

JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Johan Steen

# Insiderhandel – ett asymmetriskt informationsproblem

*”Man ska inte köpa grisen i SAX:en”  
US.*

*”Det man inte vet har man inte ont av”*

Examensarbete  
20 poäng

Handledare: Torsten Sandström

Ämnesområde: Börsrätt/Rättsekonomi

VT 2003



”De bästa informationskällorna är sådana  
personer som lovat att inte föra något vidare.”  
**/Axel von Ambesser**

”En mans omdöme kan inte bli bättre än den  
information varpå han baserar det.”  
**/Arthur Hays Sulzberger**

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte/Problemställning	6
1.3 Avgränsningar	6
1.4 Metod	7
1.5 Disposition	7
<b>2 INTRODUKTION</b>	<b>9</b>
2.1 Ekonomisk introduktion	9
2.1.1 Det asymmetriska informationsbegreppet	9
2.1.2 Prisbildningen – informationen och marknaden	11
2.2 Juridisk introduktion	15
2.2.1 Definition av insiderbegreppen	15
2.2.1.1 Begreppet insiderinformation	15
2.2.1.2 Begreppet insider	18
2.2.1.3 Begreppet insiderhandel	20
2.2.2 Historisk bakgrund	23
2.2.2.1 Rättsutvecklingen i USA	24
2.2.2.2 Rättsutvecklingen inom EU	27
2.2.2.3 Rättsutvecklingen i Sverige	29
<b>3 INSIDERSTRAFFLAGEN</b>	<b>32</b>
3.1 Insiderbrott (handels- och rådgivningsförbudet)	32
3.1.1 Marknadsrekvisitet	32
3.1.2 Informationsrekvisitets räckvidd	33
3.1.2.1 Offentlighetsrekvisitet	34
3.1.2.2 Väsentlighetsrekvisitet	35
3.1.3 Värdepapper som omfattas	37
3.1.4 Personkretsens omfattning	38
3.1.4.1 Primära insiders	38
3.1.4.2 Sekundära insiders	39
3.1.4.3 Handel för annans räkning – omfattningen av juridiska personer	40
3.2 Vårdslöst insiderförfarande	42

<b>3.3</b>	<b>Undantag från insiderbrotten</b>	<b>43</b>
3.3.1	Vissa affärer utförda av personal hos värdepappersinstitut	43
3.3.2	Förlustaffärer	44
3.3.3	Affärer som omfattas av annan lagstiftning	45
3.3.4	Budgivare i offentliga erbjudanden	46
3.3.5	Derivataffärer enligt avtalsförpliktelse	46
3.3.6	Valutasäkringar	47
3.3.7	Övriga undantag?	47
<b>3.4</b>	<b>Obehörigt röjande av insiderinformation</b>	<b>48</b>
<b>4</b>	<b>LAG OM ANMÄLNINGSSKYLDIGHET FÖR INNEHAV AV VISSA FINANSIELLA INSTRUMENT</b>	<b>51</b>
<b>4.1</b>	<b>Insynsställning</b>	<b>51</b>
<b>4.2</b>	<b>Anmälningsskyldigheten för personer med insynsställning i aktiemarknadsbolag</b>	<b>53</b>
4.2.1	Undantag	54
<b>4.3</b>	<b>Anmälningsskyldighet för övriga personer och organisationer</b>	<b>55</b>
<b>4.4</b>	<b>Förbud mot korttidshandel</b>	<b>56</b>
4.4.1	Undantag	57
<b>5</b>	<b>ARGUMENT FÖR LAGSTIFTNING</b>	<b>58</b>
<b>5.1</b>	<b>Förtroendeargumentet – ett rättviseargument!</b>	<b>59</b>
<b>5.2</b>	<b>Principle – Agent problem</b>	<b>60</b>
<b>5.3</b>	<b>Skada för andra aktieinvestorer</b>	<b>63</b>
<b>5.4</b>	<b>Försämrad effektivitet</b>	<b>65</b>
<b>6</b>	<b>ARGUMENT FÖR AVREGLERING</b>	<b>66</b>
<b>6.1</b>	<b>Kompensationsargumentet</b>	<b>66</b>
<b>6.2</b>	<b>Effektivitetsargumentet</b>	<b>68</b>
<b>6.3</b>	<b>Förskjutning av informationshierakin</b>	<b>71</b>
<b>6.4</b>	<b>Insiderlagstiftningen är inte effektiv</b>	<b>71</b>
<b>7</b>	<b>ANALYS AV ARGUMENTEN FÖR OCH EMOT EN INSIDERLAGSTIFTNING</b>	<b>74</b>
<b>8</b>	<b>SLUTSATS</b>	<b>78</b>
	<b>BILAGA A: INSIDERSTATISTIK</b>	<b>79</b>

<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>80</b>
<b>Källor</b>	<b>80</b>
Muntliga källor	80
Tryckta källor	80
Elektroniska källor	81
Övriga källor	81
<b>Litteratur</b>	<b>82</b>
Artiklar	83
<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>85</b>
Nytt juridiskt arkiv	85
Svea HovR	85
Tingsrättsavgörande	85
Amerikanska rättsfall	85

# Sammanfattning

Insiderhandel är ett exempel på en informationsasymmetri. Asymmetrin uppstår eftersom insiders genom sina anställningar/uppdrag har tillgång till information som marknadens andra parter inte har. Asymmetrisk information kan orsaka en rad olika problem däribland adverse selection, ”lemon-effekten”, moral hazard och principal – agent problem m.m. Men asymmetrin har även effekter på prisbildningen på marknaden eftersom den styrs av informationen.

I januari 2001 ersattes den då gällande insiderlagen (1990:1342) av två nya lagarna insiderstrafflagen (2000:1086) och lagen om anmälningsskyldighet (2000:1087). Syftet var att skilja på de straffrättsliga och de administrativa delarna i insiderlagstiftningen. Insiderstrafflagen innehåller tre former av straffsanktionerade förbud. *Handelsförbudet* syftar till att avhålla primära och sekundära insiders från att göra affärer på basis av information som inte är allmänt känd. Det andra straffstadgandet är *förbudet mot obehörigt röjande av insiderinformation* vilket är ett nytt förbud som infördes i samband med införandet av insiderstrafflagen. Syftet med förbudet är att förhindra att insiderinformation sprids ut utanför den primära insiderkretsen. Det är således enbart primära insiders som omfattas av straffstadgandet. Tillskillnad från förbudet mot att ge råd eller föranledda någon att göra insideraffärer, som faller under handelsförbudet, krävs det inte att någon verklig affär skett för att det ska vara frågan om ett obehörigt röjande av insiderinformation. Det tredje och sista förbudet som återfinns i insiderstrafflagen är *förbudet mot otillbörlig kurspåverkan*.

Som ett komplement till de straffrättsliga regleringarna i insiderstrafflagen finns det i lagen om anmälningsskyldighet två väsentliga administrativa regleringar. Den första administrativa bestämmelsen är *anmälningsskyldigheten*. Anmälningsskyldigheten kan delas in i två typer, nämligen en skyldighet för personer som befinner sig i insynsställning att anmäla ändringar i sitt innehav samt en skyldighet för aktiemarknadsbolag eller andra organisationer att anmäla vilka som kan befinna sig i en sådan ställning. Den andra administrativa bestämmelsen av betydelse är *korttidshandelsförbudet*. Korttidshandelsförbudet innebär att personer med insynsställning som förvärvar aktier i ett aktiemarknadsbolag inte inom tre månader får överlåta motsvarande antal aktier.

Det har funnits lagstiftningar som förbjudit insiderhandel historiskt sett länge, t.ex. började lagstiftaren i USA redan på 1930-talet att införa förbud. Trots detta har debatten huruvida man ska reglera marknaden eller inte bara pågått sedan mitten av 1960-talet, då Henry G. Manne skrev sin uppsats ”Insider trading and the stock market”. I den rättsekonomiska litteraturen presenteras ofta båda sidors argument, men det tas sällan något ställningstagande eller görs något avvägande. Det är också sällan som lagstiftarens argument kritiseras, de skiljer sig nämligen från doktrinen som

också förespråkar en reglering. Jag kommer fram till i min slutsats att det enbart är ett fåtal argument som har bärkraft i sig själv:

<b>Reglering</b>	<b>Vs.</b>	<b>Avreglering</b>
<i>Förtroendeargumentet</i> är ett beaktansvärt skyddsintresse men dåligt understött.	<b>Vs.</b>	<i>Effektivitetsargumentet</i> är ett starkt argument eftersom båda sidorna i debatten vill uppnå högre informationseffektivitet, dessutom ett bra empiriskt understött argument.
<i>Bernardos kontraktsteori om principle – agent kostnader</i> är det slagkraftigaste av principle – agent argumenten. Det visar på att det krävs ett ingripande från lagstiftaren.	<b>Vs.</b>	<i>Kompensationsargumentet</i> : Insiderhandel utgör en mer exakt värdeåterbeträffare än andra kompensationer men begränsas av insiders investeringskapital och kompetens. Kan ställas direkt mot Principle – agent problemen, får dock vika sig för Bernardos teori.

De argumenten som är tillräckligt starka för att klara sig helt på egen hand enligt min mening är kompensationsargumentet och Bernardos kontraktsteori. Ingen av de argument som lagstiftaren stöder sig på i sina motivuttalande är således tillräckligt starka! Min kompromissvilja leder mig fram till att det bästa vore en avreglering med självreglering. Men där man samtidigt behöll ett statligt övervakningssystem. Det skulle sänka övervakningskostnaderna för de börsbolag som väljer att inte kompensera sina insiders med insiderhandel, utan istället väljer att avtala bort möjligheten för att på det viset öka förtroendet för den egna aktien. En avreglering av insiderbrotten måste samtidigt också följas av en mer utökad självreglering, vilket torde ligga i marknadens eget intresse.



# Förord

Idéen till den här uppsatsen är en vidareutveckling av en tankegång som jag haft en längre tid sedan jag kom i kontakt med teorierna kring asymmetrisk information. Min första kontakt med teorierna skedde vid offentliggörandet av 2001 års alternativa nobelpris i ekonomi. När jag förstod innebörden av begreppet och problematiken kring asymmetrisk information var insiderhandel ett av de första områdena jag kom att tänka på. På få andra marknader än värdepappersmarknaden verkar marknadens parter handla så pass mycket i blindo, samtidigt som det finns personer som sitter på något som skulle kunna liknas vid ett marknadsfacit. Frågan blir inte desto mindre intressant av den intensiva debatten, de uppmärksammade skandalerna och den ständiga förändringen av lagstiftningen på området kring insiderhandel.

En uppsats skrivs sällan själv även om bara ett namn hamnar på framsidan. En del tack bör därför utdelas till personer utan vars insats uppsatsen antagligen blivit betydligt mer andefattig. Först och främst skulle jag vilja tacka min handledare Torsten Sandström vid juridiska fakulteten i Lund för hans värdefulla synpunkter under arbetets gång. Jag skulle även vilja rikta ett varmt tack till min gode vän Michael Hili för den entusiasm och broderskap han visat vid korrekturläsningen. Förhoppningsvis får jag tillfälle att återgälda den tjänsten inom det närmaste decenniumet. Eftersom ett examensarbete har som syfte att markera slutpunkten på en längre utbildningstid skulle jag avslutningsvis även vilja tacka de personer i min familj som hjälpt och stöttat mig under denna tid. Däribland ett särskilt tack för stort tålamod till min farfar Bertil för att bl.a. ha lärt mig att simma, en nödvändig kunskap, utan hade jag antagligen drunknat i källorna...

Johan Steen  
*Lund September 2003*

# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AnmL	Lag om anmälningsskyldighet för innehav av vissa finansiella instrument. (2000:1087)
ARL	Lagen om registrering av aktieinnehav (1971:827)
BrB	Brottsbalken
CESR	The Committee of European Securities Regulators
FAR	Föreningen auktoriserade revisorer, <a href="http://www.far.se">www.far.se</a>
FESCO	The Forum of European Securities Commission (numera CESR), <a href="http://www.europefesco.org">www.europefesco.org</a>
FI	Finansinspektionen, <a href="http://www.fi.se">www.fi.se</a>
HD	Högsta Domstolen
HovR	Hovrätterna
IOSCO	The International Organization of Securities Commissions, <a href="http://www.iosco.gov">www.iosco.gov</a>
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
IRK	Inregistreringskontrakt vid Stockholms fondbörs
LHF	Lagen om handel med finansiella instrument (1991:980)
LVPR	Lag om värdepappersrörelse (1991:981)
NBK	Näringslivets börskommitté
NBK/OE	Näringslivets börskommittés rekommendation om offentliga erbjudande.
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Proposition
RH	Rättsfall från HovR.
SAX	Stockholm automated exchange
SA 1933	Securities Act 1933
SEA 1934	Securities and Exchange Act 1934
SEC	Securities and Exchange Commission, <a href="http://www.sec.gov">www.sec.gov</a>
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk jurist tidning
TF	Tryckfrihetsförordningen (1949:105)
YGL	Yttrandefrihetsgrundlagen (1991:1469)
VD	Verställande direktör
VML	Värdepappersmarknadslagen (1985:571)
VPL	Värdepapperslagen

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Marknadsmissbruk har länge varit ett hett debatterat ämne sedan börskrascherna på 1930-talet<sup>1</sup>, och i vissa länder så långt tillbaka som på 1700-talet<sup>2</sup>, debatten och lagstiftningen fick dessutom förnyad kraft efter en del avslöjande i mitten av 1980-talet<sup>3</sup>. Debattens aktualitet gör sig än idag på 2000-talet ständigt påmind, oftast genom de skandaler som avslöjande av en insideraffär för med sig, inte minst senast genom Pinkerton/Securitas-fallet<sup>4</sup> och Enron-skandalen i USA som blev väldigt uppmärksammade i massmedia. Insiderhandel är tillsammans med otillåten kurspåverkan och obehörigt röjande av insider information en form av marknadsmissbruk. Något som man i de flesta länder försöker förhindra genom lagstiftning. Regleringen började som sagt ta fart redan på 1930-talet och nådde sitt klimax under 1980-talet. Lagstiftningsviljan har dock inte avtagit sedan 80-talet, t.ex. har ett nytt EU-direktiv antagits tidigare i år rörande marknadsmissbruk<sup>5</sup> och den 1 januari 2001 infördes en ny insiderlagstiftning i Sverige<sup>6</sup>. Regleringen i de flesta länder utgår ifrån argument som förtroende för aktiemarknaden och rätt till lika information för alla investerare. Regleringsförespråkarna brukar även framhålla aspekter som skada för andra parter som t.ex. brott mot företaget om man är i en förtroendeställning. Debatten om huruvida man skall lagstifta eller avreglera har pågått sedan 1966, då den för sin tid kontroversiella<sup>7</sup> Henry G. Manne skrev boken ”Insider Trading and the stock market”, där han förespråkade en avreglering av insiderhandeln. Det intressanta med debatten kring insiderhandeln är att man i ämnet rättsekonomi, eller i det här sammanhanget den kanske mer träffande

”One of the most intriguing aspects of the entire problem of insider trading is the fact that, despite its having been widely written about and discussed for many decades, few have paused to consider why insider trading should be regulated”

/W. H. Painter

<sup>1</sup> Kreugerkoncernens konkurs och de efterföljande internationella ekonomiska konsekvenserna, brukar ses som en utlösande faktor till att man börja lagstifta om marknadsmissbruk.

<sup>2</sup> ”The South Sea bubble” i England och ”the founding fathers” i USA var två stora finansiella skandaler under 1700-talet, se längre fram under kap. 2.2.2.

<sup>3</sup> Det hitintills kanske största Insideravslöjandet kom 1986 efter ett erkännande i USA av Ivan Boesky, vilket skapade ny debatt och skärpt lagstiftning i många länder. Rundfelt (1989) s. 70 f. Sverige som hade klarat sig relativt bra undan olika former av marknadsmissbruk skakades också av en skandal under 1980-talet, när Fermentaaffären uppdagades. RH 1990:102. Se vidare Fermenta – fakta och erfarenheter.

<sup>4</sup> Dom Stockholms tingsrätt B 1432-99; Svea HovR. Dom 2002-06-20 mål B 1461-01.

<sup>5</sup> Rådets direktiv 2003/6-EG.

<sup>6</sup> Den nya Insiderlagstiftningen bygger huvudsakligen på den tidigare (jmf. Prop. 1984/85:157, Prop. 1990/91:42 och Prop. 1995/96:215) men för att underlätta förståelsen har den delats in i en straffrättslig och en administrativ lag, nämligen Insiderstrafflagen (2000:1086) och Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

<sup>7</sup> Citatet till höger som är hämtat ifrån Bergmans s. 99 är ett bevis på hur odiskuterat ämne var innan Manne skrev sin uppsats.

engelska termen Law and Economics, kan se en tydlig splittring mellan de båda ämnena juridik och ekonomi. På ena sidan ser vi främst jurister som önskar reglera och använder sig av ovan nämnda argument, på andra sidan är det främst ekonomer som använder sig av argument som t.ex. marknadseffektivitet för att förespråka en avreglering. De båda sidornas argument har fått ge namn åt den något klatschiga undertiteln till min uppsats ”man ska inte köpa grisen i säcken (SAX:en)” respektive ”det man inte vet har man inte ont av”. Men underrubriken kunde lika gärna ha varit ”-reglering eller avreglering?”. Jag tyckte dock att de båda svenska ordstaven på ett träffande sätt representerar de båda sidornas ställningstagande. Jag kommer närmare att utveckla argumenten för respektive ställningstagande längre fram i uppsatsen.

## 1.2 Syfte/Problemställning

Syftet med uppsatsen är att ge läsaren en bild av insiderhandeln som ett asymmetriskt informationsproblem samt en bild av debatten för och emot regleringen av insiderhandeln för att slutligen väga de båda sidornas argument mot varandra. Det andra syftet med uppsatsen är att undersöka, analysera och presentera den nuvarande insiderlagstiftningen samt att eventuellt peka på eventuella svagheter den må ha. Det andra syftet fungerar som ett stöd till det första och huvudsakliga syftet som nämndes ovan.

Mina frågeställningar har därför blivit:

Hur ser den aktuella lagstiftningen och regleringen ut?

Vilka argument kan föras fram för respektive mot en insiderreglering och hur bärkraftiga är de?

Ställningstagande: Bör man *reglera eller avreglera* insiderhandel sett ur ett *rättsekonomiskt perspektiv*?

## 1.3 Avgränsningar

Som jag antydde under syfte/problemställning ska uppsatsen ha en viss rättsekonomisk prägel. Ibland måste jag dock gå lite utanför detta område för att ge en mer heltäckande bild av debatten. Jag kommer dock bara att behandla rättvisefrågorna som berör etik/moral i periferin, eftersom det är ett omfattande område. Jag har även med avsikt valt att ta bort ett avsnitt rörande insiderstrafflagens påföljder och sanktioner, eftersom jag känt att ett sådant avsnitt inte fört uppsatsen framåt i dess syfte. Vidare kommer uppsatsen inte att innehålla någon uttömmande analys av det nya marknadsmissbruksdirektivet med anledning av att regeringen nyligen tillsatt en kommitté för att utreda innebörden av direktivet för svensk del,

med andra ord är direktivet alldeles för nytt för att det ska vara möjligt för mig att göra en helhetsanalys. Inte desto mindre kommer jag att nämna de enligt mig viktigaste förändringarna i direktivet som kan komma att påverka den svenska insiderlagstiftningen. Vid min presentation av debatten kommer *de lege de lata* (d.v.s. den rådande Insiderlagstiftningen) att ställas mot en form av *de lege ferenda* (d.v.s. den önskvärda lagen) i form av att inte reglera insiderhandeln d.v.s. en fri eller alternativt en självreglerande marknad.

