inte äga tillämpning på detta fall. Jag har dock inte kunna identifiera ett sådant tänkbart fall.<sup>1151</sup>

## 7.1.2 Stabilisering

Det andra undantaget som behandlas i denna avhandling avviker rättsstrukturellt från det första undantaget. I marknadsmissbruksdirektivet artikel 8 stadgas att förbuden i marknadsmissbruksdirektivet inte är tillämpliga på handel med egna aktier i återköpsprogram<sup>1152</sup> eller på stabilisering av ett finansiellt instrument, förutsatt att handeln utförs i enlighet med de genomförandeåtgärder som antas i enlighet med förfarandet i marknadsmissbruksdirektivet artikel 17(2). Den strukturella avvikelserna består i att detta senare undantag inte förutsätter ett nationellt accepterande där Finansinspektionen har en möjlighet att acceptera ett förfarande eller inte. Eftersom undantaget är betingat av en förordning given av kommissionen<sup>1153</sup> följer nämligen av förordningens EG-rättsliga karaktär att undantaget blir nationellt direkt tillämplig rätt utan att nationella åtgärder för att införliva rättsreglerna genomförs.<sup>1154</sup>

I VPML 5:13.1,2 ingår således en informativ begränsningsbestämmelse enligt vilken bl.a. förbudet mot kursmanipulation inte tillämpas på värdepappershandel genom vilken priset på ett värdepapper stabiliseras:

<sup>1151</sup> Av denna slutsats följer således även en annan konklusion: VPML 5:12.2,1 förefaller i sin helhet onödigt och bidrar således endast till att göra ett redan svårtolkat rekvisit för otillåten gärning längre och mera komplicerat. Det enda trovärdiga skälet till att bibehålla punkt 1 är det konkretiseringsmervärde ordet *skenavslut* kan tänkas erbjuda ur legalitetsprincipssynvinkel. Emellertid är även det värdet relativt: skenavslut är ett högst värdeladdat ord i sig som inte märkbart kan anses klargöra exakt vad som är förbjudet i den helhet normen i punkt 1 utgör. Dessutom torde det inte vara en oöverkomlig förändring att förflytta ordet skenavslut till rekvisitet i punkt 2, ifall lagstiftaren önskar behålla det.

<sup>1152</sup> Jag behandlar inte handel med egna aktier, eftersom frågeställningen inte är av relevans i en avhandling om kursmanipulation. På denna punkt medför undantaget ett mervärde framför allt i relation till insiderhandel, vilket inte behandlas i denna avhandling.

<sup>1153</sup> Se kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument. Jag talar härnäst om kommissionens förordning.

<sup>1154</sup> Se RP 137/2004 s. 73. Se *Høeg Madsen – Jalaei* 2005 s. 54.



”Vad som i detta kapitel föreskrivs om utnyttjande av insiderinformation eller om kursmanipulation tillämpas inte på sådan handel med värdepapper där [...] 2) ett värdepappersföretag eller kreditinstitut stabiliserar priset på värdepapper i enlighet med förordningar som Europeiska gemenskapernas kommission utfärdat med stöd av artikel 8 i direktivet om marknadsmissbruk.”

Omfattningen av undantaget som skapas genom detta negativa rekvisit är beroende av tolkningen av sådana stabiliseringsåtgärder som definieras närmare genom kommissionens förordning. Undantaget kallas i värdepappersmarknadsrättslig jargong för en *safe harbour*-bestämmelse, vilket samtidigt beskriver det viktiga juridiska karaktärsdrag som är förknippat med undantaget: det faktum att transaktioner utförs inom ramen för undantaget gör att transaktionerna är kategoriskt tillåtna stabiliseringsåtgärder – det faktum att transaktioner utförs utanför undantaget gör inte transaktionerna kategoriskt förbjudna, däremot tillämpas naturligtvis inte undantagsreglerna på sådana transaktioner.

Stabilisering kan beskrivas vara ett slags konsekvent stödköpande av värdepapper.<sup>1155</sup> Vid strukturerade utförsäljningstransaktioner av värdepapper, t.ex. aktieemissioner, ökar utbudet av ifrågakvarande värdepapper oftast kraftigt och plötsligt.<sup>1156</sup> Trots tanken om långtgående substitution på effektiva värdepappersmarknader kan en sådan kraftig ökning av utbudet – tillfälligt – få en negativ inverkan på ifrågakvarande värdepappers värdepapperskurs.<sup>1157</sup> Detta är det ekonomiska skälet till att förläna stabilisering en rättslig undantagsstatus. Förutsatt att definierade villkor uppfylls vid stabiliseringen anses följaktligen stabiliseringen, som i praktiken utförs av emittentens emissionsinstitut, stärka marknaden under den övergångsperiod det tar för marknaden att absorbera det plötsliga kraftiga utbudet. Därmed stabiliseras marknaden på ett eftersträvarvärt sätt.<sup>1158</sup>

<sup>1155</sup> Se om stabilisering *Karjalainen m.fl.* 2008 s. 416, *Häyrynen – Kurenmaa* 2006 s. 79–81, *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 302, *Werlauff m.fl.* 2006 s. 422, *Høeg Madsen – Jalaei* 2005 s. 54–63, *Papachristou* 2006 s. 77–82, *Schröder* 2007 s. 165, *Schönhöft* 2006 s. 99 och *Lau Hansen* 2001 s. 504. Se för en omfattande analys inom finansiell ekonomi om IPO-stabilisering på den amerikanska marknaden *Ruud* 1993 s. 135–151.

<sup>1156</sup> Se *Høeg Madsen – Jalaei* 2005 s. 54.

<sup>1157</sup> Frågeställningen får anses vara välundersökt inom finansiell ekonomi. Se t.ex. *Holthausen m.fl.* 1987 s. 245–246 för en tillämpning av substitutionshypotesen på stora utförsäljningar av värdepapper. *Aggrawal* 2000 s. 1075 för en diskussion om substitutionshypotesen i förhållande till stora utförsäljningar. Se även den parallella diskussion som förts om den empiriska konsekvensen av förbudet mot *short selling* vid emissioner i USA av bl.a. *Saffieddine – Wilhelm* 1996 s. 729–730. Se även *Knuts* 2009 s. 69.

