



PARTER

Sökande

Finansinspektionen
Box 7821
103 97 Stockholm

Motpart

AA

Ombud: Advokaterna Lina André och Anders Strid
Advokatfirman Vinge KB
Box 11025
404 21 Göteborg

DOMSLUT

Betalningsskyldighet till staten

AA ska betala en sanktionsavgift om 30 000 kr.

YRKANDEN M.M.

Finansinspektionen har yrkat att **AA** ska betala 40 000 kr i sanktionsavgift enligt följande påstående om överträdelse.

AA har på värdepappersmarknaden i Stockholm den 5 maj 2021 genomfört transaktioner med 95 000 aktier i bolaget Doro AB genom att kl. 11:32 och kl. 11:34 lägga matchande köp- och säljorder.

Han placerade kl. 11.32 en köporder om 95 000 aktier, till ett pris om 59,60 kronor per aktie. Han placerade kl. 11.34 en motsvarande säljorder. Orderläggningen har medfört avslut om sammanlagt 95 000 aktier, till pris 59,60 kronor per aktie. Transaktionerna har uppgått till ett totalbelopp om 5 662 000 kronor och utgjort 71,5 procent av den totala dagsvolymen i aktien.

Transaktionerna har gjorts mellan depåer hos Nordea respektive Nordnet som **AA** har kontrollerat. Transaktionerna har skett via **AA** s aktiebolags kapitalförsäkringsdepå hos Nordea respektive hans egen kapitalförsäkringsdepå hos Nordnet. Transaktionerna har inte lett till någon förändring av det verkliga ägandet.

Transaktionerna har utförts på ett sätt som har gett eller kan förväntas ha gett falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan och pris på aktierna.

AA har i och för sig erkänt att han har lagt handelsordrar och genomfört transaktioner på det sätt som påståtts men har motsatt sig att betala sanktionsavgift.

GRUNDER M.M.**Finansinspektionen**

AA har utfört otillåtna transaktioner enligt artiklarna 12.1 a och 15 i Europaparlamentets och rådet förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk m.m. (MAR).

Egenhandel

AA s agerande är i första hand otillåtet för att det är fråga om en s.k. otillåten egenhandel. Med egenhandel avses handel som sker på en handelsplats men som inte leder till någon förändring av det verkliga ägandet av ett värdepapper. Aktören handlar alltså med sig själv. Marknaden uppfattar emellertid att det sker en verklig transaktion i den bemärkelsen att äganderätten överförs från en person (fysisk eller juridisk) till en annan och att transaktionen således ger uttryck för ett genuint handelsintresse hos två separata parter.

Egenhandel motsvarar den indikator på marknadsmanipulation som anges i bilaga I till MAR, punkt A c), och i bilaga II till kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/522 av den 17 december 2015 (kommissionens delegerade förordning), punkt 3.a.

Egenhandel kan föreligga trots att ett eller båda av de inblandade kontona eller depåerna formellt ägs av separata personer (juridiska eller fysiska), om innehavet i de båda iblandade kontona eller depåerna i praktiken kontrolleras av en och samma person. I det senare fallet är det den person som kontrollerar innehaven som är att betrakta som den ”verkliga ägaren” till värdepapperen i depåerna eller kontona. Egenhandel kan ske mellan konton och depåer som ägs direkt eller indirekt (t.ex. genom ett bolag) av den verkliga ägaren.

Det är alltså inte tillåtet att på aktiemarknaden lägga matchande köp- och säljorder eller utföra transaktioner med värdepapper mellan konton eller mellan depåer som den enskilde är verklig ägare av. En person som är försäkringstagare i en kapitalförsäkring är att betrakta som verklig ägare av innehavet i kapitalförsäkringsdepån. Detta oavsett att ett värdepappersbolag är den formella juridiska ägaren av depån. Att försäkringstagaren är den verkliga ägaren följer av den civilrättsliga relationen mellan försäkringstagaren och värdepappersbolaget avseende kontrollen av depåinnehavet. Den civilrättsliga relationen framgår ofta av de allmänna villkoren för kapitalförsäkringen.