## 1.4 Metod

I uppsatsen har jag använt mig av två olika former av metoder. I den första delen som är en introduktionsdel använder jag mig av huvudsakligen av en deskriptiv metod med vissa inslag av analys och kritisk argumentation från min sida. Anledningen till att jag valt att kombinera den deskriptiva metoden med den senare är att de ekonomiska teorierna som ligger till grund för informationsteorin i viss mån är motsägelsefulla och inte helt vedertagna. Det har därför varit nödvändigt att ha en viss kritisk hållning till dem. Detsamma gäller introduktionskapitlet som behandlar de juridiska begreppen, i det kapitlet har jag valt en från lagstiftningen och rättskälleläran fristående metod. Syftet med kapitlet och metoden har varit att ge läsaren en mer fristående och till viss del även komparativ och historisk syn på begreppen som utgör insiderlagstiftningen. Den tredje och sista delen av uppsatsen är en presentation av den debatt som pågått sedan 1960-talet. Metoden jag valt för denna del är först presentera respektive sidas argument tillsammans med eventuella motargument. Även här kommer alltså en kritisk och argumentatorisk metod att användas. Därefter kommer jag i ett avslutande kapitel slutgiltigt analysera och väga de argument som enligt min mening och egen analys väger tyngst i debatten avseende fortsatt reglering eller avreglering av insiderlagstiftningen.

Den andra metoden jag använt mig av används i den andra delen av uppsatsen. Den andra delen av uppsatsen utgörs av den materiella rätten. Vid genomgången av den materiella rätten har det förefallit lämpligare att använda sig av den klassiska rättskälleläran som metod. Utifrån denna metod analyseras och belyses också de materiella problem jag funnit i den rådande insiderlagstiftningen.

## 1.5 Disposition

Inledningsvis kommer en introduktion till ämnet att ske. Introduktionen består av en ekonomisk del och en juridisk del. Den ekonomiska introduktionen syftar till att förklara de begrepp och teorier som ligger till grund för den fortsatta diskussionen kring informationens betydelse vid aktiehandel. Därefter följer den juridiska introduktion som även den är tvådelad. Den första delen av den juridiska introduktionen syftar till att ge läsaren en mer fristående syn på begreppen kring insiderhandel som inte

nödvändigtvis är bunden av de lagreglerade definitionerna. Den andra delen av den juridiska introduktionen är ett historiskt perspektiv som visar på hur lagstiftningen tillkommit och vilka övervägande samt inkorporeringar som gjorts under tidens gång. Syftet med de båda juridiska introduktionskapitlen är att ge läsaren en friare syn till varför lagstiftningen ser ut som den gör och hur den skulle kunna se ut.

Efter introduktionskapitlen kommer jag att behandla den materiella delen eller den s.k. positiva rätten. Först följer en genomgång av insiderstrafflagen följt av en genomgång av den kompletterande lagen om anmälningsskyldighet. Parallellt med genomgången av innehållet av dessa lagar kommer jag även att inflika personliga åsikter och analyser samt peka ut specifika problem som finns.

Efter att läsaren förhoppningsvis ska ha fått en bättre bild av den positiva rätten kommer jag in på den delen som är huvudsyftet med uppsatsen d.v.s. argumenten för och emot en insiderlagstiftning. Först presenterar jag argumenten för en lagstiftning och analyserar samtidigt tyngden i argumenten. Därefter följer en liknande genomgång och analys av argumenten mot en lagstiftning för att slutligen mynna ut i ett avslutande kapitel där argumenten från båda sidor ställs mot varandra.

Eftersom ämnet är av den svårare naturen har jag valt att använda mig av en rik flora av fotnoter för att göra uppsatsen mer intressant och lättförståelig. Jag försöker även belysa debatten med illustrationer och citat som presenteras i nära anknytning till texten i marginalen. Det har också varit min avsikt att ge exempel på olika synonymer till begreppen. Anledningen har varit att den intresserade läsaren lättare ska kunna orientera sig i den litteraturen jag själv använt mig av.

## 2 Introduktion

För att läsaren ska få en bättre förståelse för ämnet skall jag i de kommande kapitlen introducera en del begrepp och historik samt ge en ekonomisk introduktion. Avsikten är att läsaren ska få en förståelse för vad som ligger bakom själva debatten och lagstiftningen om insiderhandel. Introduktionen är uppdelad i en ekonomisk och en juridisk del.

### 2.1 Ekonomisk introduktion

I de följande kapitlen kommer en ekonomisk introduktion att ges. Först presenteras begreppet asymmetrisk information eftersom det är ett centralt begrepp i det fortsatta arbetet. Jag har därför valt att presentera det i ett eget avsnitt. Därefter kommer jag in på betydelsen av informationen för prisbildningen på värdepappersmarkanden.

#### 2.1.1 Det asymmetriska informationsbegreppet

Efter att ha delat med mig av mitt uppsatsämne ”Insiderhandel – ett asymmetriskt informationsproblem” till en del av mina studiekamrater har jag upptäckt att de flesta tycks ha en dålig förståelse för själva problemet med ”asymmetrisk information”. Jag tänkte därför först försöka klargöra begreppet, eftersom uppsatsen har jurister som läsarkrets. Min första egna tanke var att asymmetrisk information rörde sig om en problemterm, men allt efterhand har jag kommit underfund med att det snarare är en förklaring av ett tillstånd. Däremot kan asymmetrisk information i sig själv leda till problem som adverse selection (negativt urval) och moral hazard (hidden action), vilka i förlängningen kan leda till allvarliga förskjutningar av marknadsjämvikten, s.k. marknadsimperfektion. Informationsasymmetrin kan också när det gäller insiderhandel leda till en rad olika principle – agent problem, vilket jag kommer att visa på i kap. 5.2. Som begreppet antyder i sig själv rör det sig om information. Information har lätt för att fördela sig asymmetriskt, d.v.s. ojämnt. Somliga vet mer än andra t.ex. beroende på anställning, utbildning, erfarenhet eller långvarigt ägande m.m. I den neoklassiska ekonomin utgår man istället ifrån att utbud och efterfrågan alltid resulterar i ett jämviktsläge. Detta presumerar symmetrisk information på båda sidor (d.v.s. mellan säljare och köpare), endast när detta inträffar hittar man en jämviktspunkt där båda parter värderar informationen exakt lika mycket och kommer till ett avtalsslut.

Det finns en rad olika exempel på asymmetrisk information, t.ex. brukar det nämnas att en bank inte har fullständig insikt i låntagarens betalningsförmåga; att ett försäkringsbolag inte kan kontrollera en försäkringstagares försiktighetsgrad och därmed bedöma vilken risk han medför; att en auktionsförrättare inte har full information om de presumtiva

köparnas betalningsvilja; att staten inte har full insikt i medborgarnas produktionsförmåga när man utformar skattesystemet och statsbudgeten; att aktieägaren inte har samma insyn i bolagets marknadsläge som bolagsledningen; att arbetsgivaren inte vet lika mycket som den arbetssökandes kunskaper och meriter<sup>8</sup> o.s.v. Det mest klassiska exemplet brukar hämtas från 2001-års nobelpristagare George A. Akerlofs numera berömda uppsats "Market for lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism" från 1970. Akerlof använder sig av exemplet att en bilägare som vill sälja sin bil ofta vet betydligt mer om bilen än den presumtiva köparen. Köparen kommer därför att misstro säljaren och utgå ifrån att bilen är en skrothög<sup>9</sup>, p.g.a. kvalitetsosäkerhet. Eftersom den presumtiva köparen tror att bilen är en skrothög kommer han bara att ge ett bud därefter. Vilket får konsekvensen att säljare med bilar av bra kvalité inte har några incitament för att sälja sina bilar eftersom de blir misstrodda. Effekten blir en form av adverse selection eller ett s.k. "race to the bottom" där det enbart skapas en marknad för skrothögar. Exemplet med bilar brukar få forskningen kring asymmetrisk information att framstå som tämligen trivial, men faktum är att asymmetrisk information fått ekonomer att se världen med helt nya ögon.<sup>10</sup> Jag tycker att en annan av 2001-års nobelpristagare, Joseph E. Stiglitz, uttryckte det bäst när han förklarade vilken betydelse han och hans kollegors teorier haft för paradigmskiftet inom ekonomin när han avslutade sitt nobelpristacktal med:

*"Adam Smith was wrong, there is no invisible hand!"*<sup>11</sup>

Det intressanta med teorin kring asymmetrisk information blir att den klassiska ekonomiska synen där marknaden anses som perfekt och där lagstiftaren ska involvera sig så lite som möjligt omkullkastas. Vilket understryks av citatet ovan. Istället betonas betydelsen av regleringar för att utjämna asymmetrin.<sup>12</sup> Regleringen kan ta sig tre olika former när det gäller det aktuella ämnet insiderhandel. Först och främst kan en *informationsskyldighet* införas för insiders för att den övriga marknaden skall kunna informeras om deras förändringar i innehav.<sup>13</sup> För det andra kan man förbjuda insiders från att handla utifrån insiderinformation, genom ett *handelsförbud*, för att på så sätt skapa lika spelregler för alla aktörer på marknaden.<sup>14</sup> Den tredje och sista metoden är ett förbud mot otillåten

---

<sup>8</sup> Här kan t.ex. en Jur. Kand. eller en annan examen ge arbetsgivaren kvalitetssignaler.

<sup>9</sup> Akerlofs termologi "lemons" kan till en början te sig underlig då man gärna vill översätta den med citroner, men vad som åsyftas är det Amerikanska slänget för "skrothögar".

<sup>10</sup> Det skall påpekas att även om Akerlofs upptäckt fått betydande konsekvenser, var han inte först med sin upptäckt. Redan 1858 förde Mac Leod fram tesen i sin bok *Elements of Political Economy* "Det sämre myntet tränger ut det bättre...", vilket också brukar kallas Greshams lag. Källa: Axelsson m.fl.

<sup>11</sup> Nobelacktal i Aula Magna, Stockholm University den 2001-12-08. Citatet är inte bara en bra illustration på paradigmskiftet inom den ekonomiska teorin utan är även ett ställningstagande för lagreglering framför liberalism, vilket är något som jag återkommer till i kap. 5.4 .

<sup>12</sup> Jmf. Af Sandeberg s. 30.

<sup>13</sup> Jmf. 3-4 §§ AnmL.

<sup>14</sup> Jmf. 2-3 §§ ISL.



kurspåverkan vilket är ett förbud mot att försöka skapa asymmetrisk information genom att vilseleda andra parter på marknaden.<sup>15</sup>

### 2.1.2 Prisbildningen – informationen och marknaden

Jag tänkte börja med att förklara aktiemarknaden och dess betydelse, därefter kommer jag in på informationens betydelse för prisbildningen och marknadseffektiviteten. Syftet med det här kapitlet är att ge en bredare förståelse för den betydelse som värdepappersmarknaden utgör i vårt samhälle och på så sätt ge läsaren en bakgrundsbild till varför lagstiftaren valt att reglera insiderhandeln.

Aktiemarknadens och aktiebolagens betydelse för utvecklingen i västvärlden under 1900-talet kan knappast överdrivas. De möjliggör t.ex. riskspridning, easy entry/exit (anonymt och passivt ägande) och storskalig finansiering. Aktiemarknaden kan traditionellt delas upp i två olika marknader nämligen primärmarknaden och sekundärmarknaden. Primärmarknaden har som syfte att ge företagen finansieringsmöjligheter av sina affärsidéer genom emissioner d.v.s. syftet är kapitalanskaffning. Sekundärmarknaden som i sin tur utgörs av handeln med aktier har som syfte att sprida riskerna över en större grupp aktieägare. Detta sker genom att aktien omsätts öppet på marknaden. Vilket också i sin tur möjliggör en ökad diversifiering för enskilda aktieägare. Options och terminsmarknaderna medger sen i sin tur ytterligare en möjlighet till riskfördelning.<sup>16</sup> Sekundärmarknaden gör samtidigt också att företagen får ett relativt billigt kapitaltillskott, eftersom attraktiviteten av att äga aktier ökar med möjligheten att handla med aktierna, på så sätt behöver inte företaget ge lika mycket avkastning som annars hade krävts av t.ex. en långgivare.<sup>17</sup>

Prisbildningen på aktiemarknaden sker genom analys av nya data och aktörernas försök att justera sina portföljer därefter för att skapa vinst. Detta resulterar i förändringar på både utbuds- och efterfrågsidan och en ny aktiekurs etableras på det viset. Man torde kunna utgå ifrån att det är aktieinvesteringarnas rationella värderingar som ligger till grund för deras köp-/säljbeslut s.k. homo economicus eller economic man.<sup>18</sup> Därmed kommer den nya aktiekursen att återspegla den samlade rationella värderingen av informationen som marknadsaktörerna har gjort. Desto fler personer som tar del av analyser och agerar utifrån dem, desto mer exakt kommer aktiekursen att fastställas.<sup>19</sup> Priserna blir på så sätt effektiva informationsbärare och är på förhand den bästa

*”A market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient’.”*

/Eugene F. Fama

<sup>15</sup> Jmf. 9 § ISL.

<sup>16</sup> SOU 1989:72 s.269.

<sup>17</sup> Paccès går så lång att han hävdar att primärmarknaden inte överhuvudtaget skulle existera utan en sekundärmarknad. Paccès s. 480.

<sup>18</sup> Begreppen är ett nationalekonomiskt antagande där människan ses som en rationell varelse som hela tiden försöker maximera sin egen nytta.

<sup>19</sup> Samuelsson s. 88.

approximationen av marknadens reaktioner på informationen. Det finns empiriska undersökningar på att marknaden reagerar mycket snabbt på ny information, oavsett om det är uppgifter som offentliggjorts enligt lag eller frivilligt.<sup>20</sup> Man utgår också ifrån tesen att all historisk data alltid är återspeglad i aktiekursen, ingen information är förbisedd. Den historiska informationen som reflekteras i priserna kan dock inte användas för att förutspå framtiden, eftersom bara ny information kan förändra priserna och ny informationen uppkommer slumpmässigt (s.k. "random walk").<sup>21</sup>

Enligt Fama är en aktiemarknad effektiv först när den vid varje tidpunkt fullständigt återspeglar all tillgänglig information i priserna, ett tecken på det är om aktiekurserna inte nämnvärt påverkas av att en viss mängd ny information offentliggörs.<sup>22</sup> Med effektivitet i det här avseendet avses inte det begrepp som ekonomer normalt menar d.v.s. Pareto-effektivitet<sup>23</sup>, utan vad som avses är en form av informationseffektivitet. Den senare beskriver hur effektivt aktiekurserna motsvarar informationen och förväntningarna. Informationseffektivitet är dock en förutsättning för Pareto-effektivitet.<sup>24</sup> Hög informationseffektivitet är viktigt eftersom det gör att man får en bättre kapitalallokering i samhället. Samtidigt minskar det också volatiliteten i aktien, vilket gör att även riskaversiva investerare söker sig till marknaden eftersom risken för en "nitlott" är mindre.<sup>25</sup>

---

<sup>20</sup> Det snabba kollektiva beteendet som kännetecknar marknaden kallas för "herd behaviour". Saari s. 1044; Scholes s.179.

<sup>21</sup> Claesson s.4-5; Av detta drar bl.a. Viotti och Urwitz (s. 27) slutsatsen att det inte går att överträffa marknadens genomsnittliga avkastning genom att agera efter periodisk information som är allmänt tillgänglig. Skulle detta vara sant skulle det enligt min mening knappast existera någon marknad för finansanalytiker. De skulle inte kunna erbjuda placeringsråd som systematiskt gav högre avkastning än börsindex till samma risk, såvida det inte är på det viset att de bygger sina analyser på insiderinformation. Samtidigt förklarar tesen hur slumpfenomen som t.ex. "Apan Ola" kan lyckas överträffa börsanalytiker. Samuelsson hänvisar också till Kripke (Business Lawyer 28 s. 631) som också bygger vidare på tesen och menar att det för den icke-professionelle aktieplaceringen utan insiderinformation inte är lönsamt att försöka hitta en undervärderad aktie en s.k. "sleeper" eftersom vinsten kommer att konsumeras av sökkostnaderna. Denna teori möjliggör dock enligt min mening förekomsten av en finansanalytikermarknad.

<sup>22</sup> Famas s.383; Malkid s. 120; Claesson s.5 ff.

<sup>23</sup> Begreppet Pareto-effektivitet är en nationalekonomisk term. Pareto-effektivitet råder när ingen kan få det bättre utan att någon annan får det sämre. Detta innebär att inga resurser bortslösas och den samhällsliga välfärden är maximerad. Detta förutsätter att det råder effektivitet på produktionssidan, effektivitet på konsumtionsidan och utbyteseffektivitet. Pareto-effektivitet inträffar i fullkomlig konkurrens när det inte finns något marknadsmisslyckande.

<sup>24</sup> Hägg et al s.36 fotnot 1.

<sup>25</sup> Bainbridge s. 777; Moberg-Samuelsson s. 99

En något förenklad formel av Famas s.k. fair game-modell säger att det råder marknadseffektivitet om:

$$\begin{aligned} &\textbf{Förväntad avkastning} \\ &= \\ &\textbf{Verklig avkastning} \end{aligned}$$

*Ex.* Antag att två statsobligationer (A och B) har samma löptid och avkastning. Om marknaden är informationseffektiv, d.v.s. att priserna ger rätt signaler, skall de båda obligationerna också ha samma pris. Skulle priserna avvika ifrån varandra är marknaden inte effektiv eftersom priserna inte relateras till risk respektive avkastning, med andra ord är obligationerna under- eller övervärderade.<sup>26</sup>

Fama delade också in effektivitet i klasser som svag, halvstark och stark form. Svag form är den typen av information som finns historiskt återspeglad i kurserna. På en effektiv marknad i svag form ska det vara omöjligt att utifrån denna typ av data göra systematiska vinster. Halvstark form är den typen av information som är allmänt tillgänglig t.ex. rapporter från börsbolaget och i affärstidningar m.m. Marknaden är effektiv i halvstark form om all offentlig information också återspeglas i priserna, det ska då inte gå att "slå börsindex" genom bearbetning av denna information. Stark form omfattar all information således även insiderinformation. Det råder effektivitet i stark form om all denna information också återspeglas. I stark form kan inga investerare, inte ens insiders, göra systematiskt högre vinster eftersom all information redan återfinns i kursen. Med andra ord är det helt och hållet slumpen som avgör om man kommer att göra någon vinst eller inte.<sup>27</sup> Stark form är dock fiktion, därför brukar man istället fråga sig hur ineffektiv den starka formen är genom att försöka ta reda på om det finns informationen som inte återspeglas i kurserna.<sup>28</sup>

<sup>26</sup> Exemplet är hämtat från Samuelsson s. 84.

<sup>27</sup> Af Sandeberg s. 28.

<sup>28</sup> Viotti och Urwitz s. 27; Claesson s. 15.