<sup>1158</sup> Se *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 302. Förutom att marknaden stabiliseras anses detta innebära att kapitalanskaffningskostnaderna för emittenten kan komma att bli lägre. Dessutom är det möjligt att stabiliseringen möjliggör en mera förutsägbart förtjänstlogik för emissionsinstitutet vid en emission, vilket samtidigt får en fördelaktig inverkan på de tjänster emissionsinstitutet erbjuder.

Förhållandet mellan förbudet mot kursmanipulation och stabilisering får rättsdogmatiskt betraktat anses vara komplicerat.<sup>1159</sup> Svaret på frågan om stabilisering utgör kursmanipulation är givetvis högst beroende av hur man väljer att rättsdogmatiskt definiera kursmanipulation. Gällande lagstiftning kan anses vara något otydlig på denna punkt, eftersom förbudet mot kursmanipulation utformats som ett mycket omfattande rekvisit. Gällande rätt har således hittills snarare valt att kringgå än att lösa det rättsdogmatiska definitionsproblemet om hur förhållandet mellan kursmanipulation och stabilisering skall uppfattas. Man har därmed skapat en undantagsdefinition för sådan stabilisering som åtminstone inte skall anses vara förbjuden kursmanipulation och rättslitteraturen har vanligen nöjt sig med att konstatera att på så sätt definierade stabiliseringsåtgärder även utgör stabilisering som är undantagen förbudet mot kursmanipulation.<sup>1160</sup> I praktiken kan således problem oftast undvikas genom att strukturera stabiliseringen så att den faller inom undantagsregleringens gränser.

Undantagsgilla stabiliseringsåtgärder definieras uttömmande i den direkt tillämpliga kommissionens förordning. Den detaljerade regleringen kan sammanfattas genom att konstatera att den uppställer tre krav: För att vara undantagsgill skall stabiliseringen fortgå under endast en begränsad tidsperiod (artikel 8), offentliggöras och rapporteras på ett adekvat sätt (artikel 9) och ske till en prisnivå som aldrig överstiger prisvillkoren i den transaktion som ursprungligen föranlett behovet av stabiliseringen (artikel 10).<sup>1161</sup>

Just mot bakgrunden av denna definition av kategoriskt tillåten stabilisering kan också de mest kritiska beröringspunkterna mellan den rättsdogmatiska definitionen av stabilisering och förbudet mot kursmanipulation utvinnas. Det torde således kunna fastslås att stabiliseringen (förutsatt att den inte faller inom ramen för undantagsstadgandet) kan utmana både förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation och förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation.

Förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation har ovan definierats innehålla ett kritiskt element i form av ett förbud mot sådant vilseledande som har en relation till värdepapperskurser. Eftersom stabiliseringen utförs genom transaktioner i värdepapper är det följaktligen främst transaktionsbaserad kursmanipulation som står i blickfånget då stabilisering analyseras i samband med informationsbaserad kursmanipulation.<sup>1162</sup> I relation till transaktionsbaserad

<sup>1159</sup> Se framför allt *Papachristou* 2006 s. 78–82, som visserligen förtjänstfullt påpekar det problematiska förhållandet, utan att dock presentera ett förslag till lösning på systematiseringsproblemet.

<sup>1160</sup> Se t.ex. *Häyrynen – Kurenmaa* 2006 s. 79–81, *Schröder* 2007 s. 165, *Schönhöft* 2006 s. 99 och *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 302.

<sup>1161</sup> Se *Karjalainen m.fl.* 2008 s. 416 och *Häyrynen – Kurenmaa* 2006 s. 79–81.

<sup>1162</sup> Ovanstående påstående betyder självfallet inte att det skulle vara omöjligt att åstadkomma kommunikationsbaserad kursmanipulation i samband med stabilisering av värdepapperskurser.

kursmanipulation är det främst passusen som förbjuder *andra svikliga förfaringssätt* (VPML 5:12.2,1) eller passusen som i tillämpad form förbjuder *transaktioner som ger vilseledande information om utbud, efterfrågan eller pris på värdepapper* (VPML 5:12.2,2) som kunde uppfattas stöta sig med stabilisering av värdepapper. Detta förutsatte då att man uppfattade stabiliseringen förmedla vilseledande information och således vara ett annat svikligt förfaringssätt eller för att efterfrågan på grund av stabiliseringsåtgärderna blev vilseledande. I fall stabiliseringen utförs av det emissionsinstitut som samtidigt eller något tidigare för sin huvudmans (emittenten) räkning sålt aktier vid en emission, skulle då det återköp av aktierna stabiliseringen innebär göra utbudet av aktierna till ett delvis vilseledande utbud. Man skulle då kunna anse att emittenten med hjälp av emissionsinstitutet erbjudit ett vilseledande antal aktier, eftersom man – men inte marknaden – varit medveten om återköpsplanerna vid den efterföljande stabiliseringen.

Trots att det i det ovan beskrivna läget är långt ifrån klart att emissionsinstitutet har gjort sig skyldigt till transaktionsbaserad kursmanipulation är det i alla fall klart att ett adekvat offentliggörande av att stabiliseringsåtgärder kommer att genomföras, eliminerar det potentiellt vilseledande elementet i förfarandet. En *disclose or abstain*-filosofi framträder därmed tydligt. I praktiken torde det dessutom ligga i både emittentens och emissionsinstitutets intresse att offentliggöra planerna på stabiliseringen, eftersom marknadens vetskap om stabiliseringsåtgärderna får antas ha en hämmande effekt på t.ex. sådan extensiv *short selling* som kunde bidra till att driva kursen nedåt. En del av effektiv stabilisering ligger således i att låta marknaden veta att stabilisering kommer att genomföras.

Förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation har ovan definierats innehålla ett kritiskt element i form av ett otillbörligt utnyttjande av sådan kurskontroll som förmår låsa fast värdepapperskursen vid en konstlad nivå (VPML 5:12.2,3). Detta förbud är vid första anblicken förhållandevis intressant då det relateras till stabilisering. Eftersom stabiliseringen uttryckligen syftar till att stödja, vårda eller underhålla kursen, så att den under en kort kritisk tid efter ett plötsligt ökat utbud av en aktie inte sjunker på ett okontrollerat sätt, kunde man anse att stabiliseringsåtgärder per definition måste vara ett sätt att intervensera i den fria prissättningsmekanismen på värdepappersmarknaden. Då kunde det ligga nära till hands att anse att stabiliseringsåtgärder även är att betrakta som marknadskraftsbaserad kursmanipulation.