AA har kontrollerat, och varit att anse som verklig ägare av, det innehav av aktier i Doro AB (Doro) som har funnits på de aktuella depåerna varifrån transaktionen

har skett i Nordnet Pensionsförsäkring AB (Nordnet) respektive Nordea Livförsäkring Sverige AB (Nordea) . Det saknar betydelse i vilken utsträckning han varit ägare i Nordnet eller Nordea eftersom det väsentliga är att han direkt eller indirekt varit att betrakta som verklig ägare till innehaven i depåerna. Det har inte heller betydelse i detta mål att AA inte har varit skyldig att flagga transaktionen i enlighet med reglerna i 4 kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). Reglerna om flaggning har ett annat syfte än reglerna om marknadsmissbruk enligt MAR. Att AA inte kan bedömas som innehavare av aktier enligt LHF saknar betydelse vid bedömningen av om han har kontrollerat och varit att betrakta som verklig ägare till aktierna i depåerna. Kontrollen och det verkliga ägarskapet förutsätts för ansvar för marknadsmanipulation genom egenhandel (men däremot inte för ansvar för marknadsmanipulation genom improper matched orders).

AA har gjort sig skyldig till marknadsmissbruk enligt artikel 12.1 a och 15 i MAR. Den yrkade sanktionsavgiften är i enlighet med den praxis som gäller för agerandet.

Det saknar betydelse för bedömningen av om agerandet har utgjort marknadsmissbruk att transaktionsvolymen om 95 000 aktier har motsvarat cirka 0,4 procent av det totala antalet aktier i Doro. Risker för manipulation är risker för förvrängning av den normala omsättningen eller priset i aktien. Det är inte nödvändigt att transaktionsvolymen ska ha motsvarat en stor andel av det totala antalet aktier i Doro för att transaktionen ska sända signaler till marknaden.

För frågan om transaktionen har inneburit vilseledande signaler är det i stället av betydelse att AA s ordrar har inneburit transaktioner som har utgjort en stor andel (71,5 procent) av dagsvolymen. Hur stor del av dagsvolymen transaktionen har utgjort är således ett mer relevant mått på att transaktionen utgjort marknadsmanipulation.

AA s syfte med transaktionen samt huruvida hans agerande påverkat aktiekursen har inte relevans i målet.

Improper matched orders

För det fall **AA** s agerande inte är att anse som otillåten egenhandel är det i vart fall otillåtet för att han har lagt matchande köp- och säljorder som är betrakta som s.k. ”improper matched orders”. Improper matched orders förekommer när transaktioner utförs till följd av att samma part – eller olika men samverkande parter – samtidigt, eller nästan samtidigt, lägger köp- och säljorder med liknande kvantitet och pris. Agerandet motsvarar den indikator på marknadsmanipulation som beskrivs i bilaga 2 till kommissionens delegerade förordning, punkten 3.c.

Improper matched orders tar sikte på en på förhand uppgjord orderläggning som innebär att köp- respektive säljorder träffar varandra. Överträdelsen förutsätter inte att parterna i transaktionen själv äger eller kontrollerar de aktuella värdepapperen eller depåerna. För bedömningen av om **AA** s orderläggning utgör improper matched orders saknar det därmed betydelse att transaktionerna har avsett aktier i depåer som i en strikt juridisk bemärkelse formellt sett ägts av Nordea respektive Nordnet. Det saknar i denna del också betydelse att **AA** respektive hans bolag har varit ”verkliga ägare” av värdepapperen i egenskap av försäkringstagare i depåerna. Beträffande improper matched orders är det väsentliga att det är **AA** som har sett till att de matchande köp- som säljorderna har lagts.

Agerandet improper matched orders är otillåtet eftersom på förhand uppgjorda transaktioner riskerar att sända vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på det finansiella instrumentet. Det krävs inte att agerandet har påverkat handeln, utan det är tillräckligt att det typiskt sett har inneburit en risk för en sådan effekt. Med hänsyn till att det rört sig om order som lett till transaktioner som motsvarat 71,5 procent av den totala dagsvolymen i aktien är det uppenbart att det har funnits en risk för att villkoren för handeln påverkades och för att andra aktörer på marknaden skulle vilseledas.