**Form**

<b>Stark</b> (all info.)	↑ Vinster omöjliggörs på basis av all information. <i>Inträffar aldrig!</i>	Vinster möjliga med hjälp av även inte allmänt tillgänglig information
<b>Medel</b> (offentlig info.)	Vinster omöjliggörs på basis av all offentlig information.	Vinster möjliga med hjälp av offentlig information.
<b>Svag</b> (historisk info.)	Vinster omöjliggörs på basis av historisk information.	Vinster möjliga med hjälp av historisk information.
	← <b>Effektiv</b>	→ <b>Ej Effektiv</b>

Ineffektivitet uppkommer med andra ord på aktiemarknaden när aktiekurserna är missvisande i förhållande till informationen. En förklaring eller orsak är t.ex. asymmetri i bevakningen och uppmärksamheten aktier emellan, vilket gör att t.ex. en välbevakad aktie reagerar snabbare på ny information än en mindre välbevakad och vice versa. Vilket t.ex. skulle kunna förklara volatiliteten och kursrasen i Ericsson-aktien de senaste två åren. Oftast är asymmetrin i det här avseendet knutet till omsättningen. Högre omsättning skapar större investerarintresse vilket i sin tur ställer högre krav på företaget att producera mer och bättre information.<sup>29</sup> Detta förklarar bl.a. den ökade frekvensen av rapporter under IT-hausen när intresset var stort för IT-bolagen. Andra förklaringar till informationsasymmetrin kan vara kurspåverkan eller att någon har insiderinformation och agerar utifrån den. Det senare fallet är det som kommer att avhandlas längre fram i uppsatsen.

Aktiemarknaden beskrivs många gånger som en av de mest effektiva marknader som finns med ett eventuellt undantag för den starka formen.<sup>30</sup> Viktigt är dock att påpeka att Famas idealistiska syn om effektivitet antagligen aldrig helt kan uppnås, i så fall skulle det knappast existera någon handel enligt min mening. Eftersom alla skulle ha exakt samma information, tolkningskunskap och dessutom värdera informationen exakt lika.<sup>31</sup> I ett sådant läge skulle det vara lättare att komma till avtalsslut för parterna, men eftersom man utgår från samma värdering skulle informationsasymmetrin leda till att vinstmöjligheterna försvann och ingen av parterna skulle agera. Med andra ord skulle Pareto-effektivitet inträda men marknaden skulle helt enkelt stagnera om den enbart bestod av ideal-placerare. Grossman & Stiglitz menar dock att det aldrig kan uppstå en helt effektiv marknad eftersom det alltid måste finnas s.k. "noise". Fenomenet

<sup>29</sup> Viotti och Urwitz s. 27; Claesson s. 15.

<sup>30</sup> Claesson s. 1-2 och s. 17. Se även [www.om.se](http://www.om.se) pressmeddelande om Stockholmsbörsen som en av de mest effektiva värdepappersmarknaderna p.g.a. tekniken, viss källkritik kan dock vara på sin plats med tanke på att OM är de som tillhandhåller tekniken.

<sup>31</sup> Som jurist är jag benägen att göra en liknelse här mellan Ideal-aktieplaceraren och t.ex. Dworkins domare Hercules och de problem som kan finnas med fiktionsliknande idealbilder, jmf. Peczenik s. 92 ff.

uppstår av att placerare ibland av en eller annan anledning avviker från vad som är ett rationellt riktigt beslut.<sup>32</sup>

## 2.2 Juridisk introduktion

Efter att ha presenterat en ekonomisk bakgrund till de begrepp och övervägande som ligger till grund för insiderdebatten kommer jag i den följande avdelningen att presentera en juridisk introduktion. För att kunna förstå insiderdebatten och lagstiftningen är det viktigt att kunna förstå begreppen som finns kring insiderhandel. Jag kommer därför inledningsvis att börja med att definiera begreppen. Därefter ter det sig naturligt att man presenterar den historiska rättsutvecklingen för att läsaren på så sätt ska få en förståelse för hur lagstiftningen växt fram, samt vilka övervägande som gjorts under tidens gång som lett oss fram till dagens lagstiftning.

### 2.2.1 Definition av insiderbegreppen

Att förstå ett begrepp är många gånger det viktigaste för att förstå ett ämne. En jurist har som många andra kunskapskrävande yrken sitt eget språk, men eftersom ämnet juridik är ett vidsträckt ämne kan inte ens en jurist alla gånger förstå en kollega. Det är med andra ord av yttersta vikt att ha själva definitionen klar för sig innan man fortsätter resan. I ett ämne som insiderhandel är dessutom själva definitionerna, som vi snart ska se, en grundläggande byggsten för hela lagstiftningen. Jag vill samtidigt också ge en historisk bild av hur begreppen utvidgats och på samma gång ge läsaren en förståelse för hur begreppen kan skilja sig åt mellan olika rättsystem. Begreppsgenomgången är förhoppningsvis något som senare ska komma till nytta när debatten om insiderlagstiftningen presenteras och när jag för en del av de legerande-diskussioner. Att ha en mer öppen inställning till grundbegreppen i det läget är något som är nödvändigt för att bedriva en meningsfull diskussion kring lagstiftningens effektivitet och framtida utformning.

#### 2.2.1.1 Begreppet insiderinformation

Insiderinformation är det begrepp som är lämpligast att börja med eftersom det styr begreppen insider och insiderhandel. Insiderinformation är således ett centralt begrepp. Enligt 1 § 1p. insiderstrafflagen är insiderinformation:

”... information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument...”

---

<sup>32</sup> Paccos s. 492; Se även Bernardo s. 9; I motsats till ”Homo economicus/Economic man”.

Lagstiftningen bygger på en inkorporering av insiderdirektivet 89/592/EEG som i artikel 1.1 lyder:

”...insiderinformation: icke offentliggjord information av specifik natur, som hänför sig till en eller flera emittenter av överlåtbara värdepapper eller till ett eller flera överlåtbara värdepapper och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset för det eller de ifrågavarande överlåtbara värdepapperen...”<sup>33</sup>

Någon närmare definition av begreppet ges dock inte,<sup>34</sup> tolkningen av begreppet kan därför göras vidsträckt. Man kan åtminstone urskilja tre olika typer av insiderinformation som faller in under definitionen ovan, nämligen *företagsspecifik information*, *marknadsinformation* och *allmän kurspåverkande information* även kallad *makroekonomisk information*.<sup>35</sup>

*Företagsspecifik information* avser verksamheter i enstaka företag och kan vara av två olika slag. I första hand avses information som är *internt genererad* genom beslut eller händelser inom företaget såsom t.ex. prognoser, tekniska framsteg och direkt ekonomisk information. Dessutom finns det företagsspecifik information som uppkommit utanför företaget, s.k. *externt genererad*, som t.ex. information om utgången i en processtvist eller beslut om långivning. Förutsättningen är dock som innan att informationen inte finns allmänt tillgänglig. Som exempel på företagsspecifik insiderinformation anges i CESR:s riktlinjer för implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet följande situationer:<sup>36</sup>

Förändring i kontrolläggande och aktieägaravtal.  
Förändringar i ledningen.  
Förändringar i revisionen eller av revisorer.  
Utgivande av nya finansiella instrument.  
Åtgärder rörande ökningen av aktiekapitalet.  
Fusioner, splits, spin-offs.  
Köp eller försäljning av väsentliga tillgångar.

---

<sup>33</sup> Inga större materiella skillnader finns i det nya Marknadsmissbruksdirektivet (2003/6/EG) utan enbart ett par förtydligande har gjorts.

<sup>34</sup> Jag kommer dock i kap. 3.1 att komma in närmare på själva innebörden av rekvisiten, men i det här kapitlet ges en mer abstrakt hållning till själva begreppet.


<sup>35</sup> Se Nilsson s. 2; Rundfelt (1989) s. 145; Sandeberg s. 22.

<sup>36</sup> [www.europefesco.org](http://www.europefesco.org)

CESR:s rekommendationer har enligt min mening en viss motsvarighet i generalklausulen i stockholmsbörsens noteringsavtal.<sup>37</sup>

Större förvärv eller försäljningar av företag eller verksamheter  
Större order eller investeringsbeslut  
Oväntade resultatförändringar  
Samarbetsavtal eller andra avtal av större betydelse  
Större kredit- eller kundförluster för företaget.  
Väsentliga myndighets- eller domstolsbeslut som är relevanta för företaget.  
Förändrad verksamhetsinriktning

*Marknadsinformation* innebär inte kunskap om ett specifikt förhållande i ett företag utan avser istället kunskap om orderläget på värdepappersmarknaden.<sup>38</sup> Eftersom kursen på värdepapper påverkas av tillgång och efterfrågan kan den som har vetskap om orderingen för stora köp eller försäljningar utnyttja informationen för egen vinning. Enligt CESR:s riktlinjer är bl.a. följande exempel på marknadsinformation:

Uppgifter och statistik som ska publiceras av offentliga institutioner.  
Offentliggörande av forskningsresultat, analyser och rekommendationer rörande värdet på noterade finansiella instrument. 

*Allmänt kurspåverkande insiderinformation* eller *makroekonomisk information* avser information som påverkar värdepappersmarknaden i sin helhet. Exempel på denna typ av insiderinformation är ränteförändringar, lagförändringar, devalvering, regeringskris och andra liknande händelser av allmän politisk eller ekonomisk natur. Information kan också avse exempelvis en viss bransch, genom t.ex. att lagstiftarens beslut om strängare regler. Utmärkande för allmänt kurspåverkande information är att den påverkar kursen på *alla* värdepapper av samma typ eller i samma bransch åt samma håll.<sup>39</sup>

Centralbankens beslut rörande ränta.  
Regeringens beslut rörande beskattning och industriell reglering.  
Beslut rörande regleringen inom området.

Avslutningsvis skulle jag även vilja komma med en del kommentarer kring begreppet insiderinformation. Insiderinformation är som synes ett begrepp som kan ha flera olika innebörder beroende på vilken definition som man väljer att använda. Generellt har jag dock gjort följande iakttagelser:

---

<sup>37</sup> Stockholmsbörsens noteringsavtal 1§; Stockholmsbörsens guide till börsreglerna s.2.

<sup>38</sup> Jmf. med Lagen om fondkommission som tillkom 1980 som tog sikte på bl.a. mäklares fördelar i form av tillgång till orderinformation. Se mer kap. 2.2.2.3.

<sup>39</sup> Prop. 1984/85:157 s.26.

Historiskt har en utvidgning av begreppet skett från att från början bara gälla företagsspecifik information till att i stort sett gälla all väsentligt kurspåverkande information. Beroende av vilken definition man väljer ovan har det betydelse för vilka värdepapper som omfattas. Om definitionen av insiderinformation inskränks till företagsspecifik information omfattas enbart handel med värdepapper i det specifika företaget som t.ex. aktier och teckningsrätter. Utvidgas definitionen till att även omfatta marknadsinformation kommer även värdepapper som påverkas av denna definition som t.ex. obligationer och andra räntebärande värdepapper att omfattas. Utvidgas definitionen av insiderinformationsbegreppet ytterligare en gång till att även omfatta allmänt kurspåverkande information inkluderas i stort sett alla former av värdepapper. Insiderstrafflagen i sin nuvarande form omfattar alla former av värdepapper.<sup>40</sup>



Enligt min mening borde man generellt kunna säga att bevisgraden påverkas negativt av hur mycket man väljer att utvidga begreppet insiderinformation. Det torde vara lättare att avgränsa vad som är företagsspecifik information än allmänt kurspåverkande information, med andra ord har en insider med den senare typen av information lättare att komma undan än en insider med företagsspecifik information. Inte minst eftersom FI har ett bättre övervakningssystem för insiders som har tillgång till företagsspecifik information.

### 2.2.1.2 Begreppet insider

Själva begreppet insider härstammar ifrån engelskan, men har numera införlivats i det svenska språket. Lagstiftaren har däremot valt att använda det mer svenskklingande begreppet ”person med insynsställning”<sup>41</sup>. I likhet med insiderinformation har termen insider kontinuerligt utvidgats till att omfatta en allt större personkrets.<sup>42</sup>

Som jag tidigare nämnde i det föregående kapitlet styr begreppet insiderinformation begreppet insider. Låter man begreppet insiderinformation bara omfatta internt genererad företagsinformation avgränsas personkretsen till ett fåtal personer med insynsställning. Exempel på sådana personer är t.ex. styrelseledamöter, företagsledning och större aktieägare. Denna personkrets brukar kallas för *den traditionella insiderkretsen*.<sup>43</sup> Lagstiftaren har i de flesta länderna ålagt den traditionella insiderkretsen anmälningsplikt och registrering av deras aktieinnehav för att förhindra missbruk av informationen.<sup>44</sup>

<sup>40</sup> 1 § 3-4 p. ISL.

<sup>41</sup> Jmf. t.ex. AnmL. och ISL.

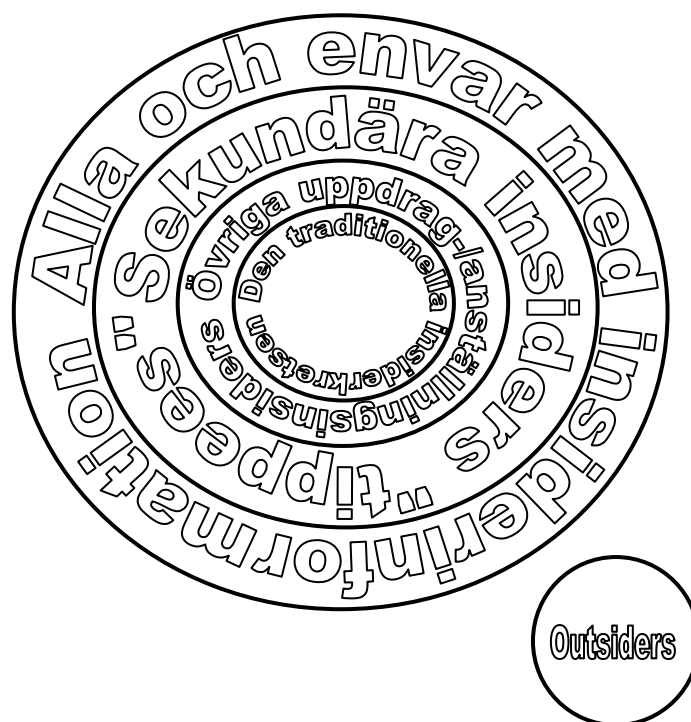
<sup>42</sup> Rundfelt (1989) s. 13, s. 111 och s.204; Nilsson s.4.

<sup>43</sup> Prop. 1990/91:42.

<sup>44</sup> Jmf t.ex. 3-4 §§ Lag om anmälningskyldighet.



Om begreppet insiderinformation däremot utvidgas till att även omfatta externt genererad företagsspecifik information kommer insiderkretsen också att utvidgas. Personkretsen kan i så fall även sägas omfatta övriga anställda, journalister, portföljförvaltare och offentliga tjänstemän m.fl. Kännetecknet för denna personkrets är att de under sitt tjänsteutövande kommit i kontakt med insiderinformation, d.v.s. de som tillsammans med traditionella insiders brukar kallas för *primära insiders*.



Utvidgar man begreppet ytterligare en gång kommer inte bara personer som har direkt/indirekt anknytning till bolaget att omfattas utan även de som i andra hand får tips från den ursprungliga insideren s.k. "tippee"<sup>45</sup>. Den sista utvidgningen har gjort att man numera delar in insiders i primära och sekundära.

I dagsläget är det den här graden av utvidgningen och innebörden av insiderbegreppet som har vedertagits i svensk rätt. I ett fåtal länder har man däremot gått steget längre, däribland våra grannländer Danmark och Norge, och utvidgat begreppet till att *envar* som fått kännedom om information som kan utnyttjas för insiderhandel. Det vill säga begreppet har i de här länderna kommit att bli både *helt* fristående från anställnings- eller uppdragsanknytning till bolaget såväl som samband till en primär insider. Det är således enbart informationen som avgör vem som är insider. En intressant fråga som uppkommer när man gör termen insider helt fristående från personanknytning är var gränsen går mellan ett rykte och vad som är insiderinformation. Den frågan blir allt viktigare att avgöra eftersom man inte kan validera information om man inte vet källan. Det kan i framtiden bli

<sup>45</sup> Termen uppfanns av Harvard professorn i juridik Louis Loss.

intressant att se om även svensk rätt kommer att utvidga termen insider till att gälla *alla och envar* med kännedom om insiderinformation. Hitintills har trenden varit, som jag visat på, att utvidga insiderbegreppen till att omfatta allt mer information och personer. Till viss del kan man redan i dagsläget hävda att den svenska insiderlagstiftningen utvidgat sig till inte enbart omfatta personknuten information eftersom 3 § ISL omfattar även information som obehörigen kommit ut. Men enligt min tolkning är steget dock långt kvar till *alla och envar* eftersom även information som obehörigen kommit ut föregås av uttrycket ”på annat sätt” som syftar tillbaka på information som röjts av primära insiders. Poängen med uttrycket ”obehörigen röjts” i 3 § ISL är dessutom att utvidga lagstiftningen till information som kommit tredje man tillkänna genom andra källor än genom ett muntligt röjande t.ex. genom en skriftlig källa som ett uppköpsprospekt.<sup>46</sup> Skillnaden i den svenska lagstiftningen i jämförelse mot de länders lagstiftning där man gjort insiderbegreppet helt fristående från personlighetsanknytning kvarstår dock eftersom även de skriftliga källorna som på annat sätt obehörigen röjts måste valideras. Det måste med andra ord vara uppenbart för den handlande att det rör sig om insiderinformation.<sup>47</sup>

### 2.2.1.3 Begreppet insiderhandel

Termen insiderhandel är en översättning av engelskans ”insider trading” eller amerikanskans ”insider dealing”. Synonymt förekommer även orden insideraffärer och insiderspekulation. Det sistnämnda uttrycket är dock inte lämpligt eftersom det är missvisande. Spekulation betyder egentligen att handla i förhoppning om att göra vinst.

Problemet med begreppet insiderhandel är vilket av begreppen insiderinformation och insider som ska ligga till grund för innebörden. När uppstår insiderhandel? Är det när en insider handlar med värdepapper? Eller är det när insiderinformation utnyttjas vid värdepappershandel? Eller är det t.o.m. så att det måste röra sig om en insider som utnyttjar insiderinformation när han handlar med värdepapper? Problemet försvåras dessutom ytterligare utav de mångtydiga definitionerna som begreppen insider och insiderinformation kan ha.<sup>48</sup> Följande alternativ är tänkbara att använda för definitionen av insiderhandel:

*Alternativ 1.* Begreppet insiderhandel grundas enbart på termen insider. Insiderhandel definieras som all handel med värdepapper som en insider företar oavsett om denne har insiderinformation eller inte.

*Alternativ 2.* Begreppet insiderhandel grundas enbart på termen insiderinformation. Insiderhandel skulle följaktligen definieras som all värdepappershandel som

<sup>46</sup> Jmf. t.ex. Pinkerton/Securitas-fallet.

<sup>47</sup> Jmf. Det subjektiva rekvisitet; Jmf. även Af Sandeberg s. 68.

<sup>48</sup> Se föregående kapitel.

sker med hjälp av insiderinformation oavsett vem som handlar.

En ytterligare definition är att begreppet insiderhandel kräver att både termen insider och termen insiderhandel används. Vilket leder till ytterligare två alternativ:

*Alternativ 3.1.* Insiderhandel definieras inskränkt och innefattar all handel med värdepapper som begås av en insider *och* med utnyttjandet av insiderinformation.

*Alternativ 3.2.* Insiderhandel definieras extensivt och innefattar all handel med värdepapper som sker antingen av en insider *eller* med hjälp av insiderinformation.