Uppfattar man marknadskraftsbaserad kursmanipulation på det sätt jag ovan anfört, verkar ovan gjorda slutsats dock vara förhastad. Den allmänna kurspåver-

---

Således skulle påståendet att stabilisering kommer att genomföras i samband med en emission förmodligen vara informationsbaserad kursmanipulation förutsatt att ingen stabilisation utfördes.

kande effekt stabiliseringsåtgärder föranleder förefaller nämligen inte *per se* vara kurskontrollerande på ett sådant sätt att en otillbörlighet kan förknippas med åtgärderna. Blott det faktum att ett emissionsinstitut på andrahandsmarknaden förvärvar de aktier som nyss emitterats kan knappast anses utgöra otillåten kurskontroll, förutsatt att inte proportionerna mellan stabiliseringsåtgärderna, de emitterade aktierna och existerande aktier är väldigt ovanliga.<sup>1163</sup> Följer den stabiliserande parten den prisregel som ingår i kommissionens förordning, enligt vilken stabilisering under inga omständigheter får ske till ett pris som överstiger det fastställda erbjudandepriset, kan man i praktiken utesluta att stabiliseringsåtgärderna låste fast priset vid en konstlad prisnivå (VPML 5:12.2,3). Denna syn har förvisso även lagstiftaren omfattat.<sup>1164</sup>

<sup>1163</sup> Skulle emitteringen av aktier vara minimal, existerande antal aktier vara mycket stort och stabiliseringsåtgärderna väldigt kraftiga kunde man tala om ovanliga proportioner. I synnerhet i relation till *short selling* kunde då stabiliseringen få en stark dominans. Det oaktat bör offentliggörandet av stabiliseringsåtgärderna anses skapa en stark presumtion om att stabiliseringsåtgärderna knappast kan skapa en sådan otillbörlig dominans i förhållande till andra marknadsaktörer att det fanns orsaker att stävja stabiliseringen.

<sup>1164</sup> Man kunde nog problematisera denna prisregel. Det faktum att stabiliseringsåtgärderna pågår under en tidsperiod efter fastställandet av erbjudandepriset möjliggör förstås i teorin att starkt kursdrivande information uppstått efter fastställandet av erbjudandepriset, men innan stabiliseringsåtgärderna upphört. Om denna information driver värdepapperskursen nedåt, kunde nog anses att därefter genomförda stabiliseringsåtgärder till erbjudandepriset låser fast priset vid en nivå som sedermera får anses vara konstlad. Kommissionen förefaller dock på denna punkt ha nöjt sig med att acceptera en kategorisk prisregel, vilket gör dogmatiken något okontextualiserad på denna punkt.



---

## 8 Syntes om konkretisering

Avhandlingens normativa del har konkret tolkat och systematiserat förbudet mot kursmanipulation. Genom att kombinera empirisk kunskap i form av kunskap om kontext (del II) med kunskap om lagtolkningsmetod (del III) har denna avslutande del eftersträvat att uppställa en kontextualiserad tolkning och systematisering av förbudet mot kursmanipulation. Ansatsen har samtidigt varit att ge konkreta tolkningsrekommendationer som kan tillämpas på de typfallssituationer som presenterats.

Förbudet mot kursmanipulation är trängt mellan ett krav på defensiv rättssäkerhet å ena sidan och ett krav på offensiv marknadseffektivitet å andra sidan. Trots att kraven inte alls alltid utgör varandras motpoler följer därav ändå ett behov av att uppställa en optimalt kontextualiserad rättsdogmatik som förmår hantera förbudet mot kursmanipulation lyhört för den verklighet värdepappersmarknaden utgör, utan att avkall ges på de rättsskyddsgarantier en civiliserad rättskultur bör värna om. Nyckeln till denna kontextualiserade rättsdogmatik ligger så vitt jag kan bedöma i en tillräcklig kunskap om och en tillräcklig förståelse för både värdepappersmarknaden och rätten. Mot denna fond kan då en värdepappersmarknadsstraffrätt gestaltas.

I detta kapitel har jag således utnyttjat ovan i del II och del III utarbetad fond för att konkret tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Genom kunskap om värdepappersmarknaden som kontext har jag anförut att systematiseringen bör ta fasta på den distinktion som existerar mellan informationsbaserad kursmanipulation och marknadskraftsbaserad kursmanipulation. Genom kunskap om lagtolkningsmetoder inom de rättsfält som påverkar förbudet mot kursmanipulation har jag anförut att tolkningen bör ta fasta på att rättsdogmatiken bör betona förutsägbarhet då obestämda eller värdeöppna rekvisit tolkas.

Jag har analyserat förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation genom att påpeka behovet av att uppställa en rättsdogmatisk modell som förmår hantera relationen mellan information och kurspåverkan. Genom den modell jag valt har jag gett rekommenderade lösningsförslag i typfallssituationer som presenterats inom ramen för den systematisering av förbudet mot informationsbaserad kursmanipulation som jag genomfört. Jag har analyserat förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation genom att påpeka behovet av att uppställa en rättsdogmatisk modell som förmår hantera det mycket omfattande förbudet då miljön för förbudet utgör den värdepappersmarknad, vars reflexiva karaktär gör gränsdragningar mellan tillåtna och otillåtna värdepapperstransaktioner mycket

utmanande. Genom den modell jag valt har jag gett konkreta rekommenderade lösningsförslag i typfallssituationer som presenterats till följd av den systematisering av förbudet mot marknadskraftsbaserad kursmanipulation som jag genomfört. Avslutningsvis har jag tolkat och systematiserat de negativa rekvisit som har en direkt beröringspunkt med förbudet mot kursmanipulation och som därför påverkar den konkreta tolkningen och systematiseringen av förbudet i denna avhandlings normativa del. Genom detta tillvägagångssätt har jag uppnått en tolkningsrekommendation som är förenlig med det liberalistiska ideal jag förfäktar.



## 9 Avslutande diskussion

”En enda författning, nämligen den, at kunna minska våra författningar, har alt sedan blifwit mig et fägnasamt arbets-ämne, hwilket jag såsom det aldräförsta och wigtigaste, innan några nya nu göres, wille på det högsta Recommendera.”