AA

Allmänt om transaktionerna

Syftet med transaktionerna var att överföra 95 000 aktier i Doro, till rådande marknadspris, från Nordea där **BB** är försäkringstagare, till Nordnet där **AA** är försäkringstagare. Försäljningen skedde för att öka likviditeten hos Nordea då han behövde inhandla en amerikansk ETF för att skydda kapitalförsäkringens värde mot framtida ränteuppgångar. Anledningen till att han genomförde transaktionerna på aktiemarknaden var att han uppfattat det som praktiskt omöjligt att flytta aktier mellan olika kapitalförsäkringar.

Den aktuella transaktionen utgör inte egenhandel

Aktier i kapitalförsäkringar ägs av den som tillhandahåller försäkringen, i det här fallet Nordnet respektive Nordea. Att Nordnet och Nordea var att anse som ägare grundar sig i den praxis som finns kring flaggningsskyldigheten på den svenska aktiemarknaden. Det är de registrerade ägarna till kapitalförsäkringarna som är skyldiga att flagga för ägarförändringar och det är därför självklart att de som tillhandahåller kapitalförsäkringarna är de formella ägarna, inte den underliggande försäkringstagaren. Då det har skett en verklig förändring av ägandet har transaktionerna inte skett i strid med MAR.

Oavsett ovanstående har de olika kapitalförsäkringarna dessutom olika underliggande försäkringstagare; den fysiska personen **AA** och den juridiska personen **BB**. Detta har gett honom ytterligare skäl att tro att transaktionen inte kunde utgöra egenhandel. Denna tolkning är i linje med hur Skatteverket resonerar gällande skentransaktioner, dvs. det är normalt sett inte att anse som en skentransaktion om ett helägt aktiebolag säljer egendom till privatpersonen som äger aktiebolaget. Transaktionen haft således haft både ”hängslen och livrem”.

Transaktionerna har inte vilselett marknaden

Transaktionen har gjorts till rådande och etablerat marknadspris varför kursen i Doro inte har påverkats. Dagshandelsvolymen i aktien varierar kraftigt och är svårt att förutsäga. Vidare har transaktionen omfattat 95 000 aktier, vilket endast utgör 0,4 procent av det totala antalet aktier i bolaget. En förändring av ägandet i ett bolag med 0,4 procentenheter är inget uppseendeväckande på aktiemarknaden och inget som kan förväntas leda till kursreaktion (vilket inte heller skedde i det aktuella fallet). Flagningsgränsen på aktiemarknaden är normalt vid intervaller om 5% och transaktionen uppgår således till mindre än en tiondel av ett sådant intervall. Transaktionen kan därför inte förväntas leda till en kursreaktion. Även fast transaktionen utgjort 71,5 procent av den totala dagsvolymen i aktien har den alltså inte haft någon kurspåverkande effekt.

Det relevanta måttet på en transaktions signifikans utgörs av transaktionsvolymens andel av antal aktier i bolaget (dvs 0,4% i det aktuella fallet), vilket stöds av vedertagen praxis på aktiemarknaden. Marknadspraxis pekar alltså på att Finansinspektionens mått inte är relevant och bör bortses ifrån. Dessutom blir Finansinspektionens mått väldigt skevt beroende på hur ägarbilden ser ut i det aktuella bolaget.

Syftet med transaktionen har varit legitimt och den har gjorts av affärsmässiga skäl.

BEVISNING OCH HANDLÄGGNING

Finansinspektionen har åberopat avsluts- och orderlistor, avräkningsnota, depåuppgifter, kontoutdrag, transaktionsdata, bolagsinformation samt Nasdaqs handelsregler.

AA har åberopat avräkningsnotor, uppgifter ur Bolagsverkets register över verkliga huvudmän, rapport från Nordnet och årsredovisning för Nordea.

Tingsrätten har avgjort målet utan huvudförhandling.