För att reda ut de olika alternativen och vilka konsekvenser de får kommer jag att använda mig av en modell som Nilsson introducerat.<sup>49</sup>

<i>Person / Tillgång till info?</i>	<b>Insiderinformation</b>	<b>Ej insiderinformation</b>
<i>Insider</i>	1.	2.
<i>Outsider</i>	3.	4. Aldrig insiderhandel.

*Figur (min bearbetning):* Med begreppen insider och insiderinformation avses ingen särskild av definitionerna som presenterades i föregående kapitel. Observera dock att det påstods att en insider i den mest extensiva tolkningen kunde omfatta alla och envar, med andra ord skulle det inte existera några outsiders. Påståendet baserades dock på att personen i fråga besatt insiderinformation. Uppdelningen i insiders och outsiders behövs därför för att inte all värdepappershandel ska betecknas som insiderhandel. Notera också att enligt förutsättningarna för ruta fyra kan det aldrig bli aktuellt med insiderhandel eftersom en outsider som inte har insiderinformation omöjligen kan företa insiderhandel.

Om vi då applicerar modellen på de olika alternativen som presenterades ovan för att se vilka möjliga alternativ det finns och vilka konsekvenser de får. Jag börjar med alternativ 1 d.v.s. att insiderhandel definieras som all värdepappershandel som en insider företar. I så fall medför det att det blir avgränsningen i personkretsen i insiderbegreppet som blir avgörande för hur omfattande termen insiderhandel blir. Det får också konsekvensen att *alla* transaktioner på värdepappersmarknaden som en insider företar klassas som insiderhandel, d.v.s. oavsett om de sker med hjälp insiderinformation (ruta 1) eller utan (de som är moraliskt försvarbara i ruta 2). En sådan definition

---

<sup>49</sup> Nilsson s. 5 ff.

förhindrar aktieäggande för insiders och motverkar på så sätt även den s.k. pilotskolan<sup>50</sup>.

<b>Alt. 1.</b>	<b>Person / Tillgång till info?</b>	<b>Insiderinformation</b>	<b>Ej insiderinformation</b>
	<b>Insider</b>	1. Insiderhandel!	2. Insiderhandel!
	<b>Outsider</b>	3.	4. Aldrig insiderhandel!

Det kan förefalla märkligt men det förekommer att man verkligen vill avhålla en insider från att handla även när han inte besitter insiderinformation.<sup>51</sup> På så sätt försäkras man sig om att vissa personkategorier inte otillbörligt utnyttjar sitt informationsövertag. Anledningen får anses vara att lagstiftaren vill undanröja alla tvivel om att insiderhandel förekommer för att på så sätt öka tilltron till marknaden. Detta illustreras av korttidshandelsförbudet som innebär att en insider inte får köpa eller sälja samma typ av värdepapper inom en viss tidsperiod.<sup>52</sup>

Om man istället applicerar modellen på alternativ 2, d.v.s. definierar insiderhandel som all värdepappershandel som sker med insiderinformation oavsett vem det är som handlar (ruta 1 och ruta 2).<sup>53</sup> Avgränsningen för definitionen av insiderhandel blir i så fall vilken typ av information som ingår i termen insiderinformation.<sup>54</sup>

<b>Alt. 2.</b>	<b>Person / Tillgång till info?</b>	<b>Insiderinformation</b>	<b>Ej insiderinformation</b>
	<b>Insider</b>	1. Insiderhandel!	2.
	<b>Outsider</b>	3. Insiderhandel!	4. Aldrig insiderhandel!

Applicerar man modellen på alternativ 3.1., d.v.s. insiderhandel definieras som all värdepappershandel som begås av en insider *och* med hjälp av insiderinformation, får modellen följande utseende:

<b>Alt. 3.1.</b>	<b>Person / Tillgång till info?</b>	<b>Insiderinformation</b>	<b>Ej insiderinformation</b>
	<b>Insider</b>	1. Insiderhandel!	2.
	<b>Outsider</b>	3.	4. Aldrig insiderhandel.

Detta är den definition som synes är mest inskränkande. Det är också den definition som den svenska lagstiftaren har valt att använda.<sup>55</sup>

<sup>50</sup> Pilotskolan är ett sätt att få företagsledningen att agera långsiktigt genom att uppmana till aktieäggande i det egna bolaget.

<sup>51</sup> Jmf. lagstiftningen i USA.

<sup>52</sup> Se 15-16 §§ AnmL.

<sup>53</sup> Jmf. den lagstiftning som finns i Danmark och Norge.

<sup>54</sup> Jmf. Kap. 2.2.1.1.

<sup>55</sup> Se 2§ ISL.

Om man slutligen applicerar modellen på det sista alternativet 3.2. som har den mest extensiva innebörden. Insiderhandel är i det fallet all värdepappershandel som sker antingen av en insider eller med hjälp av insiderinformation.

3.2. Alt.	Person / Tillgång till info?	Insiderinformation	Ej insiderinformation
	<i>Insider</i>	1. Insiderhandel!	2. Insiderhandel!
	<i>Outsider</i>	3. Insiderhandel!	4. Aldrig insiderhandel.

Det ska dock påpekas att exemplet är en ren tankeprodukt och att det mig veterligen inte återfinns i något rättsystem i verkligheten. Dock kan man tänka sig två definitioner som tillsammans uppfyller alternativ 3.2:s krav, nämligen att en lagstiftning innehåller både ett förbud mot korttidshandel och ett förbud mot utnyttjandet av insiderinformation. Ursprungligen fanns denna dubbla inskränkning bara i USA och i Finland, men sedan 1997 återfinns den även i den svenska lagstiftningen.

Av resonemanget ovan kan termen insiderhandel få olika vida definitioner beroende av hur lagstiftaren valt att definiera begreppet. Läsaren av den internationella insiderlitteraturen uppmanas därför vara på sin vakt, eftersom betydelsen av termerna kan variera. Insiderhandel kan med andra ord avse både moraliskt förkastliga och olagliga beteende såväl som laglig respektive olaglig insiderhandel, beroende på vilket rättsystems definition man väljer.

## 2.2.2 Historisk bakgrund

Syftet med det här kapitlet är att urskilja hur insiderregleringen har växt fram och för att på så sätt få en bättre förståelse för avvägningarna som ligger till grund för lagstiftningen. Insideraffärer som ett resultat av asymmetrisk information är långt ifrån något nytt. Redan Cicero tog upp problemet som ett moraliskt dilemma. Cicero skrev i "De officiis" om en dialog mellan filosoferna Diogenes och Antipater rörande huruvida en nyligen framkommen köpman var moraliskt skyldig att upplysa de hungersdrabbade Rhodosborna om att det fanns andra köpmän på väg med proviant. En sådan upplysning skulle sänka efterfrågan på hans livsmedel.<sup>56</sup>

Problemet återkommer även i mer sofistikerade former så långt tillbaka som på 1700-talet. År 1720 drabbades Londonbörsen av en skandal som går under benämningen "the South Sea bubble". The South Sea Company var ett framgångsrikt handelskompani med monopol på handeln med Sydamerika. Bolaget var så framgångsrikt att de erbjöd sig att ta över i stort sett alla statliga skuldförbindelser. Borgenärerna fick i utbyte aktier i bolaget. Företagets framgångar i kombination med bristande investeringsalternativ resulterade i en omfattande hausse på kort tid i företagets aktier. På lika kort tid föll därefter aktiekursen tillbaka under sin

<sup>56</sup> Se Löfmarck s. 32.

ursprungliga nivå. Resultatet av det hela blev att tusentals investerare blev ruinerade. En efterföljande undersökning visade att flera ministrar hade accepterat mutor från the South Sea Company för att få igenom förslaget om att överta skuldförbindelserna. Ministrarna hade därefter spekulerat i företagets aktier. Skandalen och börskraschen resulterade i att hårdare regler för emissioner och aktiebolagsbildningar infördes genom den s.k. ”the Bubble Act”.<sup>57</sup>

Även ett historiskt känt exempel från USA är värt att nämna. Under den amerikanska revolutionen hade armén delvis finansierats av en typ av sparobligationer. Ovissheten efter självständighetsförklaringen 1776 huruvida obligationerna skulle lösas in av staten gjorde att marknadsvärdet föll till tio procent av det nominella värdet. Alexander Hamilton lyckades dock övertala George Washington och kongressen om att lösa in obligationerna, för att visa att den nya unionen var redo att ta sitt ansvar mot borgenärerna. Detta resulterade i att en rad kongressledamöter köpte obligationer innan uppgiften om inlösen blev allmänt känd och de kunde därigenom tillgodogöra sig avsevärda insidervinster.<sup>58</sup>

### 2.2.2.1 Rättsutvecklingen i USA

För att beskriva rättsutvecklingen som har lett fram till dagens insiderlagstiftning är det lämpligt att man börjar med att beskriva utvecklingen i moderlandet för all insiderlagstiftning nämligen USA. Uppfattningen om att insiderregleringen började i USA bygger dock på en missuppfattning, den första amerikanska regleringen *Securities Act* från 1933 (SA 1933) bygger nämligen på den brittiska *Companies Act* från 1929 och målsättningen om att garantera ”*full and fair disclosure*” i samband med nyemissioner.<sup>59</sup> Målet med båda lagstiftningarna är att alla investerare ska ha rätt till erforderlig information vid nyemissioner. På så sätt försöker lagstiftaren förhindra att bedrägligt beteende uppkommer när aktien är som svårast att värdera. Anledningen till missuppfattningen om att USA är ursprungslandet för insiderlagstiftningen är istället den efterföljande betydelsefulla utvecklingen av lagar och praxis som skett där. Redan det följande året efter SA 1933 kom *Securities and Exchange Act* (SEA 1934) som huvudsakligen reglerar den kontinuerliga informationsgivningen från börsbolagen. SEA 1934 gör börsbolagen skyldiga att rapportera till allmänheten i samband med särskilda händelser som t.ex. offentliga erbjudande om aktieförvärv m.m. SEA 1934 innehåller också en skyldighet i section 16 (a) för personer med insynsställning att anmäla sitt aktieinnehav. I section 16 (b) finns också en bestämmelse om förbud mot korttidshandel ”the short-swing profits rule”. SEA 1934 innehåller slutligen också den fruktade generalklausulen 10b-5 som förbjuder alla former av bedrägligt beteende som kan leda till att vanliga investerare utnyttjas, regeln

---

<sup>57</sup> Samuelsson s.56f.

<sup>58</sup> Löfmarck s. 1; Rundfelt (1989) s.12; Nilsson s.20.

<sup>59</sup> Jmf. Samuelsson s.74.

bemyndigar dessutom SEC att utfärda egna regler. SEC har bl.a. utnyttjat bemyndigandet till att införa SEC 1942 10b-5 som har blivit den dominerande bestämmelsen i amerikansk rätt för att komma till rätta med insiderhandeln.

Både SA 1933 och SEA 1934 tillkom som en direkt reaktion på den stora börskraschen 1929. Då flera avslöjande om oegentligheter i börsbolagen gjordes. Valet för lagstiftaren stod mellan att införa två olika system. Det första systemet gick ut på att kvalitetskontrollera företag och aktier utöver det som redan förekom i samband med ansökan om att erhålla börsnotering. Ett sådant system skulle kräva enorma resurser och ett särskilt inrättat organ. Den andra systemet var att ställa långtgående krav på offentlighet kring de börsnoterade företagens verksamhet i form av lag- och självreglering. Det andra systemet blev det som segrade och har därefter också blivit det system som spridit sig till de flesta andra länderna.<sup>60</sup> Ett citat hämtat från Louis Brandeis bok ”Other peoples money” präglar ställningsstagandet och den rådande stämningen som rådde vid tidpunkten till fördel för tvingande offentlighet framför kvalitetskontroller:

*”Publicity is justly commended as remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.”<sup>61</sup>*

SEC initierade 1969 en studie som resulterade i den s.k. ”The Wheat rapport” där tonvikten i lagstiftningen ändrades från initial registrering till kontinuerlig informationsgivning. Tyngdpunkten flyttades med andra ord från SA 1933 till SEA 1934. Skälen var att man insett att emissionsvolymen vida understeg det totala marknadsvärdet av alla aktier samt att informationen som offentliggjordes i prospektet snabbt blev föråldrad.

Trots att myndigheten SEC inrättades kort efter införandet av SA 1933 och SEA 1934 var det var först på 1960-talet som SEC vaknade till och började driva rättsprocesser för att skapa prejudikat.<sup>62</sup> 1961 kom det första stora genombrottet med fallet *Cady, Roberts & C:o*.

En delägare i mäklarfirman Cady, Roberts & C:o satt som representant för mäklarfirman i styrelsen för ett börsbolag. Under ett styrelsemöte beslutades det att utdelningen skulle sänkas avsevärt. Delägaren meddelade detta till mäklarfirman under en paus i styrelsemötet och mäklarfirman kunde därigenom sälja av sina aktier innan kursen föll. Högsta domstolen fann att Rule 10b-5 var tillämplig och utvecklade teorin ”*the equal access theory*”.

---

<sup>60</sup> Samuelsson s.36 och s. 72.

<sup>61</sup> Citatet är hämtat ifrån Samuelsson s.73.

<sup>62</sup> [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

Domen innebar också att man för första gången angrep en anonym transaktion (faceless transaction) med hjälp av insiderlagstiftningen. "The equal access theory" går ut på att alla marknadens parter skall ha samma förutsättning att avgöra om kursen är korrekt. Tolkningen av Rule 10b-5 i Cady, Roberts & Co fick några år senare 1968 stöd av utgången i det uppmärksammade rättsfallet *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*

Texas Gulf Sulphur Company hade funnit en rik metallfyndighet vilket företaget beslöt att hemlighålla för att kunna förvärva omkringliggande mark till fördelaktigare pris. Under tiden förvärvade flera personer inom bolaget aktier i det egna bolaget. SEC hävdade att de därigenom utnyttjat sitt informationsövertag för att tillgodogöra sig aktievinster. De inblandade hävdade däremot att de inte kunde ha avslöjat informationen utan att skada sin huvudman. Domstolen höll med om att de inblandade inte kunde ha avslöjat informationen utan att skada bolaget, men att de därigenom också skulle ha avstått från att handla enligt Rule 10b-5. På så sätt tillkom "the abstain or disclose rule" som säger att en insider antingen måste offentliggöra informationen eller avstå från att handla utifrån den.

År 1980 kom "the abstain or disclose rule" att utvecklas ytterligare genom det uppmärksammade rättsfallet *Chiarella v. United States*.

Chiarella hade genom sin anställning som tryckeriarbetare<sup>63</sup> under sitt arbete med ett prospekt lyckats lista ut att ett visst bolag skulle köpas upp. Därefter köpte han aktier i målbolaget och sålde dem med god förtjänst efter det att uppköpet offentliggjorts. Högsta domstolen ansåg inte att det fanns en skyldighet för Chiarella att avstå eller avslöja informationen eftersom det inte fanns någon förtroendeställning mellan honom och bolagets aktieägare som hade varit fallet i t.ex. Texas Gulf Sulphur-fallet.

Principen som utvecklades i Chiarella-fallet brukar kallas "the fiduciary duty theory" och resulterade i att SEC utnyttjade sitt bemyndigande och utfärdade Rule 14e-3 under vilken det inte krävdes någon förtroendeställning. SEC nöjde sig dock inte med detta utan försökte samtidigt komma runt "the fiduciary theory" genom ytterligare en teori "the misappropriation theory".<sup>64</sup> Även "the misappropriation theory" grundar sig

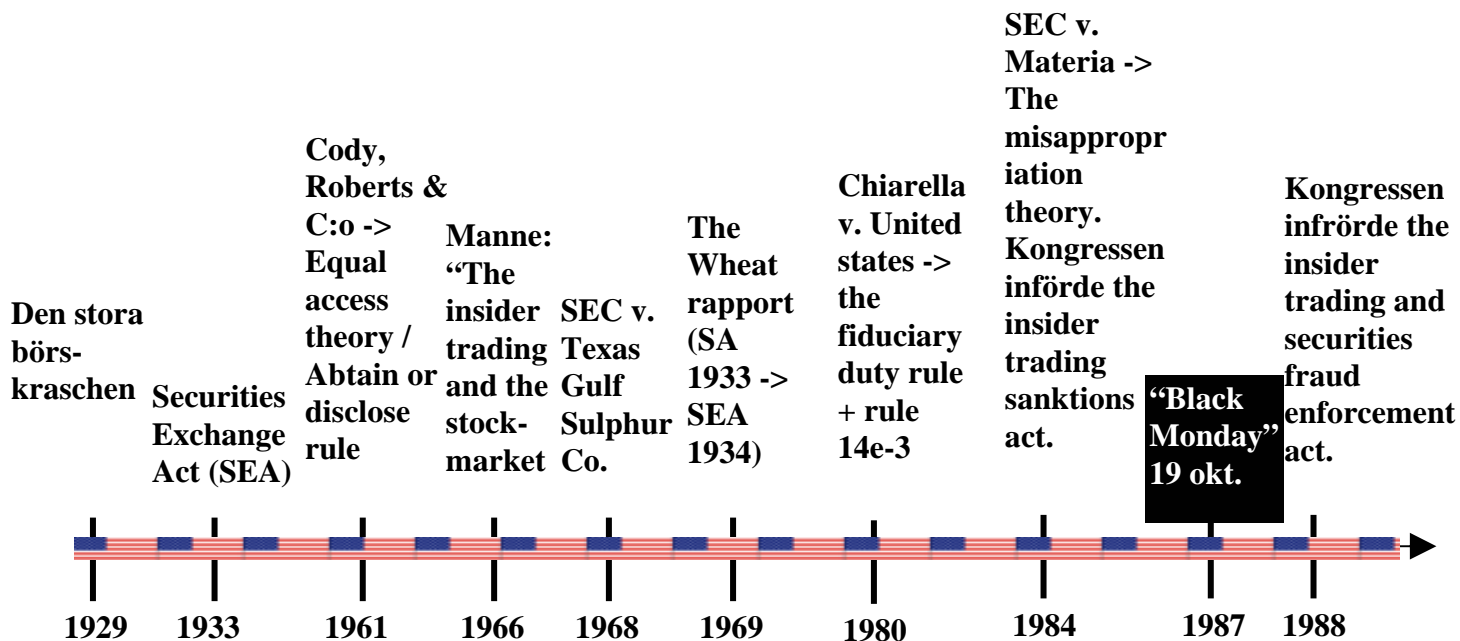
---

<sup>63</sup> Jmf. *SEC v. Materia och Securitas/Pinkerton*.

<sup>64</sup> Även kongressen såg alarmerande på rättsutvecklingen i och med Chiarella-fallet och införde *the insider trading sanctions act* 1984. Varigenom en sanktionsavgift infördes och både bötes- och fängelsestraffet skärptes. Som en reaktion på börskraschen under "the black monday" 19 oktober 1987 skärptes straffskalan ytterligare en gång och ett



på att insiderhandel är ett brott mot ett givet förtroende. Teorin utgår däremot till skillnad från "the fiduciary duty theory" ifrån att insiderbrottet inte riktar sig mot aktieägarna utan mot den som äger rätten till informationen.