*Anders Chydenius*<sup>1165</sup>

Denna avhandling har syftat till att tolka och systematisera förbudet mot kursmanipulation. Uppgiften är utmanande, eftersom det förefaller uppstå en djupgående konflikt mellan en defensivt återhållsam straffrätt och en offensivt effektiv värdepappersmarknad. Denna djupgående, genomlöpande intressekonflikt kan ytterst föras tillbaka på ett sådant värderingsval som jag själv anfört att jag avgör genom att betona ett liberalistisk frihetsideal. Idealet talar för båda sidor, men om sida måste väljas prioriteras den defensiva straffrätten på den effektiva marknadens bekostnad.

Ovan utförda analys har fägnasamt nog gjort gällande att intressekonflikten mellan dels det defensiva, dels det offensiva, vid närmare anblick inte nödvändigtvis står i en så bjärt kontrast till varandra som ordvalet kunde fresta betraktaren att tro. Således menar jag att det förutsägbarhetsideal som straffrättslig, defensiv legalism bejakar bör ges en stor genomslagskraft också vid tolkningen av regler på värdepappersmarknaden. Omfattar man en liberalistisk grundsyn (vilket jag uttryckligen meddelat mig göra) verkar det således vara eftersträfvansvärt att strukturera rättslig intervention på värdepappersmarknaden på ett sätt som betonar förutsägbarhet. En sådan rättslig intervention bidrar då till att reducera den lagtolkningsrisk som på värdepappersmarknaden utgör en marknadsstrukturell risk som per definition försämrar – inte förbättrar – effektiviteten på värdepappersmarknaden.

Detta leder till att straffrätten kan utnyttjas som ett effektivt styrmedel på värdepappersmarknaden. När så sker är det dock essentiellt att straffrätten gestaltas, tolkas och systematiseras på det defensiva sätt jag anfört ovan. Endast i ett sådant fall är det möjligt att utnyttja straffrätten som ett effektivt styrmedel på värdepappersmarknaden.

Gestaltas, tolkas och systematiseras emellertid straffrätten på ett annorlunda, offensivare sätt, leder detta till att straffrätten – förutom att den stöter sig med grundläggande liberalistiska ideal i form av mänskliga rättigheter – dessutom

<sup>1165</sup> Se Chydenius 1880 s. 135.

stöter sig med samma effektivitet som på värdepappersmarknaden åberopats för att introducera rättslig intervention. En sådan (felaktig) rätt leder således till en överreglering i form av en oförsvarlig intervention i individens integritet och en överreglering i form av oförsvarlig intervention i den fria marknadsmekanism som det liberalistiska samhället vilar på.

Allra sist och viktigast är därför att rekommendera att en sådan reglering inte bör accepteras.

---

# Tiivistelmä

Mårten Knuts

## KURSSIN VÄÄRISTÄMINEN ARVOPAPERIMARKKINOILLA

Kurssin vääristämiskieltoa säännellään arvopaperimarkkinalain (495/1989) 5 luvun 12 §:ssä. Säännös kieltää virheellisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen arvopaperimarkkinoilla (markkinatietomanipulaatio) sekä arvopaperin kurssin vääristämisen epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle (markkinavoimamanipulaatio). Käsillä oleva oikeustieteellinen väitöskirjatutkimus tulkitsee ja systematisoi kurssin vääristämiskieltoa.

Tutkimuksen teoreettisessa osassa analysoidaan arvopaperimarkkinoita kurssin vääristämiskiellon dynaamisena toimintaympäristönä. Teoreettisessa osassa arvioidaan, millä tavoin empiiristä tutkimusmetodia käyttäen tuotettua tietoa voidaan hyödyntää normatiivisessa oikeustieteellisessä viitekehyksessä.

Tutkimuksen laintulkintametodologisessa osassa kehitellään kurssin vääristämiskiellon tulkintaan soveltuvaa laintulkintametodia. Metodologisessa osassa arvioidaan, miten kurssin vääristämiskiellon tulkinnan kannalta keskeiset laintulkintakäytännöt vaikuttavat tutkimuksessa käytetyn laintulkintametodin tämentymiseen. Metodologisessa osassa toisin sanoen tutkitaan, miten rikosoikeudellisesta laillisuusperiaatteesta, Euroopan ihmisoikeuskonventiosta ja EY-oikeudesta johdetut laintulkintametodit vaikuttavat siihen laintulkintamettiin, jota hyödynnetään tutkimuksen erityisessä osassa.

Tutkimuksen erityisessä osassa sovelletaan kurssin vääristämiskieltoa tyyppitapaustilanteisiin, joissa kielletyn ja sallitun toiminnan raja arvopaperimarkkinoilla kaipa selkiyttämistä. Erityisessä osassa arvioidaan siten arvopaperimarkkinoilla esiintyvien toimintatapojen oikeudellista asemaa kielletyn ja sallitun rajamaastossa. Arvioinnin kohteena ovat muun muassa arvopaperimarkkinoilla tiedonantoina ja kaupankäyntitekniikoina esiintyvät toimintatavat, kuten *scalping*, *wash sales* ja *marking the close* (markkinatietomanipulaatio), ja *cornering*, *squeezing* ja *pumping and dumping* (markkinavoimamanipulaatio).

Tutkimuksen tuloksena esitetään tulkintasuosituksia, joita noudattamalla voidaan edistää sijoittajansuojaa arvopaperimarkkinoilla vahvistamalla sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen. Tulkintasuositukset muo-

## TIIVISTELMÄ

dostetaan kuitenkin niin, etteivät ne loukkaa perustavanlaatuisista oikeusturvatakeista johtuvia yksilönsuojan ilmentämiä perussääntöjä. Väitöskirjatutkimuksella tehostetaan kurssin vääristämiskiellon käytettävyyttä arvopaperimarkkinoiden ohjausvälineenä oikeusvaltiossa.

---

## Abstract

Mårten Knuts

### MARKET MANIPULATION IN THE SECURITIES MARKETS

The Finnish legal regime against market manipulation, included in the Finnish Securities Market Act, Chapter 5, Section 12, prohibits two systematically divergent types of market manipulation: information-based manipulation, concerning the dissemination of false or misleading information, and market power-based manipulation, concerning other means of price distortion. This dissertation interprets the legal notion of market manipulation itself. It argues that a methodical interpretation as suggested in the thesis must be carried out in order to enhance investor protection, whilst guaranteeing the protection of the rule of law.