DOMSKÄL**Rättsliga utgångspunkter**

Bestämmelserna om sanktionsavgift vid bl.a. marknadsmanipulation återfinns dels i MAR, dels för svenskt vidkommande i lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning (kompletteringslagen). Av artiklarna 12.1 a och 15 MAR framgår att utförandet av en transaktion, läggandet av en handelsorder eller annat beteende som ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på ett finansiellt instrument är marknadsmanipulation och otillåtet. Det räcker således att transaktionen, när den genomfördes, kunde förväntas ge falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris. Det krävs inte uppsåt eller oaktsamhet för att en överträdelse ska kunna konstateras. Huruvida transaktionen genomförts med uppsåt eller oaktsamhet kan dock, i begränsad utsträckning, påverka graden av ansvar vid fastställandet av sanktionen.

I bilaga I till MAR finns olika indikatorer på sådan marknadsmanipulation som beskrivs i artikel 12.1 a MAR. Dessa indikatorer ska beaktas när ordrar och avslut ska granskas av marknadsaktörer och behöriga myndigheter. I bilaga I punkt A. c) anges som indikator på marknadsmanipulation att utförda transaktioner inte leder till någon förändring av det verkliga ägandet av ett finansiellt instrument, dvs. aktören handlar med sig själv, s.k. egenhandel. Denna indikator specificeras och utvecklas i bilaga II till kommissionens delegerade förordning, punkt 3.

Från förbudet mot marknadsmanipulation har i MAR gjorts ett undantag för fall den stämmer överens med godtagen marknadspraxis som fastställts i enlighet med artikel 13 MAR. Godtagen marknadspraxis innebär att praxisen måste vara fastställd av den behöriga myndigheten för handelsplatsen i fråga och vara i kraft vid tidpunkten för gärningen (se prop. 2016/17:22 s. 407). Den behöriga myndigheten i Sverige, Finansinspektionen, har inte fastställt någon sådan praxis.

Av 5 kap. 1 § första stycket 2 kompletteringslagen följer att Finansinspektionen ska ingripa mot den som har överträtt förbudet mot marknadsmanipulation. Enligt 17 § i samma kapitel finns dock möjlighet att avstå från ett ingripande bl.a. om överträdelsen är ringa, ursäktlig eller om det annars finns särskilda skäl. Av förarbetena framgår att med ringa överträdelse bör förstås överträdelser som framstår som bagatellartade. Vidare framgår att en överträdelse kan vara ursäktlig om det är uppenbart att överträdelsen har begåtts av förbiseende. Särskilda skäl kan enligt förarbetena föreligga om det exempelvis är fråga om en underårig som överträtt markandsmissbruksförordningen och det förefaller orimligt att besluta om en sanktion mot denne. (Se prop. 2016/17:22, s. 391 och 392.)

Det finns formella förutsättningar för prövning av yrkandet

Tingsrätten konstaterar inledningsvis att AA har delgetts ett sanktionsföreläggande med anledning av den aktuella handeln inom två år från överträdelsen (se 5 kap. 14 § kompletteringslagen). Sanktionsföreläggandet har inte godkänts av AA. Av 5 kap. 21 § kompletteringslagen följer att Finansinspektionen då får väcka talan vid Stockholms tingsrätt. Det finns alltså formella förutsättningar för att pröva Finansinspektionens yrkande.

AA s agerande utgör marknadsmanipulation

AA har erkänt att han genomfört de aktuella transaktionerna på sätt som Finansinspektionen har gjort gällande, vilket också stöds av bevisningen i målet. AA har förklarat att syftet med transaktionerna varit att, till rådande marknadspris, överföra 95 000 aktier i Doro från Nordea till Nordnet och att anledningen till att han gjorde transaktionerna på aktiemarknaden var att han uppfattat det som praktiskt omöjligt att flytta aktier mellan olika kapitalförsäkringar.

Det är klarlagt att AA kontrollerat båda depåerna. Även om AA formellt sett inte var civilrättslig ägare till innehållet i depåerna var det han som kontrollerade dem och som gynnades av eventuella kursuppgångar på så sätt att fordran

mot försäkringsbolagen ökade. Av bevisningen i målet framgår att handel mellan egna depåer inte var tillåtet enligt marknadspraxis. Enligt tingsrätten är det därför fråga om s.k. egenhandel (jfr. RH 2012:85). Att AA uppfattat det som att försäkringsgivarna är att anse som ägare till aktierna i de respektive kapitalförsäkringarna förändrar inte denna bedömning.