### 2.2.2.2 Rättsutvecklingen inom EU

Utvecklingen i USA har som beskrivits ovan mest drivits fram igenom s.k. case-law till skillnad från utvecklingen i Europa där lagstiftaren varit den som drivit på utvecklingen. Inom EU insåg medlemsländerna tidigt vikten av att harmonisera insiderlagstiftningen p.g.a. den ökande internationaliseringen av aktiehandeln. Redan i den s.k. *Segrérapporten* från 1966 föreslogs en reglering av bolagsledningarnas handel med värdepapper i det egna bolaget.<sup>65</sup> Rapporten ledde fram till att kommissionen 1970 la fram ett förslag om reglering efter amerikansk modell.<sup>66</sup> Förslaget innehöll bl.a. tystnadsplikt och en s.k. "short swing profit rule" d.v.s. ett förbud mot korttidsaffärer. Förslaget genomfördes dock aldrig inom EG. Samma år blev Frankrike det första land i Europa att införa ett förbud mot insiderhandel. Frankrike hade även tre år tidigare varit det först landet i Europa att lagstifta om anmälningsplikt för insiderinnehav.

Utvecklingen därefter följdes av att kommissionen utfärdade ett påbud om etiska regler vid värdepappershandel. Påbudet efterföljdes av få länder och

---

angiverisystem infördes genom *the insider trading and securities fraud enforcement act* 1988.

<sup>65</sup> Sandeberg s. 55.

<sup>66</sup> Jmf. Bulletin 8/70 med SEA 16 (b).

anses allmänt som misslyckat.<sup>67</sup> Allt eftersom allt fler europeiska länder under 1980-talet började inse betydelsen av att stävja insiderhandeln kom återigen kraven på en harmonisering upp på EG:s dagordning. Kommissionens förslag till insiderdirektiv framlades 1987 och antogs redan 1989, vilket var kort tid för en gemenskapsrättslig reglering.<sup>68</sup> Insiderdirektivet 89/592/EEG låg sedan till grund för utformningen av den svenska insiderlagstiftningen. Direktivet är ett minimidirektiv och tillåter därigenom en strängare lagstiftningen eller att man kombinerar straffregleringen med en administrativ lag som i Sverige.

Den 28 januari 2003 antogs ett nytt direktiv i form av det s.k. *Marknadsmisbruksdirektivet* 2003/6/EG. Syftet med det nya direktivet är att ersätta det gamla insiderdirektivet 89/592/EEG och ge ett skydd mot otillbörlig marknadspåverkan, något som inte tidigare funnits på gemenskapsrättslig nivå. Direktivet skall vara genomfört av medlemsstaterna senast den 12 oktober 2004,<sup>69</sup> och för närvarande finns det en utredning utsedd av regeringen för att se över hur den svenska insiderlagstiftningen kommer att behöva förändras i överrensställelse med marknadsmisbruksdirektivet.<sup>70</sup>

Den svenska lagstiftningen har gått lite snabbare än den gemenskapsrättsliga och Sverige föregrep några av de större och nödvändigare förändringarna när man införde ISL och AnmL. Till exempel är redan den svenska lagstiftningen anpassad efter alla former av finansiella instrument som marknadsmisbruksdirektivet, till skillnad från insiderdirektivet, räknar upp.<sup>71</sup>

En rad skillnader finns dock. En markant skillnad är att marknadsmisbruksdirektivet omfattar *all handel* med finansiella instrument som är godkända eller kommer att godkännas i minst en medlemsstat, oavsett om transaktionen faktiskt ägt rum på den marknaden eller inte.<sup>72</sup> Det innebär att direktivet omfattar oreglerade marknader, marknadsplatser på Internet och transaktioner utanför marknaderna m.m. En viktig skillnad är därför att direkta transaktioner mellan enskilda parter utan någon mellanhand numera även omfattas av direktivet,<sup>73</sup> vilket kommer att resultera i att den svenska insiderstrafflagen kommer att behöva ändras i framtiden. Syftet bakom utvidgningen av marknadsplatser i det nya marknadsmisbruksdirektivet är att det inte skall finnas några möjligheter alls till att utnyttja insiderinformation vid handel med finansiella instrument.

---

<sup>67</sup> Sandeberg s.55.

<sup>68</sup> Prop 1990/91:42 s. 35; Rådets direktiv 89/592/EEG.

<sup>69</sup> Art. 18 Marknadsmisbruksdirektivet.

<sup>70</sup> Dir. 2003:91.

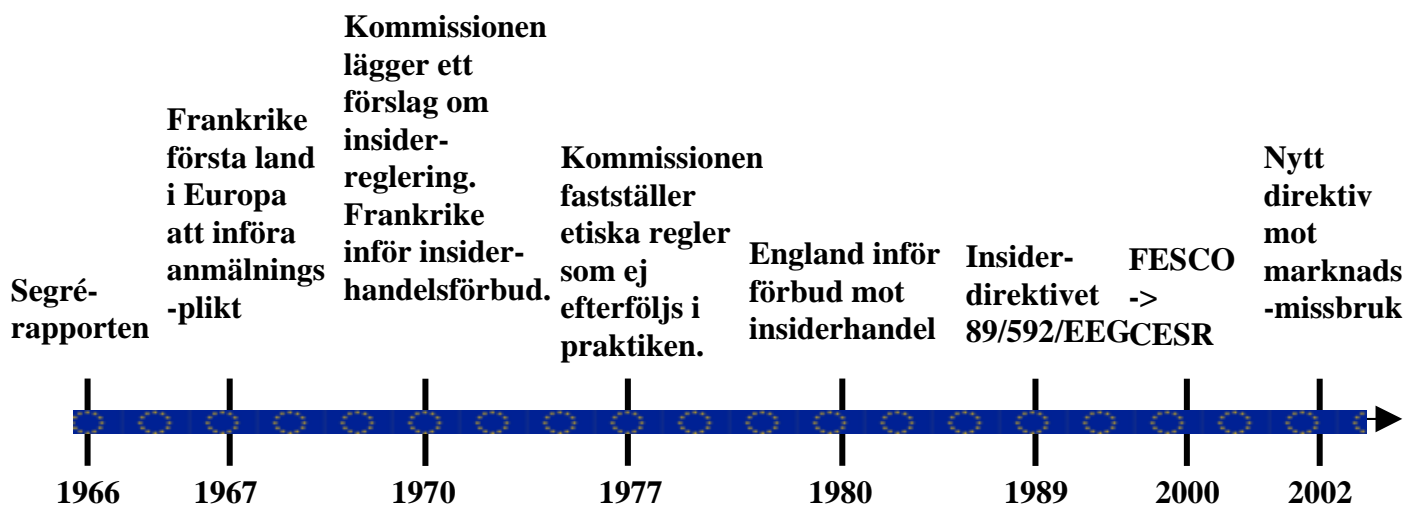
<sup>71</sup> Jmf. 1 § 3-4pp. ISL med Art 1 3p. Marknadsmisbruksdirektivet respektive Art. 1 2p. Insiderdirektivet.

<sup>72</sup> Art. 9 Marknadsmisbruksdirektivet.

<sup>73</sup> I dagsläget betraktas inte transaktioner som skett direkt mellan enskilda parter utan mellanhand som en marknadstransaktion och faller således utanför den svenska insiderlagstiftningen. Jmf. 1 2p. § ISL; Jmf. även Transatlantic-fallet; Se även kap. 3.1.1.

En annan nyhet med marknadsmissbruksdirektivet är att även juridiska personer omfattas av handelsförbudet,<sup>74</sup> till skillnad från insiderstrafflagen som endast ger möjlighet att straffa de enskilda individerna inom företaget. Sverige kan därför bli tvungna att införa en form av företagsbot för insiderbrott.

En välkommen nyhet är däremot, om jag tolkat preambel 29 i marknadsmissbruksdirektivet korrekt, att det kommer att bli tillåtet även för tredje man som får nys om ett offentligt bud att delta i budprocessen och därigenom lägga ett högre offentligt bud. Med andra ord kommer inte insiderlagstiftningen att stänga ute andra spekulanter från budgivningen vilket gynnar konkurrensen och aktieägarna i målbolaget.



### 2.2.2.3 Rättsutvecklingen i Sverige

Före 1972 saknade Sverige lagstiftning om insiderhandel. Affärer som ansågs vara ohederliga eller brottsliga kunde i viss mån beivras med stöd av svekstadgandet i 30 § AvtL eller 33 § AvtL om förfarandet var i strid mot tro och heder eller 9 kapitlet 9 § BrB om det var fråga om svindleri. 1972 infördes dock lagen om registrering av aktieinnehav (ARL). ARL föreskrev en skyldighet för vissa personer i insynsställning att registrera sitt aktieinnehav.<sup>75</sup> Lagen byggde på den princip som tidigare uppkommit i USA om att insiderhandel skulle motverkas genom offentliggörande av informationen.<sup>76</sup> Något handelsförbud infördes inte utan lagstiftaren menade att kraven på att redovisa sitt aktieinnehav utgjorde en tillräcklig åtgärd mot missbruk. Denna princip kom därför i Sverige att kallas för ”skampåleprincipen”. Lagen avgränsades dessutom till att bara gälla

<sup>74</sup> Art. 16 Marknadsmissbruksdirektivet.

<sup>75</sup> Liknande lagar hade införts i USA genom SEA section 16 (b) 1934 och i Frankrike 1967.

<sup>76</sup> Jmf. Brandeis citat i tidigare kapitel.

transaktioner som skedde på Stockholms fondbörs p.g.a. den anonymitet som rådde vid handeln där. Övriga transaktioner ansågs kunna angripas med allmänna civil- och straffrättsliga stadgande.<sup>77</sup> En avgränsning som stått sig fram till idag. Dock kommer införandet av marknadsmissbruksdirektivet att vidga lagstiftningen till att gälla samtliga transaktioner oavsett om transaktionerna skett via en värdepappersmarknad eller inte.<sup>78</sup>

1980 infördes lagen om fondkommission<sup>79</sup> vilket medförde ett handelsförbud för mäklare och analytiker som i samband med sitt arbete fick tillgång till insiderinformation. Den tilltagande värdepappersspekulationen under 1980-talet och den ökade internationaliseringen ställde allt högre krav på lagstiftningen och ”skampåleprincipen”, som huvudsakligen byggde på att massmedia uppmärksammade oegentligheter, ansågs förlegad. För att få en mer effektiv lagstiftning och för att följa det mönster som fanns ute i Europa om förbud mot insiderhandel införde Sverige 1985 lagen om värdepappersmarknaden (VML). VML tog sikte på två olika situationer och innehöll två förbudsregler. Den första situationen, det s.k. *take-over-förbudet*, avsåg arbets- och uppdragstagare som hade tillgång till insiderinformation i bolag som var involverade i ett uppköpserbjudande.<sup>80</sup> Det andra förbudet, det s.k. *allmänna insiderförbudet*, tog sikte på en uppräknad personkrets med insynsställning i bolaget som inte fick handla med bolagets aktier på basis av icke offentliggjord väsentligt kurspåverkande information.<sup>81</sup>

VML utsattes dock för en hel del kritik. Lagen kritiserades bl.a. för att ha en allt för snäv definition av insiderinformation. Definitionen inskränktes till företagsspecifik information och utelämnade marknadsinformation. Därigenom inskränktes lagens förbud till enbart handel med värdepapper som påverkas av företagsspecifik information som t.ex. aktier men inte obligationer och andra räntekänsliga värdepapper. VML kritiserades även för att ha en för snäv personkrets och att lagen inte tillräckligt tydligt tog upp marknadsmissbruk. Den sistnämnda kritiken blev extra påtaglig i och med avslöjandet av Fermenta-skandalen.

De dyrköpta erfarenheterna av Fermenta-skandalen tillsammans med den EG-rättsliga utvecklingen samt kritiken mot VML gjorde att Sverige 1991 införde Insiderlagen<sup>82</sup>. Insiderlagen bygger som tidigare nämnt på insiderdirektivet 89/592/EEG som är ett minimidirektiv. Insiderlagen utvidgades 1997 till att omfatta samtliga finansiella instrument som är föremål för handel på värdepappersmarknaden. Vid samma tidpunkt införde Sverige även ett förbud mot korttidshandel. Ändringarna ansågs dock inte vara tillräckliga. Det preventiva syftet med insiderregleringen, som underströks i förarbetena, att regleringen skulle vara tydligt utformad ansågs

---

<sup>77</sup> SOU 1970:38 s.24ff.

<sup>78</sup> Art. 9 Marknadsmissbruksdirektivet.

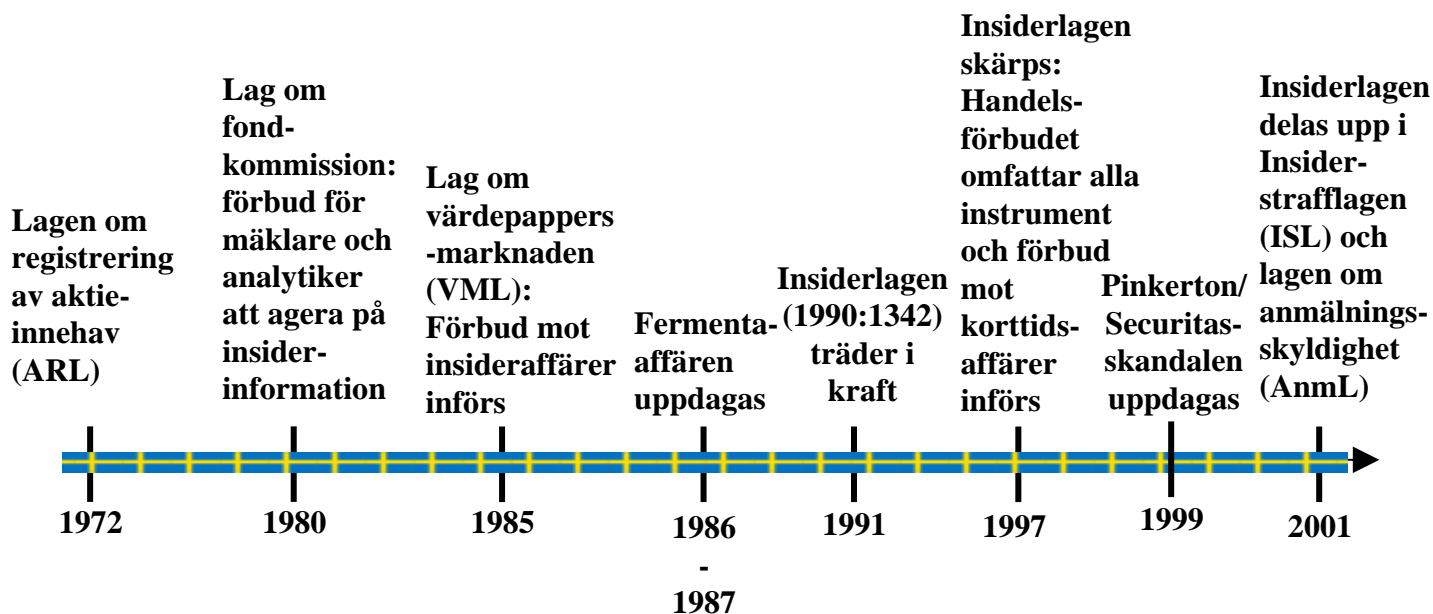
<sup>79</sup> Lag 1979:748.

<sup>80</sup> Prop. 1984/85:157 s.24.

<sup>81</sup> SOU 1984:2 s.115; Jmf. 2 § ISL.

<sup>82</sup> Lag 1990:1342.

inte vara uppfyllt.<sup>83</sup> Lagstiftaren ansåg det dessutom otydligt att en och samma lag innehöll både straffrättsliga och administrativa påföljdssystem.<sup>84</sup> Insiderlagen delades därför upp i två nya lagar en straffrättslig och en administrativ lag. De administrativa bestämmelserna om anmälningsskyldighet för personer i insynsställning och förbudet mot korttidshandel överfördes därför till lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (AnmL.). Även tidsfristen för anmälan ändrades från fjorton till fem dagar p.g.a. att den ökade informationstakten i samhället. Samtidigt skapades också insiderstrafflagen (ISL) för de straffrättsliga bestämmelserna och handelsförbudet. Till insiderstrafflagen överfördes även förbudet mot otillbörlig kurspåverkan vilket tidigare reglerats i sjunde kapitlet i lagen om handel med finansiella instrument (LHF). En ytterligare förändring var att FI också ålades att göra anmälan till åklagare vid brottsmisstanke.<sup>85</sup>



<sup>83</sup> Prop. 1999/2000 s.40.

<sup>84</sup> Prop. 1999/2000 s.40.

<sup>85</sup> 14 § Insiderstrafflagen.

# 3 Insiderstrafflagen

## 3.1 Insiderbrott (handels- och rådgivningsförbudet)

2 och 3 §§ ISL innehåller ett straffsanktionerat förbud för personer att handla med värdepapper på basis av icke-offentliggjord information som väsentligt kan påverka kursen. Paragraferna omfattar även ett förbud mot att ge råd eller på annat sätt föranleda någon annan till förvärv eller avyttring.<sup>86</sup> Handels- och rådgivningsförbudet bygger på en rad rekvisit som kommer att granskas närmare nedan.

### 3.1.1 Marknadsrekvisitet

Handelsförbudet omfattar enbart handel på värdepappersmarknaden. Införandet av det nya marknadsmissbruksdirektivet kommer att få konsekvenser för det svenska handelsförbudet. Det nya direktivet omfattar *alla* transaktioner med finansiella instrument oavsett om de sker på värdepappersmarknaden eller inte.<sup>87</sup> Med handel på värdepappersmarknaden avses all handel som sker på börsen, en auktoriserad marknadsplats eller genom en mellanhand som yrkesmässigt tillhandahåller finansiella tjänster avseende värdepapper, d.v.s. i första hand värdepappersinstitut eller motsvarande utländska företag.<sup>88</sup> ISL omfattar således inte direkta transaktioner, skälet är att de inte anses påverka allmänhetens förtroende.<sup>89</sup>

I rättsfallet *Transatlantic*<sup>90</sup> var frågan huruvida en transaktion hade skett på marknaden eller inte den centrala rättsfrågan. Peter C var VD och sedermera styrelseordförande i målbolaget Transatlantic och hade därigenom kännedom om samgåendet med Bilspedition. Peter C hade sen tidigare sålt en aktiepost avseende 80,000 aktier med förköpsrätt. Efter att Peter C fått kännedom om samgåendet men innan offentliggörandet förvärvade han tillbaka aktieposten. Förvärvet skedde via en mäklare som inte kände till överenskommelsen om förköpsrätt och som hade uppfattat det som om säljaren var ointresserad av vem köparen var. HD ansåg därför att

---

<sup>86</sup> 2 § 2p. och 3 § 2p. ISL.

<sup>87</sup> Art. 9 Marknadsmissbruksdirektivet, se även kap. 2.2.2.2.

<sup>88</sup> 1 § 2p. ISL; Transatlantic-fallet.

<sup>89</sup> Prop. 1990/91:42 s. 50

<sup>90</sup> NJA 1994 s.404.

förvärvet skett på värdepappersmarknaden. Åtalet lämnades dock utan bifall eftersom brottet var preskriberat, däremot förverkades vinsten Peter C hade gjort. Två justitieråd var skiljaktiga och ansåg att det objektivt var frågan om en affär på värdepappersmarknaden men att Peter C inte insett detta och att det subjektiva rekvisitet därmed inte var uppfyllt.