Part One of the dissertation explores the theoretical backdrop of the regime against market manipulation by analysing the optimal utilisation of empirical facts within the normative framework of legal interpretation.

Part Two of the dissertation compares the various competing methods of legal interpretation prevailing in legal contexts that are relevant to market manipulation. By assessing case law from the Finnish Supreme Court, the European Court of Human Rights and the European Court of Justice, three competing methods of legal interpretation are presented. Based on this analysis, a method *sui generis* is developed as a synthesis of the methods analysed, drawing from the theoretical framework established in Part One.

Part Three of the dissertation analyses the concrete legal questions arising in relation to the prohibition against market manipulation by applying the method of legal interpretation constructed above. Various trading techniques and frequently appearing market activities are presented with a view to pinpointing the key legal assessments necessary for determining whether such market activities fall under the prohibition against market manipulation or not. Information-based manipulation and market power-based manipulation are equally addressed, as actual forms of conduct, such as scalping, short selling, wash sales, matched orders, circular trades, marking the close, painting the tape, parking, warehousing, pumping and dumping, trashing and cashing, cornering, and squeezing are analysed.

#### ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to provide interpretative support for the legal analysis of market manipulation. An interpretation which takes into account the methodical analysis presented in the thesis will enhance investor protection by guaranteeing the fair functioning of the securities markets, whilst simultaneously improving the protection of the rule of law.

Finnish Lawyers' Association 2010  
ISBN 978-951-855-295-9

# Rättsfall och avgöranden

## Högsta domstolen

|             |                      |
|-------------|----------------------|
| HD 2008:86  | 93, 103, 104, 105    |
| HD 2007:67  | 101, 102, 104        |
| HD 2007:11  | 151                  |
| HD 2006:110 | 81                   |
| HD 2006:99  | 101                  |
| HD 2006:1   | 151, 347             |
| HD 2005:27  | 100, 104, 151        |
| HD 2004:46  | 91, 98, 99, 100, 129 |
| HD 2002:11  | 81, 94, 97           |
| HD 2001:87  | 104                  |
| HD 2001:86  | 94, 96, 104          |
| HD 2000:82  | 81                   |
| HD 2000:74  | 94, 95, 104          |
| HD 2000:39  | 92                   |
| HD 1999:51  | 89, 103              |
| HD 1998:164 | 90, 91, 92           |
| HD 1998:39  | 96                   |

## Helsingfors hovrätt

|                                                                                           |        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Helsingfors hovrätts dom, given 28.5.2009 (R 08/716) ( <i>Jippii</i> -fallet)             | 8, 272 |
| Helsingfors hovrätts dom, given 31.5.2005 (R 02/4230) ( <i>Tampereen Puhelin</i> -fallet) | 8      |
| Helsingfors hovrätts dom, given 31.5.2005 (R 02/2654) ( <i>YIT</i> -fallet)               | 8      |
| Helsingfors hovrätts dom, given 8.9.1994 (R 93/2387) ( <i>Elektrotel</i> -fallet)         | 8      |
| Helsingfors hovrätts dom, given 9.9.1993 (R 92/969) ( <i>Cultor</i> -fallet)              | 8      |

## Övriga finländska avgöranden

|                                                   |     |
|---------------------------------------------------|-----|
| Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut: 2009:1 | 300 |
| Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut: 2008:4 | 300 |
| Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut: 2008:2 | 307 |
| Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut: 2008:1 | 308 |
| Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut: 2007:1 | 308 |
| Helsingforsbörsens disciplinnämnds beslut: 2006:1 | 347 |
| Finansinspektionens beslut: Dnr 7/413/2009        | 298 |
| Finansinspektionens beslut: Dnr 5/245/2004        | 318 |



## Europeiska människorättsdomstolen

|                                                             |                                |
|-------------------------------------------------------------|--------------------------------|
| Achour mot Frankrike (29.3.2006)                            | 125, 127, 135                  |
| Air Canada mot Förenade kungariket (5.5.1995)               | 111                            |
| Başkaya och Okçuoğlu mot Turkiet (8.7.1999)                 | 131, 135–136                   |
| Bendenoun mot Frankrike (24.2.1994)                         | 111, 115–116, 123              |
| Benham mot Förenade kungariket (10.6.1996)                  | 112                            |
| Blokker mot Nederländerna (7.11.2000) (inadmissible)        | 112                            |
| Brown mot Förenade kungariket (29.7.2003)                   | 112, 114, 298                  |
| Cambell och Fell mot Förenade kungariket (28.6.1984)        | 111                            |
| Cantoni mot Frankrike (15.11.1996)                          | 125, 128–129, 138              |
| Delbos m.fl. mot Frankrike (16.9.2004) (inadmissible)       | 126                            |
| Demicoli mot Malta (27.8.1991)                              | 114                            |
| Deweere mot Belgien (27.2.1980)                             | 110–111                        |
| Diennet mot Frankrike (26.9.1995)                           | 114                            |
| E.K. mot Turkiet (7.2.2002)                                 | 131, 135                       |
| Engel m.fl. mot Nederländerna (8.6.1976)                    | 110–112, 114, 116              |
| Garyfallou AEBE mot Grekland (24.9.1997)                    | 111                            |
| Grigoriades mot Grekland (25.11.1997)                       | 127, 129, 130                  |
| Handyside (7.12.1976)                                       | 134                            |
| Janosevic mot Sverige (23.7.2002)                           | 112, 115–118, 123              |
| Jussila mot Finland (23.11.2006)                            | 117, 121                       |
| Kadubec mot Slovakien (2.9.1998)                            | 111                            |
| Karademirci m.fl. mot Turkiet (25.1.2005)                   | 128–129, 131, 135,             |
| Kokkinakis mot Grekland (24.6.1993)                         | 125, 127–130, 135–138, 163–164 |
| Kononov mot Lettland (24.7.2008)                            | 125, 127–129, 135              |
| Kyprianou mot Cypern (15.12.2005)                           | 114                            |
| Laukkanen och Manninen mot Finland (3.2.2004)               | 126, 139                       |
| Lauko mot Slovakien (2.9.1998)                              | 115                            |
| Maaouia mot Frankrike (5.10.2000)                           | 116                            |
| Malige mot Frankrike (23.9.1998)                            | 112, 115                       |
| Morel mot Frankrike (6.6.2000)                              | 123                            |
| Okçuoğlu mot Turkiet (8.7.1999)                             | 131, 135–136                   |
| Petrovic mot Österrike (27.3.1998)                          | 133                            |
| Phillips mot Förenade kungariket (12.12.2001)               | 112                            |
| Radio France m.fl. mot Frankrike (30.3.2004)                | 127, 129–130, 135              |
| Ravnsborg mot Sverige (23.3.1994)                           | 114                            |
| S.W. mot Förenade kungariket (22.11.1995)                   | 100, 125, 127–129, 135, 138    |
| Salabiaku mot Frankrike (7.10.1988)                         | 118                            |
| Tyrer (25.4.1978)                                           | 133                            |
| Västberga Taxi Aktiebolag och Vulic mot Sverige (23.7.2002) | 115, 123                       |
| Weber mot Schweiz (22.5.1990)                               | 114, 116                       |
| Ziliberg mot Moldavien (1.2.2005)                           | 115–118, 123                   |
| Öztürk mot Tyskland (21.2.1984)                             | 110, 114–116                   |