Egenhandel av nu aktuellt slag motsvaras inte av en förändring av det verkliga ägandet av de aktuella tillgångarna, eftersom det var AA som kontrollerade båda depåerna. Åtgärden att handla med sig själv är, som angetts ovan, en åtgärd som beskrivs som en indikation på marknadsmanipulation i såväl bilaga I till MAR och i bilaga II till kommissionens delegerade förordning.

AA har anfört att hans handlande inte kan anses ha vilselett marknaden då transaktionen gjorts till rådande och etablerat marknadspris, att dagshandelsvolymen i aktien varierat kraftigt samt att den aktuella transaktionsvolymen understigit 0,4 procent av det totala antalet aktier i bolaget. Finansinspektionen har anfört att AA s agerande kan förväntas ha gett falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på aktien.

Enligt tingsrätten har AA s agerande, att flytta sina tillgångar mellan sina kontrollerade depåer via börsen, typiskt sett varit ägnat att vilseleda marknaden ur ett generellt perspektiv. AA s handel med aktien den aktuella dagen har utgjort 71,5 procent av den totala dagsvolymen i aktien och det har varit fråga om ett kort tidsintervall i transaktionen. Det saknar betydelse huruvida andra aktörer på marknaden rent faktiskt påverkades av hans åtgärd eller inte. Som angetts ovan krävs heller varken uppsåt eller oaktsamhet för att en överträdelse ska kunna konstateras. Det som AA

har anfört om att han inte trodde att transaktionen utgjorde egenhandel förändrar därför inte tingsrättens bedömning att AA har överträtt förbudet mot marknadsmanipulation.

AA har anfört att handeln varit legitim och att han genomfört transaktionerna av affärsmässiga skäl. Eftersom Finansinspektionen valt att inte etablera

någon godtagen marknadspraxis är undantaget för transaktioner som utförts av legitima skäl och i överensstämmelse med godtagen marknadspraxis inte heller tillämpligt.

AA ska betala en sanktionsavgift

Det är visserligen fråga om enbart en köp- och en säljtransaktion. Transaktionerna har emellertid utgjort 71,5 procent av den totala dagsvolymen i aktien och uppgått till ett totalbelopp om 5 662 000 kr. Det kan därför inte anses vara fråga om en ringa eller ursäktlig överträdelse. **AA** ska alltså betala en sanktionsavgift.

Sanktionsavgiften ska bestämmas till 30 000 kr

Vid bestämmande av sanktionsavgiftens storlek ska hänsyn tas till hur allvarlig överträdelsen är och hur länge den har pågått. Särskild hänsyn ska tas till överträdelsens konkreta och potentiella effekter på det finansiella systemet, skador som uppstått och graden av subjektivt ansvar. Därutöver ska vissa försvårande och förmildrande omständigheter beaktas. Avslutningsvis ska hänsyn tas till den berörda personens finansiella ställning och den vinst som denna har erhållit till följd av överträdelsen. (Se 5 kap. 15 och 16 §§ samt 18 § kompletteringslagen.)

Så kallad egenhandel anses inte tillhöra de allvarligaste formerna av överträdelser (se t.ex. prop. 2016/17:22 s. 108). Utredningen visar inte att **AA** tidigare har varnats för liknande beteende, att han haft något uppsåt att manipulera marknaden eller att

AA eller någon annan har gjort någon vinst till följd av regelöverträdelsen.

Dessa omständigheter talar för att en relativt låg sanktionsavgift ska utdömas.

Utredningen visar inte att det föreligger några andra sådana förmildrande eller försvårande omständigheter som enligt 5 kap. 16 och 18 §§ kompletteringslagen ska påverka sanktionsavgiftens storlek.

Vid en samlad bedömning finner tingsrätten att sanktionsavgiften ska bestämmas till 30 000 kr.

HUR MAN ÖVERKLAGAR, se bilaga 1 (TR-01)

Överklagande, ställt till Svea hovrätt, ska ha kommit in till tingsrätten senast den 6 december 2022. Prövningstillstånd krävs.

Josefin Park