För att en affär skall anses ha skett på värdepappersmarknaden krävs att ett värdepappersinstitut på något sätt medverkat till transaktionen. Om medverkan enbart består i att registrera en äganderättsövergång hos VPC eller i en depå innebär det inte att affären skett på värdepappersmarknaden.<sup>91</sup>

### 3.1.2 Informationsrekvisitets räckvidd

Handels- och rådgivningsförbudet i 2 och 3 §§ ISL samt förbudet mot obehörigt röjande i 7 § ISL gäller enbart för insiderinformation och upphör således att gälla när informationen inte längre har karaktären av insiderinformation. I 1 § ISL definieras vad som anses vara insiderinformation, det föreskrivs att insiderinformation är:

”...information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument...”

Vad själva informationen kan vara har jag redan varit inne på och en upprepning är därför onödig.<sup>92</sup> Dock skall det påpekas att begreppet insiderinformation och förbudet enbart omfattar omständigheter av bestämd beskaffenhet. Förbudet kan endast i undantagsfall inkludera rykten och spekulationer eftersom de är vaga och obestämda till sin natur.<sup>93</sup> Skälet är att ett utvidgat insiderbegrepp annars skulle riskera att hota rättssäkerheten, begreppet insiderinformation har därför avgränsats p.g.a. sin straffrättsliga karaktär i ISL.

De två andra rekvisiten i 1 § ISL som måste uppfyllas för att det ska vara frågan om insiderinformation är att det ska röra sig om

”en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet” (offentlighetsrekvisitet)

samt

”som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument” [min understrykning] (väsentlighetsrekvisitet)

---

<sup>91</sup> Beckman et al s. 418.

<sup>92</sup> Se istället kap. 2.2.1.1.

<sup>93</sup> Kågerman s. 127 f.

### 3.1.2.1 Offentlighetsrekvisitet

För att information skall anses utgöra insiderinformation förutsätts att informationen inte är offentliggjord eller på annat sätt blivit allmänt känd. Enligt motivuttalandena till insiderstrafflagen skall informationen anses offentliggjord om den är åtkomlig för samtliga som vill söka efter den i massmedia, bland uttalande från bolaget eller genom att inhämta information från andra offentliga källor.<sup>94</sup> Även information som sägs vid ett offentligt föredrag skall anses som offentliggjord.<sup>95</sup> Det mesta talar för att även information som lämnas via Internet till allmänheten skall anses offentliggjord.<sup>96</sup> Dock måste informationen som publiceras på Internet enligt min mening bära en viss prägel av att vara officiell information från bolaget. Rykten som sprids via chatsidor torde inte uppbära denna informationshöjd.

Att informationen lämnats till en nyhetsbyrå är inte heller i sig tillräckligt för att informationen skall anses som offentliggjord enligt min tolkning av motivuttalandet som refererades ovan. Det krävs även att nyhetsbyrån agerar på informationen och publicerar den för att den skall bli allmänt tillgänglig. En intressant skillnad uppstår därmed eftersom NBK:s rekommendationer ställer krav på att offentliggörandet skall göras genom att informationen lämnas till minst en etablerad nyhetsbyrå, tre rikstäckande dagstidningar samt till börser.<sup>97</sup> NBK:s rekommendationer ställer inga krav på att informationen måste offentliggöras av nyhetsbyrån, dagstidningarna eller börser. Med andra ord kan det uppstå en diskrepans mellan lagstiftningen och självregleringen. Bolaget kan ha gjort allt för att offentliggöra informationen enligt NBK:s rekommendationer men den som agerar på informationen kan fortfarande komma att straffas för det enligt ISL. Problemet minskas genom att NBK även ställer upp krav på att informationen skall publiceras på företagets hemsida om sådan finns.<sup>98</sup> Vilket enligt min tolkning ovan borde det vara tillräckligt för att anses som offentliggjord enligt motiven till insiderstrafflagen. Problemet i sig torde inte heller vara så stort eftersom de flesta nyhetsbyråerna publicerar samtliga telegram till skillnad från övriga medier där viss redaktionellt urval görs.

Det har även i litteraturen diskuterats huruvida information som sprids i aktieklubbar kan anses som allmänt känd. Frågan besvaras lättast med motivuttalandet som refererades ovan. Informationen som sprids i en sådan klubb kan inte anses fritt tillgänglig för samtliga att söka upp, eftersom den är spridd i ett slutet sällskap.<sup>99</sup>

---

<sup>94</sup> Prop. 1999/2000:109.

<sup>95</sup> Kågerman s. 127 f.

<sup>96</sup> Jmf. Beckman et al s. 416.

<sup>97</sup> Se t.ex. IRK bilaga 1 p.4.

<sup>98</sup> Se t.ex. IRK bilaga 1 p.7.

<sup>99</sup> Jmf. Kågerman s. 129.



I rättsfallet *VBG produkter AB*<sup>100</sup> var rättsfrågan huruvida informationen hade offentliggjorts före utnyttjandet av densamma. I en bokslutskommuniké den 24 mars 1994 spådde en prognos att efterfrågan på bolagets produkter väntades öka under 1994. Den 21 april 1994 offentliggjordes första kvartalets försäljnings- och resultatökning vilket resulterade i att aktiekursen steg. Två styrelseledamöter samt en svärson till en av dem hade under månadsskiftet mars-april förvärvat aktier i bolaget. Svea HovR. valde ”den för den tilltalade mest förmånliga bedömningen” och ansåg att offentliggörandet redan hade skett vid publicerandet av bokslutskommunikén. Trots att kommunikén inte angett resultatförbättringen i siffror utan enbart med formuleringen ”väsentligt bättre”.

### 3.1.2.2 Väsentlighetsrekvisitet

För att information skall anses som insiderinformation krävs dessutom att det s.k. väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt. I motiven till insiderlagen fanns uttalande om att enbart kursförändringar över tio procent var att anses som väsentliga.<sup>101</sup> Uttalandet kom att få stor betydelse i praxis och fallen då insiderlagen blev tillämpliga blev relativt få. Många kritiska röster hördes om att insiderlagen var för tandlös.<sup>102</sup> Det fick FI att uttala sig i anslutning till förarbetena till den nya insiderstrafflagen om att rättskipning i allt för hög grad tagit fasta på tioprocentgränsen.<sup>103</sup> Regeringen svarade genom att uttala sig om att det inom den gällande lydelsen av lagtexten finns utrymme att bedöma huruvida kursförändringarna är väsentliga utifrån ett antal andra premisser som t.ex. den normala likviditeten och volatiliteten i det finansiella instrumentet i fråga.<sup>104</sup> Även mindre procentuella förändringar kan alltså falla inom väsentlighetsrekvisitet. Någon fast procentgräns finns inte i ISL. Anledningen till det är att vad som klassas som väsentlig kurspåverkan mellan olika marknader och olika värdepapper kan variera. Till exempel kan även mycket små kursvariationer i räntebärande instrument anses som väsentliga medan däremot en tioprocentig kursförändring på optionsmarkanden anses som normal.<sup>105</sup> En individuell prövning är därför nödvändig i varje enskilt fall. Det är med andra ord den förväntade och inte den faktiska kursutvecklingen som är av betydelse för bedömningen av om väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt. Enligt ett uttalande av departementschefen i förarbetena till VPL som också citeras i förarbetena

---

<sup>100</sup> Svea HovR. B 2917/95 (1996-12-18).

<sup>101</sup> Prop. 1990/91:s 42 s.83.

<sup>102</sup> Se t.ex. Prop. 1995/96:215 s. 1; Prop. 1999/2000 s.40; T.Nilsson passim; Hedvall s. 398 m.m.

<sup>103</sup> Prop 1995/96:215 s. 34 ff.

<sup>104</sup> Prop. 1995/96:215 s.36; Prop 1999/2000:109 s.53.

<sup>105</sup> Prop. 1995/96.215 s. 39 ff.; Prop. 1990/91:42 s. 83 f.; Prop 1984/85:157 s.90.

till insiderlagen saknar det betydelse om en kurspåverkan faktiskt inträffat eller inte som en följd av offentliggörandet.<sup>106</sup>

*”En omständighet är ägnad att förändra kursen på aktierna i bolaget om det framstår som mycket sannolikt att ett tillkännagivande av omständigheten kommer att driva kursen uppåt eller nedåt. Annorlunda uttryckt skall aktierna i bolaget, med beaktande av den icke offentliggjorda omständigheten, te sig under- eller övervärderade och det skall samtidigt kunna förutsättas att marknadens reaktion på omständigheten medför kursstegring eller kursfall. Det avgörande är alltså om en omständighet erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs. Om en kursförändring faktiskt inträffat som en följd av omständigheten saknar däremot betydelse. Handel som företagits med kännedom om en i bolaget inträffad omständighet som framkallat en oväntad kursändring kan alltså inte stå i strid mot förbudet i denna paragraf. Om en kursrörelse uteblivit fastän en sådan framstått som mycket naturlig då affären företogs är situationen den omvända. Man kan dock utgå från att överträdelse av förbudet i allmänhet inte beivras i sådant fall.”<sup>107</sup>*

Som stöd för departementschefens uttalande ovan finns det efterföljande rättsfallet *Föreningsbanksfallet*<sup>108</sup>. Hans O var styrelseledamot i Sparbanken Sverige och fick kännedom om förvärvet av 4,98 % av rösterna i Föreningsbanken. Förvärvet skedde som ett första steg inför ett sammangående bankerna emellan. Hans O var dessutom ekonomichef för Metallindustriarbetarnas förbund vilka kort därefter förvärvade ett stort antal aktier i Föreningsbanken. Rättsfrågan rörde huruvida information om Sparbankens aktieförvärv var ägnad att väsentligt påverka kursen på aktierna i Föreningsbanken. Under tiden innan offentliggörandet av förvärvet steg Föreningsbankens aktier med närmare trettio procent. I samband med offentliggörandet steg aktierna med ytterligare fyra procent. Tingsrätten fäste stort avseende vid att den efterföljande kursstegringen varit alltför liten för att man skulle kunna kalla de tidigare inte kända omständigheterna för väsentligt kurspåverkande. Desto mer intressant är det dock att tingsrätten även tar hänsyn till statistik från den dåvarande Stockholms fondbörs. Statistiken visade på att väsentliga kursförändringar över

---

<sup>106</sup> Prop 1990/91:42 s. 49f. hänvisar till Prop 1984/85:157 s. 89.

<sup>107</sup> Prop. 1984/85:157 s. 89 [Mina understrykningar].

<sup>108</sup> Svea HovR. (01-12-07) B 1295-00.

tio procent är vanliga vid offentliga bud men att det är ytterst sällsynta vid mindre enstaka flaggningspliktiga aktieförvärv. Med andra ord tar domstolen hänsyn till om informationen *erfarenhetsmässigt* skulle kunna leda till en väsentlig kurspåverkan. HovR. delade tingsrättens bedömning.

I CESR:s riktlinjer för implementering av marknadsmissbruksdirektivet<sup>109</sup> finns vägledning till vad som skall anses som väsentlig kurspåverkande information. Utgångspunkten är att informationen skall anses ha en kurspåverkande effekt om den påverkar en investerares bedömning av en investering i det aktuella instrumentet. I bedömningen av om det är frågan om en väsentlig kurspåverkande omständighet kan man även ta hänsyn till om:

informationen är av en sådan typ som erfarenhetsmässigt tidigare har haft en väsentlig kurspåverkande effekt, eller att analyser och rekommendationer visar på att den aktuella typen av information är typiskt sett priskänslig, samt om emittenten av det finansiella instrumentet tidigare har betraktat liknande information som insiderinformation.

### 3.1.3 Värdepapper som omfattas

Insiderstrafflagen omfattar samtliga slag av finansiella instrument. Definitionen av vad som är ett finansiellt instrument är tämligen öppen i insiderstrafflagen. I 1 § 3p. ISL definierar enbart ett finansiellt instrument som fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse som är avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Tidigare gällde att endast fondpapper och enbart särskilt uppräknade finansiella instrument omfattades av insiderbestämmelserna. Utvecklingstakten på den finansiella marknaden ökade dock dramatiskt, särskilt under 1990-talet, och det utvecklades handel med nya slags finansiella instrument. För att lagstiftningen skulle bli mer flexibel och hänga med i utvecklingstakten utvidgades lagstiftningen 1997 till att istället omfatta samtliga finansiella instrument. Den straffrättsliga principen om klarhet och entydighet har således fått stå till sidan till förmån för flexibiliteten.

---

<sup>109</sup> Implementing measures for the proposed directive on insider dealing and market manipulation (market abuse), CESR 02.089b s. 12 f.

### 3.1.4 Personkretsens omfattning

Som tidigare nämnt kan det göras en distinktion mellan primära och sekundära insiders. Även lagstiftaren har valt att göra denna distinktion.

#### 3.1.4.1 Primära insiders

2 § ISL reglerar de personer som normalt betraktas som primära insiders:

”Den som har anställning, uppdrag eller annan befattning, som normalt innebär att han eller hon får kännedom om omständigheter som har betydelse för kursen på finansiella instrument, och som på grund härav fått insiderinformation eller den som får insiderinformation som rör ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier...”  
[mina understrykningar]

Gemensamt för primära insiders är att de är personer som *normalt* har tillgång till förstahandsinformation. Vid lagrådsremissen framhävde lagrådet att sambandet mellan informationen och anställningen *typiskt sätt* har som följd eller kan ha som följd att den anställde får tillgång till kurspåverkande information. Ett vanligt exempel som används för själva gränsdragningen är att t.ex. ekonomijournalister faller under 2 § ISL eftersom de kan få tillgång till kurspåverkande information i sitt dagliga arbete medan allmänreportrar och sportjournalister typiskt sätt inte får tillgång till sådan information, om så dock är fallet klassas de som sekundära insiders enligt 3 § ISL. Det avgörande är således i vilken egenskap som informationsmottagaren fått kännedom om den kurspåverkande informationen. I paragrafen ovan säger rekvisiten att det ska ske i egenskap av anställning, uppdrag eller genom annan befattning.

I den förstnämnda gruppen, de som får informationen tack vare sin anställning, brukar i första hand VD:n, Vice-VD samt styrelseledamöter tillhöra. Även andra anställda personer i bolaget omfattas om anställningen är sådan att de normalt kan förväntas få tillgång till insiderinformation som exempel kan nämnas en economichef eller en controller.

I den andra gruppen, de som får information tack vare ett uppdrag, omfattas i första hand personer som bistår bolaget i situationer där det förekommer insiderinformation. Till exempel kan nämnas revisorer, advokater och andra rådgivare vid t.ex. situationer som en due dilligence-undersökning eller vid ett bokslut.

Den tredje gruppen som tillhör den primära insidergruppen är de som genom annan befattning fått tillgång till inte allmänt känd information. I den gruppen finns bl.a. finansanalytiker och ekonomijournalister. En analytiker utgår som regel ifrån publik information i sina analyser men om analytikern

under arbetets gång obehörigen skulle komma över insiderinformation får han inte utnyttja den i analysen eller för andra ändamål. Rörande analytiker kan dessutom ett särskilt problem uppstå eftersom insiderinformationen i sig kan bestå av deras eget arbete om analysen vid offentliggörandet kan ha en kurspåverkande effekt. I ett sådant fall kan analytikern lämna över rapporten till sin uppdragsgivare men inte utnyttja den på annat sätt.<sup>110</sup>

Även en fjärde grupp av primära insiders omfattas av handels- och rådgivningsförbudet, nämligen aktieägare. Med aktieägare avses samtliga fysiska personer som äger aktier i det relevanta börsbolaget.<sup>111</sup> Att lagstiftningen inte särskiljer mellan huvudaktieägare och småaktieägare har enligt Kågerman sin utgångspunkt i den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen.<sup>112</sup>

### 3.1.4.2 Sekundära insiders

Sekundära insiders kallas också för tipsmottagare eller på engelska ”tippees”. Sekundära insiders omfattas av 3 § ISL. I likhet med primära insiders kan de sekundära dömas för *insiderbrott* om de handlar med hjälp av eller använder insiderinformation för att ge råd. Det senare straffbudet om rådgivning gäller numera även sekundära insiders efter införandet av ISL. För att straffbarhet skall bli aktuellt gäller i huvudsak samma förutsättningar som enligt 2 § ISL men med skillnaden att informationen kommit till tipsmottagaren antingen genom att den röjts av en primär insider eller genom att den på annat sätt obehörigen kommit ut.

”För insiderbrott döms också den som i annat fall än som anges i 2 § får insiderinformation som antingen måste ha röjts av någon som avses i 2 § eller på annat sätt kommit ut obehörigen...”

Enligt huvudregeln skall således informationen ha röjts av en anställd, uppdragstagare eller annan befattningshavare som *normalt* har tillgång till insiderinformation. Det spelar ingen roll om tipsmottagaren har fått informationen direkt från en insider eller indirekt genom att tipset vandrat i flera led. Det ska dock påpekas att desto fler led informationen vandrat genom desto större är risken för att den så småningom anses som allmänt känd.<sup>113</sup> Förbudet gäller vidare oberoende av tipsgivarens motiv. Det saknar betydelse om den som lämnat ut uppgiften gjort det av ekonomiska skäl eller som en ren väntjänst.

Informationen behöver inte nödvändigtvis ha nått den sekundära insidern genom ett direkt eller indirekt tips, utan 3 § ISL omfattar även fallet där informationen på annat sätt obehörigen kommit ut. Som exempel nämns i

---

<sup>110</sup> Beckman et al s. 425.

<sup>111</sup> Prop. 1990/91:42 s.84.

<sup>112</sup> Kågerman s. 123.

<sup>113</sup> Prop. 1990/91:42 s.45.

förarbetena att en hantverkare fått i uppdrag att renovera ett styrelserum och hittar då en promemoria med insiderinformation. Ett annat exempel som nämns är en taxichaufför som av en händelse råkar höra en konversation mellan två passagerare och förstår att det rör sig om insiderinformation.<sup>114</sup> Informationen måste dock kunna härledas från en person som avses i 2 § ISL eller vara av den karaktären att den sekundära insidern inser att det är frågan om insiderinformation. Det är således inte nödvändigt att den sekundära insidern känner till exakt vem som är den ursprungliga källan.<sup>115</sup> Det är fullt tillräckligt att den sekundära insidern inser informationens insiderekarakter.

En annan viktig distinktion mellan primära och sekundära insiders är att det är straffbart för primära insiders att lämna insiderinformation vidare. Lämnande av tips från en primär insider bedöms som *obehörigt röjande av insiderinformation*<sup>116</sup> om tipset lämnats senast samtidigt som informationen blir allmänt känd. Lämnande av tips från sekundära insiders är däremot tillåtet så länge det inte är frågan om att genom uppsåt föranleda någon annan till handel genom råd.<sup>117</sup> Skälet bakom denna distinktion, torde enligt min mening, vara att lagstiftaren valt att se på information som sprids av primära insiders som betydligt mer pålitlig och därmed också mer skadlig för allmänhetens förtroende än information som sprids av sekundära insiders som mer har karaktären av rykten, eftersom sekundära insiders inte har en direkt tillgång till insiderinformationen.

### 3.1.4.3 Handel för annans räkning – omfattningen av juridiska personer

Enligt punkterna 1 i 2 och 3 §§ ISL föreligger straffansvar för den som

”...för egen eller någon annans räkning genom handel på värdepappersmarknaden förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör.” [min understrykning]

Lydelsen har två väsentliga innebörder, dels gör den det möjligt att även omfatta juridiska personers handel i handelsförbudet och dels förhindrar den att bulvaner utnyttjas för att dölja framförallt de som förts in i insynsregistrets handel. Det skall även påpekas att det är tänkbart att komma åt bulvanförfarandet genom 2p. i 2 och 3 §§ ISL om man betraktar det som ett tipsgivande snarare än en direkt handel för annans räkning. I det senare fallet straffas i så fall även bulvanen genom att ta emot och använda sig av tipset enligt 3§ 1p. ISL.