## Europeiska gemenskapernas domstol

|                                                                  |                            |
|------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| C-391/04 <i>Georgakis</i> (2007) ECR I-03741                     | 165, 310–311, 313,         |
| C-40/04 <i>Syuichi Yonemoto</i> (2005) ECR I-7755                | 151                        |
| C-384/02 <i>Grøngaard och Bang</i> (2005) ECR I-09939            | 83, 165–167, 172, 177, 280 |
| C-176/03 <i>Kommissionen mot rådet</i> (2005) ECR 9939           | 155, 169, 171              |
| C-105/03 <i>Maria Pupino</i> (2005) ECR I-5285                   | 150                        |
| C-168/95 <i>Luciano Arcaro</i> (1996) ECR I-4705                 | 162                        |
| C-74/95 och C-129/95 <i>Brottmål mot X</i> (1996) ECR I-06609    | 162–163, 165, 167          |
| C-368/92 <i>Solange I</i> (1994) ECR I-00605                     | 145–146                    |
| C-91/92 <i>Faccini Dori</i> (1994) ECR I-03325                   | 150                        |
| C-206/88 <i>Vesosso &amp; Zanetti</i> (1990) ECR I-1461          | 160–161                    |
| C-106/89 <i>Marleasing</i> (1990) ECR I-04135                    | 150                        |
| 68/88 <i>Kommissionen mot Grekland</i> (1989) ECR 2965           | 152                        |
| 80/86 <i>Kolpinghuis Nijmegen</i> (1987) ECR 03969               | 159–160, 162, 167, 174     |
| 14/86 <i>Pretore di Salò mot X</i> (1987) ECR 02545              | 160                        |
| 14/83 <i>von Colson &amp; Kamann</i> (1984) ECR 1891             | 150, 160–161               |
| 203/80 <i>Guerrino Casati</i> (1981) ECR 2595                    | 147                        |
| 106/77 <i>Simmmenthal</i> (1978) ECR 629                         | 145                        |
| 82/71 <i>SAIL</i> (1972) ECR 00119                               | 156, 169, 177              |
| 11/70 <i>Internationale Handelsgesellschaft</i> (1970) ECR 01125 | 145, 146                   |
| 6/64 <i>Costa v ENEL</i> (1964) ECR 585                          | 145                        |
| 26/62 <i>van Gend en Loos</i> (1963) ECR 1                       | 145, 147                   |

## Sverige

|                                                    |         |
|----------------------------------------------------|---------|
| Svea Hovrätts dom 2005-04-22 i mål B 1110-04       | 294     |
| Svea Hovrätts dom 2002-06-20 i mål B 1461-01       | 299     |
| Svea Hovrätts dom 2001-10-30 i mål B 6675-00       | 293     |
| Stockholms tingsrätts dom 02-05-14 i mål B 6625-00 | 294     |
| Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut: 2008:12  | 295     |
| Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut: 2008:10  | 351     |
| Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut: 2007:6   | 295–296 |
| Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut: 2007:4   | 301     |
| Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut: 2007:1   | 301     |
| Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut: 2005:6   | 307     |
| Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut: 1999:1   | 301     |

## Danmark

|                                                               |          |
|---------------------------------------------------------------|----------|
| Dom 14.12.2000, Højesteret ( <i>AGF-fallet</i> )              | 299, 306 |
| Dom 16.11.1998, Københavns Byret ( <i>Molslinien-fallet</i> ) | 307      |

## Tyskland

|                                                          |                    |
|----------------------------------------------------------|--------------------|
| <i>Solange I</i> (1974) BVerfG i sak 2 BvL 52/71         | 145–146            |
| <i>Solange II</i> (1986) BVerfG i sak 2 BvR 197/83       | 145–146            |
| <i>Maastricht</i> (1993) BVerfG i sak 2 BvR 2134/92      | 145–146            |
| <i>Bananenmarkt</i> (2000) BVerfG i sak 2 BvL 1/97       | 132–133, 145–146   |
| <i>BGH-fallet</i> (2003) BGH i sak 1 StR 24/03           | 268, 275, 279, 291 |
| <i>Amtsgericht München</i> i sak 1138 Cs 302 Js 23676/95 | 299–300            |

## Förenade kungariket

|                                                                                                                                                |                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| <i>FSA vs Winterflood Securities Limited, Stephen Sotiriou and Jason Robins</i> (2009)<br>(avgjort av Financial Services and Markets Tribunal) | 310                |
| <i>Rex vs De Berenger</i> (1814) 3 Maule & S 67                                                                                                | 211, 268, 270, 320 |
| <i>Rubery vs Grant</i> (1872) 13 LR 443                                                                                                        | 211–212            |
| <i>Scott vs Brown</i> 2 Q. B. D. 724, 729 (1892)                                                                                               | 298                |