---

<sup>114</sup> Båda exemplena är hämtade från Prop. 1990/91:42 s.45.

<sup>115</sup> Af Sandeberg s. 68.

<sup>116</sup> Se kap. 3.4.

<sup>117</sup> 7§ ISL é contrario och 3 § ISL.

Den viktigaste betydelsen av rekvisitet ”för annans räkning” är alltså att rekvisitet utvidgar handelsförbudets tillämplighet till juridiska personer. Det typiska exemplet är att en företrädare för ett bolag som har insyn i ett annat bolag förvärvar aktier i det senare åt bolaget han företräder på basis av insiderinformation. En händelse som säkert inte är speciellt ovanlig med tanke på hur koncentrerat urvalet av styrelseledamöter är i de svenska börsbolagen. I en sådan situation är det även möjligt att göra ett förverkande av vinsten hos bolaget enligt 11 § ISL.

Jag har tidigare varit inne på ett rättsfall där vinningen av insideraffären inte tillföll insidern utan en juridisk person nämligen i *Föreningsbanksfallet*. I det fallet friades insidern eftersom väsentlighetsrekvisitet inte ansågs uppfyllt. I *Atle-fallet*<sup>118</sup> rörde det sig också om ett fall där vinningen tillföll en juridisk person och inte insidern själv. Proventus hade vidtagit åtgärder i syfte att lägga ett bud på tre riskkapitalbolag. Styrelseordföranden i Atle, som hade stora innehav i de aktuella riskkapitalbolagen, fick i egenskap av storägare del av insiderinformationen om budet. Trots vetskapen om Proventus uppköpsplaner lät han för Atles räkning förvärva ytterligare köp av aktier i riskkapitalbolagen. Styrelseordföranden dömdes till grovt insiderbrott och Atle ålades ett vinningsförverkande motsvarande fyra miljoner kronor.

Eftersom juridiska personer inte är av kött och blod kan de inte heller anses vara bärare eller spridare av insiderinformation. Ytterst krävs det att en fysisk person sprider informationen. Handelsförbudet omfattar inte desto mindre även juridiska personer genom att handeln eller rådgivningen åt den juridiska personen måste företas av en fysisk person. Enligt motiven till insiderlagen krävs det för handelsförbudets tillämplighet gentemot juridiska personer inte att den fysiska personen har insynsställning i ett aktiebolag. Utan det räcker att den fysiska personen har en sådan ställning i det agerande bolaget att denne genom tips eller råd kan påverka bolagets värdepappershandel.<sup>119</sup> Detta ter sig naturligt med dagens uppdelning i primära och sekundära insiders där även sekundära kan använda informationen de obehörigen kommit över för att ge råd.

Utgångspunkten i det svenska straffrättsliga systemet är att det endast är fysiska personer som kan begå brott och straffas för desamma.<sup>120</sup> Om en skyldighet är riktad mot en juridisk person kan straffansvar åläggas den fysiska personen som är ansvarig för efterlevnaden. Inom straffrätten finns inget principalansvar för andras brott.<sup>121</sup> Valet av ansvarssubjekt faller istället på de fysiska personer som kan identifieras med bolaget. Normalt är

---

<sup>118</sup> Svea HovR. (95-06-02) B 2118/94.

<sup>119</sup> Prop. 1990/91:42 s. 44.

<sup>120</sup> SOU 1997:127 s.13.

<sup>121</sup> Leijonhuvud & Wennberg s. 30.

det styrelsen och den verkställande direktören. Den organledamot som känt till och kunnat förhindra en brottslig gärning är straffbar.<sup>122</sup> Även en möjlighet till företagsbot finns inom den svenska straffrätten. I insiderstrafflagen finns det dock ingen sådan sanktion. Det kan dock komma att bli nödvändigt att ändra insiderstrafflagen till att omfatta även denna form av sanktion i och med införandet av marknadsmissbruksdirektivet eftersom handelsförbudet i direktivet även omfattar juridiska personer.<sup>123</sup> Att den nuvarande insiderstrafflagen inte omfattar juridiska personer som straffsubjekt utesluter som sagt inte att vinsten av ett insiderbrott kan förverkas hos juridiska personer.<sup>124</sup>

### 3.2 Vårdslöst insiderförfarande

Det är inte bara de som med uppsåt begår insiderbrott som döms. Även de som av grov oaktsamhet trotsar handels- eller rådgivningsförbudet i 2 § eller 3 § ISL kan dömas för vårdslöst insiderförfarande enligt 6 § ISL.

”Den som av grov oaktsamhet begår en gärning som anges i 2 § eller 3 § döms för vårdslöst insiderförfarande till böter eller fängelse i högst ett år.”

Situationen tar t.ex. sikte på när någon agerar utan att ha förvissat sig om att informationen verkligen blivit offentlig eller när någon visserligen inser att informationen har kurspåverkande betydelse men gör en felbedömning avseende storleken på kurspåverkan.<sup>125</sup> Större krav på aktsamhet torde ställas på exempelvis mäklare som är anställda på ett värdepappersinstitut än en privatperson som gör enstaka aktieaffärer. Vid bedömningen av gärningsmannens oaktsamhet anges i marknadsmissbruksdirektivet att

”Utnyttjandet av insiderinformation kan bestå i förvärv eller avyttring av finansiella instrument samtidigt som parten i fråga känner till eller borde ha känt till att den information som innehas är insiderinformation. I detta avseende bör den behöriga myndigheten ta hänsyn till vad en normal och förnuftig person skulle ha insett eller borde ha insett med hänsyn till omständigheterna.”<sup>126</sup>

En svensk domstol gör bedömningen utifrån den normala bedömningen av culpa för brott nämligen hur stor risken för skada varit, den sannolika skadans storlek och hur stor gärningsmannens möjlighet varit att inse sannolikheten för skadan och möjligheten att förhindra den.

---

<sup>122</sup> Se t.ex. NJA 1936 s.78.

<sup>123</sup> Art. 16 Marknadsmissbruksdirektivet.

<sup>124</sup> 11 § ISL.

<sup>125</sup> Jmf. väsentlighetsrekvisitet i kap. 3.1.2.2.

<sup>126</sup> Preamblel 18 Marknadsmissbruksdirektivet.



### 3.3 Undantag från insiderbrotten

I 8 § ISL återfinns åtta stycken undantag från förbuden i 2-6 §§ ISL. Undantagen utgår ifrån att syftet med insiderlagstiftningen är att upprätthålla allmänhetens förtroende. Det finns emellertid ett antal insidersituationer där förtroendet enligt lagstiftaren inte riskerar att skadas. Syftet med undantagen är således att tydliggöra lagstiftningen och undvika onödiga komplikationer.<sup>127</sup>

#### 3.3.1 Vissa affärer utförda av personal hos värdepappersinstitut

Undantaget i första punkten tar sikte på personer som är anställda i värdepappersinstitut och motsvarande utländska företag som har tillstånd att bedriva värdepappersrörelse. Undantaget omfattar två olika situationer. Dels vad som gäller när en kund önskar göra en värdepappersaffär och dels vad som gäller för s.k. marknadsgaranter<sup>128</sup>.

Om inte undantaget för kundaffärer fanns skulle mäklare med insiderinformation straffas enligt 3 § ISL 1-2 p. om de handlade för kundens räkning eller gav ett råd åt kunden. Det skulle försätta mäklaren i en omöjlig situation, eftersom de många gånger förbundit sig att för kundens räkning göra affärer. Det skulle dessutom uppfattas som skumt om en mäklare avböjde en affär eller kanske t.o.m. uppfattas som en indikation på att det fanns insiderinformation i det avböjda uppdraget. Undantaget innebär dock enbart att mäklaren får verkställa affären helt enligt kundens anvisningar.<sup>129</sup> Mäklaren får således inte påverka kunden att göra en affär eller välja ett visst finansiellt instrument, utan det måste röra sig om ett specifikt uppdrag från kundens sida.<sup>130</sup> Avseende råd får mäklaren bara ge råd som med bortseende från insiderinformationen framstår som naturliga att ge. Att helt avstå från att rekommendera ett värdepapper vore onaturligt om det är en bra rekommendation i övrigt.

---

<sup>127</sup> Kågerman s. 131.

<sup>128</sup> Marknadsgaranter är institut som genom avtal förbundit sig att löpande ställa köp och säljkurser.

<sup>129</sup> Prop. 1990/91:42 s. 90 jmf. Prop. 1995/96:215 s.75f.

<sup>130</sup> Afrell s. 85; Beckman et al s. 430.

Svensk fondhandlarförening har gett ut riktlinjer för handläggning av affärsuppdrag avseende aktier och aktierelaterade finansiella instrument:<sup>131</sup>

”Om medarbetare har tillgång till insiderinformation, varvid menas information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på det finansiella instrumentet ifråga får inte, enligt handelsförbudet i 2 och 3 § insiderstrafflagen (se bilaga), medarbetaren ta initiativ till eller utföra affärsuppdrag för kunds, institutets eller medarbetarens egen räkning.

Affärsuppdrag i berört finansiellt instrument som lämnas helt på kundens eget initiativ, får dock utföras.”

Riktlinjerna innebär att en anställd på ett värdepappersinstitut inte får ta initiativ till att utföra affärsuppdrag avseende det instrument informationen avser för en kunds räkning. En affär som sker helt på kundens eget initiativ får dock utföras. Vilket stämmer bra överens med det som nyss nämndes om förarbetena till 8 § ISL. Det skall avslutningsvis också påpekas att undantaget för kundaffärer enbart gäller uppdrag givna av kunder. En order från en överordnad att utföra en viss transaktion fräntas inte ansvar. I ett sådant fall får istället ansvarsfrihetsgrunderna i 24 kap. 8 § BrB åberopas avseende ansvarsfrihet p.g.a. förmans befallning.

Den andra situationen som undantas i 8 § 1p. ISL är som sagt för marknadsgaranter. Syftet med marknadsgaranter är att förse marknaden med likviditet genom att löpande ställa köp och säljkurser. Detta är ett kontraktuellt åtagande, marknadsgaranten skulle därför riskera att hamna i en omöjlig situation om de har insiderinformation i det instrument som åtagandet omfattar, vilket är anledningen till att undantaget tillkommit.

### 3.3.2 Förlustaffärer

I punkten 2 i 8 § ISL finns ett undantag som undantar förlustaffärer från insiderstrafflagens tillämpningsområde. Syftet med insiderstrafflagen är som tidigare nämnts att skydda allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Lagstiftaren har därför valt att undanta förlustaffärer eftersom de inte anses påverka allmänhetens förtroende negativt. Att en insider trots bättre information väljer att göra en förlustaffär kan inte anses som ett utnyttjande av de övriga marknadsaktörerna.

---

<sup>131</sup>Se 18p. svenska fondhandlarföreningens riktlinjer vid handläggning av affärsuppdrag avseende aktier och aktierelaterade finansiella instrument, april 2003. Finns tillgänglig på [www.fondhandlarna.se](http://www.fondhandlarna.se)

Undantaget i 8 § 2p. tillåter en insider att sälja aktier när informationen allmänt sätt är ägnad att höja kursen och att köpa när informationen allmänt sätt är ägnad att sänka kursen. Det är alltså tillåtet att agera mot den troliga kurspåverkan som information kommer att ha. Märk dock väl den diskussion jag förde under kapitlet om väsentlighetsrekvisitet där det är den troliga kurspåverkan som är intressant och inte den faktiska. Med andra ord torde undantaget för förlustaffärer enligt min mening gälla affärer där insidern har anledning att tro att han agerar mot bättre vetande, om han sen trots allt gör en vinst spelar ingen betydelse så länge han kan visa att han trodde han skulle göra en förlust. Vilket är en del av det subjektiva rekvisitet. Det jag inledningsvis kallade asymmetrisk kompetens d.v.s. att man trots information inte kan värdera hur marknaden kommer att agera på informationen, kan här även göra sig gällande på insiders. Det är dock inte säkert att en insider som hävdar att han agerade mot sitt eget bättre vetande och trodde att han skulle göra en förlustaffär går fri, eftersom han fortfarande riskerar att dömas för värdslost insiderförfarande enligt 6 § ISL under förutsättning att han *borde ha insett* vinsten av affären.

Viktigt att notera är att undantaget för förlustaffärer inte gäller derivatinstrument som t.ex. optioner och terminer.<sup>132</sup> Anledningen är att derivatinstrument kan ge vinster oberoende av hur det underliggande värdepappret rör sig. Annorlunda uttryck kan optioner och terminer användas som en försäkring mot rörelserna i det underliggande värdepapperet. Den som äger aktier och tror att kursen kommer att stiga kan t.ex. gardera sig genom att köpa säljoptioner. På motsvarande sätt kan den som tror att kursen kommer att stiga utfärda en säljoption. Att terminer och optioner inte omfattas av undantaget kan emellertid kritiseras. Syftet med förlustaffärsundantaget är att tillåta förlustaffärer eftersom de inte anses skada allmänhetens förtroende. Enligt samma resonemang borde det också vara tillåtet att göra förlustaffärer med optioner och terminer eftersom en sådan förlust inte heller kan anses skada förtroendet. Till exempel borde det de lege ferende vara tillåtet att köpa en köpoption om insiderinformationen typiskt sätt är ägnad att sänka kursen på den underliggande aktien och vice versa.

### 3.3.3 Affärer som omfattas av annan lagstiftning

Undantaget i 8 § 3p. ISL tar framförallt sikte på situationen där offentliga tjänstemän eller uppdragstagare p.g.a. av annan lagstiftning är skyldiga att köpa eller sälja ett finansiellt instrument. Som exempel på en sådan situation nämns i förarbetena när en överförmyndare ger tillstånd till en överlåtelse av aktier eller när en god man enligt samäganderättslagen deltar i en auktion av samfällt ägda aktier.<sup>133</sup> Även en konkursförvaltares försäljning av värdepapper tillhörande konkursboet omfattas av undantaget.<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> 8 § 2p. ISL.

<sup>133</sup> Prop. 1990/91:42 s.91.

<sup>134</sup> Ibid.

### 3.3.4 Budgivare i offentliga erbjudanden

I fjärde punkten i 8 § ISL regleras undantaget avseende offentliga erbjudande. Undantaget har tillkommit för att överhuvudtaget möjliggöra offentliga bud. Ett offentligt bud kommer med stor sannolikhet att påverka kursen i målbolaget. En budgivare sitter inne med information om tidpunkten, villkoren och priset i budet. Annorlunda uttryckt kan själva erbjudandet i sig uppfattas som insiderinformation eftersom det kan ha en väsentlig kurspåverkan när det väl blir känt. Lagstiftaren har därför valt att undanta denna information från förbuden i 2-6 §§ ISL eftersom det är budgivarens eget agerande som utgör insiderinformationen.<sup>135</sup> Motiveringen till undantaget är att främja uppköp och därmed gynna ett effektivt resursutnyttjande.<sup>136</sup>

Det ska dock påpekas att undantaget där insiderinformationen i sig består i det offentliga budet inte undantar tredje man i form av en annan potentiell budgivare, om denne fått kännedom om det offentliga budet. Med andra ord är det enbart budgivarens eget agerande som undantas. Att undantaget inte omfattar andra potentiella budgivare som fått nys om budet resulterar i att handel omöjliggörs för dem vilket leder till att kapplöpning och konkurrens mellan budgivarna som annars är eftersträvansvärt helt elimineras. Enligt min tolkning av det nya marknadsmissbruksdirektivet kommer dock en ändring att ske på denna punkt till fördel för ett mer konkurrenskraftigt anbuds-förfarande vid offentliga erbjudande.<sup>137</sup>

### 3.3.5 Derivataffärer enligt avtalsförpliktelse

I likhet med undantaget för marknadsgaranter i 8 § 1 p. finns det även ett undantag för optioner och terminsavtal om det föreligger en kontraktuell skyldighet att köpa eller sälja, vilket följer av 8 § 5-7 p. ISL. Det vore inte rimligt att tvinga en avtalspart till kontraktsbrott. Viktigt att notera är dock att optionernas respektive terminernas löptid måste ha gått ut, all handel innan denna tidpunkt omfattas inte av undantaget.<sup>138</sup>

---

<sup>135</sup> Jmf. Afrell s. 299f.

<sup>136</sup> Prop. 1986/87:141 s.12; SvJT 1998:10 s.851. Det skall dock påpekas att budgivaren till viss del förhindras från att göra insidervinster eller rättare sagt lura aktieägarna på budpremien genom NBK/OE II.10, 1st. som tvingar budgivaren att kompensera aktieägare som sålt aktier till honom sex månader före offentliggörandet av budet.

<sup>137</sup> Se Preamblel 29 Marknadsmissbruksdirektivet.

<sup>138</sup> Prop. 1990/91:42 s.92.

### 3.3.6 Valutasäkringar

Det åttonde och sista undantaget som återfinns i 8 § ISL infördes i samband med att insiderlagstiftningen utvidgades till att gälla handel med alla slags finansiella instrument. Lagstiftaren konstaterade att utvidgningen kunde medföra problem för större internationella exportföretag som regelbundet använder sig av valutasäkring (s.k. hedging) avseende framtida betalningar i utländsk valuta. Valutasäkringar av den typen sker som regel med hjälp av olika slags derivata instrument, som t.ex. terminer och swappar. Samtidigt förekommer ofta insiderinformation i sådana företag. Lagstiftaren valde därför att undanta denna form av valutasäkring från förbuden i 2-6 §§ ISL. Något absolut undantag är det dock inte frågan om, utan endast sådana situationer som kan anses vara ett normalt inslag i verksamheten skyddas av undantaget. Med andra ord undantas enbart sådan valutasäkringar som skulle ha skett oavsett kännedom om de kurspåverkande omständigheterna.

### 3.3.7 Övriga undantag?

Det finns inget i insiderstrafflagen eller i 8 § i synnerhet som antyder att det skulle finnas några andra undantag från förbuden. Uppräkningen i 8 § ISL borde därför betraktas som en uttömmande uppräkning av tillåtna undantag från lagstiftarens sida. Men man borde emellertid de lege ferende fråga sig om inte behovet finns av en ”slasktratt” där andra undantag som anses obilliga kan undantas. En sådan ”slasktratt” gör sig speciellt behövd eftersom insiderstrafflagen utvidgning gjort det svårt att överblicka antalet undantag som kan vara nödvändiga. Om man tittar på syftet med lagstiftningen och syftet med undantagen samt de gemensamma faktorerna som återfinns i undantagen skulle man kunna formulera en sådan generalklausul för övriga undantag. Syftet med lagstiftningen är, med risk för att bli tjugig, att skydda allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Syftet med undantagen är att undanta situationer där detta nyss nämnda syfte inte kommer att skadas trots att insiderinformation funnits. En del gemensamma drag går att återfinna i undantagen t.ex. skall ingen avtalspart eller person som enligt lag eller avtal är skyldig att agera tvingas att välja mellan pest eller kolera, d.v.s. hamna i en omöjlig situation där de antingen måste bryta mot annan lagstiftning, avtal eller insiderlagstiftningen. Detta är enligt min mening ett återkommande tema i många straffrättsliga regleringar. Ett annat undantag som skulle kunna omvandlas till en princip är det som gäller för offentliga erbjudande och för analytiker nämligen när det är aktörens eget agerande som utgör insiderinformationen. I det senare fallet bör man dock göra ett undantag i de fall där aktörens eget agerande kan anses vara otillbörlig kurspåverkan.