## Förenta staterna

### Supreme Court

|                                                       |     |
|-------------------------------------------------------|-----|
| <i>Basic Inc. vs Levinson</i> 485 US 224 (1988)       | 220 |
| <i>Chiarella vs United States</i> 445 U.S. 222 (1980) | 283 |
| <i>United States vs O'Hagan</i> 521 U.S. 642 (1997)   | 283 |

### Courts of Appeals

|                                                                                                   |               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| 556 F.2d 619 <i>White Co vs SEC</i> (1st Cir.), cert denied, 434 U.S. 969 (1977)                  | 317           |
| <i>Blackie vs Barrack</i> 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975 i Court of Appeals)                         | 42            |
| <i>Cargill, Inc vs Hardin</i> 452 F 2d 1154 (8th Cir 1971)                                        | 337, 339, 344 |
| <i>General Foods Corp. vs Brannan</i> 170 F.2d 220 (7th Cir.1948)                                 | 339           |
| <i>Great Western Food Distributors, Inc. vs Brannan</i> , 201 F.2d 476 (7 <sup>th</sup> Cir 1953) | 337, 343      |

|                                                                                                                     |                  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| <i>Minpeco S. A. vs Conticommodity Services Inc. et al, Nelson Bunker Hunt, et al.</i> 269 U.S. App.D.C. 238 (1988) | 330–331, 344–345 |
| <i>United States vs Brown</i> , 79 F.2d 321 (2d Cir. 1935)                                                          | 298              |
| <i>United States vs Corr</i> , 543 F.2d 1042 (2d Cir 1976)                                                          | 316              |
| <i>United States vs Gilbert</i> , 668 F.2d 94 (2d Cir. 1981)                                                        | 298, 306         |
| <i>United States vs Minuse</i> , 114 F.2d 36 (2d Cir. 1940)                                                         | 298, 305         |
| <i>US vs Carpenter, et al.</i> , 791 F.2d 112 (2 <sup>nd</sup> Cir. 1986)                                           | 277, 279         |
| <i>Volkart Bros., Inc. vs Freeman</i> , 311 F.2d 52 (5 <sup>th</sup> Cir. 1962)                                     | 337              |
| <i>Wright vs SEC</i> , 112 F.2d 89 (2d Cir. 1940)                                                                   | 305–306          |

## Delstatsdomstolar

|                                                                       |     |
|-----------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>United States vs Winans</i> , 612 F. Supp. 827, 830 (S.D.N.Y 1985) | 277 |
| <i>Carpenter v. United States</i> , 484 U.S. 19, 108 S.Ct 316 (1987)  | 277 |

## Administrativa avgöranden

|                                                                                                          |          |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| <i>Kidder Peabody &amp; Co.</i> , 18 SEC 559, 568 (1945)                                                 | 277, 293 |
| <i>SEC v Charles O. Huttoe</i> No. 96-02543 (1997)                                                       | 287      |
| <i>SEC vs Capital Gains Research Bureau, Inc</i> 375 U.S. 180, 84 S. Ct. 275,<br>11 L.Ed.2d. 237 (1963). | 273      |



# Sakordsregister

- Akrasia* 43
- Analytiker 222, 267, 271, 273–274
- Arbitrage/arbitrager 41, 45–46, 290, 314, 315, 333
- Behavioral Finance
- användbarhet inom juridik 47–48, 55, 349
  - empiriska stöd 45–46
  - teoretiska utformning 43–44
- Blankning (se *short selling*)
- Blockhandel 8, 305–307
- Book-building* 318
- Budplikt 318–319
- Börsorakel 267, 271, 285, 287
- Citronteorin
- *Akerlofs* teori om asymmetrisk information 31–32
  - roll i värdepappersmarknadsrätten 32–33
- Corporate raiders 285
- Definitionsdirektivet 193, 195, 197–198, 202, 204–205, 207, 210, 268, 273, 276, 291, 297, 309 322, 344, 346, 348
- Delta (δ) 294, 336
- Derivatinstrument 294–295, 297, 316, 318, 322–323, 329–330, 335–337, 343–349
- Desinformation 31–35, 223, 228
- Doctor Evil* 349
- Effektivitetsproblem 226, 232
- Efficient Capital Markets Hypothesis*
- användbarhet inom juridik 46–48, 53–58, 256, 269, 283, 289, 312–314, 333
  - empiriska stöd 42
  - teoretiska utformning 39–41
- EG-rätten
- lojalitetsprincipen 145
  - negativ tolkningspåverkan 151
  - positiv tolkningspåverkan 150, 152, 158, 162, 164–165, 171, 174, 179
  - subsidiaritetsprincipen 152
- Ekonomisk kriminalitet 104–105
- Emittenter 123–124, 204, 219, 221, 267, 271–272, 287, 292
- Engelkriterierna
- allmänt 109–111
  - nationell klassifikation 111–112
  - normens karaktär 112–116
  - sanktionens natur och magnitud 116–117
- Europadomstolens tolkningsmetoder
- evolutiv-dynamisk 132, 171
  - komparativ 132–133
  - subsidiaritetsbetingad 132, 135, 138, 141
- Fara
- abstrakt 230–231, 233–235, 238–245
  - konkret 229–231, 233–238, 240–245
- Felprissättning 41, 45–46
- Financial Services Action Plan* 9, 151
- Fit and proper*-bedömning 318
- Flaggningsplikt 286, 318–322
- Förbudet mot kursmanipulation
- Danmark 204–206
  - England 210–216
  - Finland (översikt) 197–202
  - marknadsmissbruksdirektivet 192–197
  - Sverige 202–204
  - systematik 217–224
  - Tyskland 207–210
- Gamma (γ) 336
- Godtagen marknadspraxis 9, 193, 353
- Green shoe option* 317
- Gärningsculpa
- tillämpning 269–270, 306
  - utformning 246–248
  - variationer 248–253
- Hedge ratio* 336
- Information
- verbal vs. non-verbal 220–223
- Informationsasymmetri(er) 31–34, 38, 224, 272, 274, 276, 310
- Information traders* 289–290
- Initial Public Offerings* (IPO) 358
- In the money* 336

Insiderbrott (och insiderhandel) 8–9, 83, 166, 183, 255, 274–276, 310–311, 357  
 Journalist(er) 152–154, 195, 199, 205, 208, 222, 267, 271, 276–282  
 Knockout klausul 323  
 Konkurrensrätt  
   – parallell till kursmanipulation 223, 331–335  
 Kurskontroll 337  
*Law and economics* 50–52, 256  
 Legalitetsprincipen  
   – analogiförbudet 69, 72–73, 75, 77, 87–90, 126, 137, 261  
   – beståndsdelar 71, 125–126, 139  
   – i EMRK 125–138  
   – obestämdhetsförbudet 69, 72–75, 77, 87, 137  
*Living instrument* 132  
*MAC-villkor (material adverse conditions)* 284  
*Mail and wire fraud* 277  
 Manipulationstekniker  
   – *advancing the bid* 222, 267, 292, 295–296  
   – *circular trading* 309–311, 313  
   – *cornering* 343–344  
   – *cross market-manipulation* 293, 322–323, 336, 345, 348  
   – *frontrunning* 274–275  
   – *karusellgeschäfte* 308  
   – *lukkebamse* 322  
   – *marking the close* 76, 194, 222, 267, 291, 322–323, 336  
   – *matched orders* 222, 267, 290, 303–310, 313, 315, 355  
   – *painting the tape* 267, 291, 312–313  
   – *parking* 267, 291, 315–318, 322  
   – *pumping and dumping* 343, 348–349, 351  
   – *share ramping scheme* 310  
   – *squeezing* 345–348  
   – *stock pools* 277, 291, 308  
   – *trading at the end of the day* 322  
   – *trashing and cashing* 268, 316, 349  
   – *warehousing* 267, 318–322  
   – *wash sales* 222, 267, 290, 294, 296–304, 308–309, 313, 314, 316–317, 354–355

*Margin of appreciation* 132, 134–135, 138  
*Market maker* 344, 348  
 Marknadsliberalism 35, 50  
 Marknadsmissbruksdirektivet 8–9, 16–18, 83, 119, 122, 143, 149–154, 156, 158, 165, 171, 177, 180, 187, 191–219, 228–229, 272, 276–278, 280, 310–313, 328, 338, 341, 353–357  
 Minimistandardisering (av rättsskydd) 108–110, 132–133, 170  
*Misappropriation theory* 277  
 Modell för informationens kurspåverkan  
   – farerelation 232–233  
   – kausalrelation 245–246  
   – val av modell 261–265  
*Momentum trading* 312  
 Mäklare 277, 299–301, 305–307, 309, 322–323  
*Naming and shaming* 118  
 Nationella ordalydelsegränsen 173–175, 179–180  
*Noise traders* 43  
 Norex Member Rules (NMR) 295–296  
   – punkt 3.1.1 300  
   – punkt 4.6.1 323, 350  
   – punkt 4.6.2 300–301, 307, 347  
   – punkt 5.6 306  
   – appendix E 305  
*Objektive Zurechnung* 246–247  
 Offentligt köpeanbud 42, 267, 271, 276, 283–285, 288, 319  
 Opening call 295  
*Ordnungswidrigkeit* 208–210  
*Out of money* 336  
*Overallotment facility* 317  
*Pre-announcement indication* 284  
 Påföljdsavgift 119–124  
 Rättsekonomi (se *law and economics*)  
 Rättskälrelära 23, 25, 51, 66, 80, 83, 149, 196, 260  
 Rättssäkerhetsproblem 226  
 Röjandeförbud i insiderrätten 19, 165–167, 280  
*Safe harbour* 358  
*Scoop* 281  
*Short selling* 42, 196, 219, 268, 289, 309–310, 334, 346–347, 350, 358, 360–361  
*Solange-doktrinen* 133, 145–146

- Spread* 244, 268, 292, 294–295, 297,  
301–302, 314, 344
- SSNIP-testet 332
- Stabilisering 200, 208, 312, 353, 357–361
- Storaktionär 267, 271, 285–287
- Takeover* (se offentligt köpeanbud)
- Teleologi
  - analys av metodens mervärde 85–87
  - i tolkningsmetoden 69–71, 77–81
  - kritik av 81–85
- Transaktioner
  - fiktiva 296–313
  - pre- 291–296
  - äkta 315–324
- Turbowarrant 295
- Underlåtenhet
  - äkta 320
  - oäkta 321
  - i förvaltningsrätten 322
  - i straffrätten 321
- Warrant 294–295, 347
- Yttrande- och pressfrihet 128, 135–137, 153,  
199, 271, 278–279, 281–282, 289









Denna doktorsavhandling handlar om förbudet mot kursmanipulation. Kursmanipulation som brott är fortfarande rätt okänt bland marknadsaktörer, marknadsövervakare och jurister. Denna doktorsavhandling är den första publicerade monografin om kursmanipulation i Norden och bidrar därför till att förtydliga rättsläget på värdepappersmarknaden.

Kursmanipulation indelas i boken i informationsbaserad manipulation och marknadskraftsbaserad manipulation. Informationsbaserad manipulation är att sprida vilseledande information som otillbörligt påverkar prisbildningsmekanismen på värdepappersmarknaden. Marknadskraftsbaserad manipulation är att låsa fast värdepapperskursen vid en konstlad nivå. Båda former av manipulation skadar värdepappersmarknaden.

Denna vetenskapliga framställning om kursmanipulation tolkar och systematiserar förbudet mot kursmanipulation i värdepappersmarknadslagen 5:12 §. Detta mynnar ut i konkreta rekommendationer för var gränsen mellan tillåten aktivitet och kursmanipulation bör gå. Här analyseras *scalping*, *short selling*, *wash sales*, *matched orders*, *circular trades*, *marking the close*, *painting the tape*, *parking*, *warehousing*, *pumping and dumping*, *trashing and cashing*, *cornering* samt *squeezing*.

Boken lämpar sig väl för läsare med ett teoretiskt och/eller ett praktiskt intresse för marknadsaktivitet och kursmanipulation. Domare, advokater, åklagare, börsmäklare, *daytraders* och *complice*-funktionärer kan utnyttja boken i sin verksamhet. Förbudet mot kursmanipulation på värdepappersmarknaden baserar sig på ett EG-rättsligt direktiv. Boken innehåller därför komparativa avsnitt och är av intresse för jurister och marknadsaktörer i hela Norden. Avhandlingen behandlar även praxis från disciplinnämnderna vid börserna i Helsingfors, Stockholm och Köpenhamn.