Huruvida en domstol skulle kunna utnyttja en extensiv tolkning av de undantagen som finns i 8 § ISL och de bakomliggande principerna som finns till undantagen som räknades upp ovan låter jag vara osagt. Men ett

undantag som inte nämns i lagstiftningen och som har fascinerat mig eftersom det innehåller liknande inslag av en rävsaxsituation som undantagen ovan är när en låntagare p.g.a. av pantsättningsavtal tvingas att sälja sina aktier. En fråga som inte har varit helt oaktuell efter IT-kraschen där värdet i många IT-bolag försvann efter börsrasen. Det var inte ovanligt att man kunde läsa i tidningarna att större aktieägare, styrelseledamöter och verkställande direktörer som hade belånat sina aktieinnehav i bolagen tvingades att sälja dem av bankerna.<sup>139</sup> I en sådan situation är det inte otänkbart att de nyss nämnda personerna satt på insiderinformation som sa att kursen skulle fortsätta dyka kraftigt, genom tvångsförsäljningen kunde de därigenom undgå ytterligare förluster. Något som annars skulle betraktas som insiderhandel enligt 2 § ISL. Sådan handel omfattas inte heller av förlustundantaget i 8 § 2p. ISL eftersom det inte är tillåtet att sälja när informationen är ägnad att sänka kursen. Det är även tänkbart att de skulle kunna använda sitt bättre vetande till att övertala bankerna till en fördröjning av tvångsförsäljningen om kurserna skulle vända uppåt igen. Något som normalt annars skulle kunna betraktas som tipsgivning eller obehörigt röjande av insiderinformation. Frågan är alltså om inte andra avtalssituationer än de som räknades upp ovan i 8 § ISL där en aktör trots insiderinformation tvingas till handel också borde undantas. I *Clock-fallet*<sup>140</sup> ansåg tingsrätten att man inte kunde lämna den dömda VD:ns privatekonomiska situation utan beaktande i bedömningen av huruvida han var skyldig till insiderbrott. VD:n dömdes istället för vårdslöst insiderförfarande. En annan möjlighet är att utnyttja ansvarsfrihetsgrunderna i 21 kap. BrB för att kringgå straffansvaret, genom åberopande av nöd eller dyl..

Det har även i litteraturen förts en diskussion huruvida situationer borde undantas där en anställd med insiderinformation utnyttjar en personaloption eller på annat sätt uppmuntras eller ”tvingas” till köp av aktier. Något givet svar finns dock inte.

### 3.4 Obehörigt röjande av insiderinformation

Obehörigt röjande av insiderinformation är ett nytt straffstadgande som infördes i och med införandet av insiderstrafflagen den 1 januari 2001. Stadgandet infördes för att den svenska lagstiftningen skulle bli överensstämmande med insiderdirektivet. 7 § ISL och har således sin motsvarighet i artikel 3 a) i insiderdirektivet.<sup>141</sup>

”Den som har anställning, uppdrag eller annan befattning, som normalt innebär att han eller hon får kännedom om

---

<sup>139</sup> Se t.ex. Olle Blomstens artikel i Dagens IT 2000-12-08 ”Birgersson tvingad sälja Framfabaktier”

<sup>140</sup> Stockholms TR B 14-1929-96.

<sup>141</sup> Prop. 1999/2000:109 s. 56 f., s. 83.

omständigheter som har betydelse för kursen på finansiella instrument, och som på grund härav fått insiderinformation och som obehörigen röjer sådan information, döms för obehörigt röjande av insiderinformation till böter eller fängelse i högst sex månader. Detsamma gäller den som fått insiderinformation beträffande ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier och som obehörigen röjer sådan information.”<sup>142</sup>

Syftet med 7 § ISL är att alla som omfattas av förbudet att handla med hjälp av insiderinformation i 2 § ISL inte bara förbjuds att ge råd eller föranleda tredje man till handel utan även förbjuds att röja sådan information till tredje man. Förbudet mot obehörigt röjande har tillkommit i avsikt att motverka spridningen av insiderinformation. Grundprincipen är att information enbart skall innehas av de som har behov av insiderinformationen för att utföra sina arbetsuppgifter. Förbudet är därför utformat så att det enbart drabbar primära insiders eftersom tanken är att insiderinformationen inte skall spridas ut utanför denna krets annat än genom ett offentliggörande eller liknande. Sekundära insiders omfattas således inte av förbudet mot obehörigt röjande. De kan därför utan risk för straff föra vidare insiderinformation utom i de fallen den sekundära insideren har för avsikt att föranleda tredje man till handel, eftersom det faller under rådgivningsförbudet i 3 § 2p. ISL. Den största skillnaden mellan obehörigt röjande och rådgivningsförbudet är att avsikten med röjandet enligt 7 § ISL inte behöver vara att förmå någon att handla.<sup>143</sup>

Precis som förbudet syftar till att enbart straffa primära insiders och att hålla kvar informationen inom denna krets tills offentliggörandet gjorts undantas på samma sätt också spridandet inom denna krets om informationen behövs för att utöva arbetsuppgifter hos mottagaren. Likaså undantas röjandet av informationen av primära insiders om det sker som ett normalt led vid fullgörandet av tjänst, verksamhet eller åliggande. Röjandet kan i de fallen inte anses ha skett obehörigen. Dessutom skulle ett totalförbud i de situationerna föranleda att informationen aldrig blev offentlig, vilket är eftersträvänsvärt. Det sistnämnda understryks också i 7 § 2 st. ISL där röjandet av information som blir allmänt känd senast samtidigt som den röjs undantas från straffstadgandet. När informationen kan anses offentlig har diskuterats ovan i kapitel 3.1.2.1. Undantaget innebär bl.a. att om det obehöriga röjandet i sig innebär att insiderinformationen blir offentliggjord, t.ex. genom ett uttalande av en primär insider i en dagstidning eller ett radio/tv-program, utgör det inte något brott, eftersom agerandet inte medför att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skadas utan röjandet innebär tvärtom istället att informationen kommer ut till allmänheten.<sup>144</sup>

---

<sup>142</sup> 7 § ISL.

<sup>143</sup> Prop. 1999/2000:109 s. 83.

<sup>144</sup> Kågerman s. 122; Beckman et al s. 428.

Det ovannämnda exemplet omfattas också av undantaget om det obehöriga röjandet kommer i konflikt med meddelandefriheten i 1 kap. 1 § TF och 1 kap 2 § YGL kommer grundlagarna enligt principen *lex superior* ha företräde framför insiderstrafflagen.<sup>145</sup> Af Sandeberg har bl.a. framfört kritik mot detta. Hon menar att andra former av brottslighet som t.ex. bedrägeri, svindleri eller oredligt förfarande som begås genom meddelande i tryckt skrift utan hinder av TF beivras enligt allmän lag.<sup>146</sup> Af Sandeberg fortsätter med att det är överraskande att det inte motiveras varför insiderbrott särbehandlas jämfört med exempelvis brott mot svindleristadgandet i 9 kap. 9 § BrB samtidigt som hon menar på att 3 kap. 3 § 5p. TF borde vara tillämpligt för att bryta igenom anonymitetsskyddet. Som argument mot Af Sandeborgs kritik och som förklaring till varför insiderbrott särbehandlas i förhållande till t.ex. svindleri skulle jag vilja framföra att insiderlagstiftningen är en informationslagstiftning. Insiderlagstiftningen bygger på förhållandet att det är bra att information når ut till *alla* marknadens aktörer men att det är skadligt om den sprids inom en viss sluten krets. Särbehandlingen syftar således till att gynna att informationen når ut till alla vilket den gör genom tidningar, radio och tv vilket är medier som skyddas av TF och YGL. Själva brottet är inte heller beroende av medierna, med en eventuell reservation för otillbörligt kursmanipulation. Offentliggörande som sker genom meddelandefriheten påminner också om det offentliggörande som sker enligt NBK:s rekommendationer där omständigheten ska skickas ut till bl.a. nyhetsbyråer och dagstidningar. Insiderstrafflagen öppnar dessutom upp möjligheten för insiderinformation att bli offentlig på andra sätt än enbart genom officiella offentliggörande från bolagets sida genom uttrycket ”allmänt känd omständighet” i 1 § 1p. ISL. Informationen måste på så sätt kunna bli offentlig på andra sätt också. Anonymiteten i meddelandefriheten gör dessutom att informationen i sig blir mindre trovärdig och mer påminner om rykten och spekulationer än insiderinformation. Synen som Af Sandeberg har i det här avseendet påminner istället mer om den amerikanska synen där man bl.a. framfört argumentet att insiderhandel är skadligt och förkastligt eftersom informationen ägs av bolaget och inte av insidern.

---

<sup>145</sup> Prop. 1999/2000:109 s.57.

<sup>146</sup> Af Sandeberg s. 106 hänvisar till SOU 1947:20 s.115f., s. 119 och s. 250f. samt Prop. 1986/87:141 s.86.



# 4 Lag om anmälningsskyldighet för innehav av vissa finansiella instrument

Som ett komplement till de straffrättsliga regleringarna i Insiderstrafflagen finns sedan delningen av insiderlagen en särskild lag om de administrativa regleringarna i form av lagen om anmälningsskyldighet för innehav av vissa finansiella instrument (AnmL.). De två viktigaste administrativa regleringarna som återfinns i AnmL är anmälningsskyldigheten och korttidshandelsförbudet.

AnmL. 3-4 §§ reglerar anmälningsskyldigheten för person med insynsställning. Det finns tre syften med anmälningsskyldigheten. För det första finns det ett preventivt syfte där tanken är att personer med insynsställning skall avhålla sig från insiderhandel i och med att de blir registrerade i ett särskilt insynsregister.<sup>147</sup> Tanken bakom det första syftet kan liknas med citatet av Louis Brandeis som jag citerade ovan i kapitel 2.2.2.1. Det andra syftet är att insynsregistret skall fungera som en databas för åklagare och finansinspektionen vid undersökningar av misstänkta fall av insiderhandel. Det tredje och i praktiken viktigaste syftet är att insynsregistret genom sin offentlighet skapar publicitet kring insiders affärer och utgör väsentlig information till marknaden.<sup>148</sup> Det skall dock påpekas att det finns undersökningar som visar på att spekulanter som använder sig av denna typ av information och därigenom försöker kopiera insiders beteende inte uppnår högre avkastning.<sup>149</sup>

## 4.1 Insynsställning

Personerna som omfattas av den ovan beskrivna anmälningsskyldigheten är de som bedöms ha insynsställning i bolaget enligt 3 § AnmL.

VD eller Vice VD i aktiemarknadsbolaget eller dess moderbolag  
Ledamot eller suppleant i aktiemarknadsbolagets eller dess  
moderbolags styrelse.

Revisor eller revisorssuppleant i aktiemarknadsbolaget eller dess  
moderbolag.

Delägare i ett handelsbolag som är aktiemarknadsbolagets  
moderbolag.

---

<sup>147</sup> Prop. 1990/91:42 s. 33.

<sup>148</sup> Prop. 1995/96:215 s. 42.

<sup>149</sup> Roth s. 36.

Innehavare av annan ledande befattning eller annat kvalificerat uppdrag där man normalt kan antas komma i kontakt med insiderinformation.

VD, styrelseledamot, revisor samt suppleanter i dotterbolag om de normalt kan antas komma i kontakt med insiderinformation.

Större aktieägare med mer än tio procent av aktiekapitalet eller rösterna.

De personer som nämns i 3 § 1st 1-2p. är de klassiska primära insider personerna i form av styrelseledamöter och verkställande direktörer. De anses typiskt sett ha väldigt god insyn i bolagets angelägenheter och får normalt anses ha tillgång till insiderinformation. Viktigt att notera är att samtliga styrelseledamöter anses ha insynsställning oavsett på vilken grund de utsetts.<sup>150</sup> Det innebär att även arbetstagarrepresentanter omfattas.

Av första stycket tredje punkten i 3 § AnmL. följer att revisorer och revisorssuppleanter i aktiemarknadsbolag och dess moderbolag anses ha sådan insynsställning som grundar anmälningsskyldighet. Stadgandet har dock liten betydelse eftersom revisorer sedan den 1 januari 1999 inte får lov att äga aktier i det bolag eller inom den koncern de utför revisorsuppdraget.<sup>151</sup> Dessutom följer det av god redovisningssed att en auktoriserad revisor bör avsäga sig ett uppdrag om det finns ett beroendeförhållande till bolaget. Ett sådant beroendeförhållande kan vara att revisorn eller närstående äger aktier i bolaget.<sup>152</sup>

Enligt 3 § 1st 4p. anses även delägarna i ett handelsbolag som är moderbolag till aktiemarknadsbolaget ha insynsställning. I stadgandet undantas dock kommanditdelägare i ett kommanditbolag. Anledningen är att kommanditdelägare som regel inte anses ha samma möjlighet till insyn som en komplementär.

Femte punkten i 3 § 1st AnmL. utgör en uppsamlingsparagraf för övriga befattningshavare eller uppdragstagare som kan antas ha insynsställning i aktiemarknadsbolaget. Avgörande vid bedömningen huruvida de har insynsställning eller inte är huruvida de *normalt* kan antas ha tillgång till insiderinformation. Tanken med bestämmelsen är att fånga in självständiga och beslutsfattande chefer som hierarkiskt befinner sig närmast under företagsledningen.<sup>153</sup> Som exempelvis avdelningschefer, anläggningschefer och ekonomichefer m.m. I motiven har det bl.a. diskuterats om t.ex. en VD-sekreterare eller en person som tillfälligt handlägger ett betydelsefullt ärende med tillgång till insiderinformation skall anses ha insynsställning. Diskussionen mynnade ut i att så inte var fallet eftersom de *normalt* inte har

---

<sup>150</sup> Beckman et al s.453.

<sup>151</sup> 10 kap. 16 § 1p. ABL.

<sup>152</sup> FAR:s etiska regler för revisorer se särskilt regel 2 med hänvisning till den s.k. analysmodellen.

<sup>153</sup> Beckman et al s. 454.

tillgång till insiderinformation, utan enbart tillfälligt. Det skall dock påpekas att sådana personer fortfarande kan omfattas av 2 § ISL.

Vidare gäller enligt 3 § 1st 6p. AnmL. att även styrelseledamöter, verkställande direktörer och revisorer liksom suppleanter i ett dotterbolag till aktiemarknadsbolaget *kan ha* insynsställning. På samma sätt som enligt 3 § 1st. 5p är det under förutsättning att personen *normalt* kan antas få tillgång till insiderinformation i aktiemarknadsbolaget. Bestämmelsen är inte tillämplig bara på dotterbolag som är aktiebolag utan på alla företagsformer och oavsett om de är svenska eller utländska.<sup>154</sup>

Slutligen omfattas också större aktieägare av de som kan ha insynsställning enligt 3 § 1st 7p AnmL. Med större aktieägare avses de som har ett s.k. portföljnehav, d.v.s. mer än tio procent av aktierna eller rösterna. I innehavet sammanräknas även närståendes innehav enligt 5 § AnmL. Det skall även påpekas att de som klassas som större aktieägare enligt AnmL. också omfattas av anmälningsskyldigheten i NBK:s flaggningsrekommendation samt 4 kap. LHF.

## 4.2 Anmälningsskyldigheten för personer med insynsställning i aktiemarknadsbolag

De personer som har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag skall skriftligen anmäla innehavet av aktier och ändringar i innehåll till FI.<sup>155</sup> Anmälan om ändring skall ha inkommit till FI inom fem dagar efter det att aktien noterades, insynsställning uppkom, förvärvet, avyttringen eller annan ändring skedde eller efter det att den anmälningsskyldige fått vetskap om att närståendes innehav ändrats.<sup>156</sup>

Som jag beskrev ovan ligger skyldigheten att anmäla förändringar i innehavet på den enskilde personen som förts in i insynsregistret. Men skyldigheten att anmäla vilka de personerna är som har insyn ligger på aktiemarknadsbolaget.<sup>157</sup> Med andra ord finns det två slags anmälningsplikt. En anmälningsplikt för innehavsförändring för de som har insynsställning och en anmälningsplikt för bolagen avseende ställningen av personer med insyn. Anmälan om ändringar i ställningen skall ha kommit in till FI senast fjorton dagar efter det att insynsförhållandet uppstod eller förändrades.<sup>158</sup> De personer som förs in i registret först efter en särskild prövning av bolaget, d.v.s. de personer som faller under 3 § 1st 5-6 p., skall dessutom bli underrättade om att de är anmälningsskyldiga.<sup>159</sup>

---

<sup>154</sup> Beckman et al s.455.

<sup>155</sup> 4 § 1st AnmL.

<sup>156</sup> 6 § AnmL.

<sup>157</sup> 7 – 8 §§ AnmL.

<sup>158</sup> 7 – 8 §§ AnmL.

<sup>159</sup> Om de inte blir underrättade uppstår ingen anmälningsskyldighet för dem, se ovan 4 § 1st AnmL.

## 4.2.1 Undantag

Från anmälningsskyldigheten finns det en rad undantag. Det första undantaget avser personkretsen. De som enligt 3 § 1st. 5-6p. AnmL. kräver särskild prövning för att avgöra huruvida de har insynsställning eller inte måste ha blivit underättade av aktiemarknadsbolaget om att de anmälts till insynsregistret. Skälet är att de inte per automatik omfattas av insynsregistret, det är därför rimligt att de får en bekräftelse innan de åläggs en anmälningsskyldighet.

Det andra undantaget i 4 § 2st. 2p. är ett väsentlighetskriterium. Innehavet måste överstiga en viss nivå. Avser innehavet aktier måste det uppgå till 200 aktier för att anmälningsskyldighet ska bli aktuell. Om innehavet avser andra finansiella instrument måste marknadsvärdet överstiga 50 000 kr. Viktigt att påpeka är att anmälningsskyldigheten inte utlöses p.g.a. att marknadsvärdet förändras utan det krävs att det sker en förändring i själva innehavet för att man ska bli anmälningsskyldig.<sup>160</sup> FI har med hänvisning till bl.a. förarbetsuttalande i skattelagstiftningen ansett att personaloptioner inte är anmälningsskyldiga enligt AnmL., under förutsättning att innehavaren inte fritt får förfoga över dem. FI:s bedömning grundar sig på att sådana optioner saknar ett marknadsvärde, eftersom de inte fritt kan förfogas över, därmed faller de under 50 000-kronorsgränsen.

Det sista undantaget från anmälningsskyldigheten finns i 4 § 2st. 4p. rörande ökning av innehavet som en följd av fondemission eller split. En anmälan i de fallen är onödig eftersom det drabbar alla aktieägare i bolaget lika och förändringen offentliggörs av bolaget samt påverkar inte det verkliga innehavets storlek.

Avslutningsvis finns det även i 4 § 4st AnmL. en möjlighet för FI att bevilja dispens från anmälningsskyldigheten om uppgifterna kan inhämtas från annat håll. Med ”från annat håll” avses antingen att uppgiften kan föras över till insynsregistret direkt från VPC eller att en överföring kan ske från en förvaltare med särskilt tillstånd enligt 10 § AnmL. Dispensmöjligheten gäller uttryckligen enbart för aktier och inte för aktierelaterade finansiella instrument. Anledning är att de senares anmälningsskyldighet baseras på marknadsvärdet, vilket är en uppgift som inte lagras hos VPC.

---

<sup>160</sup> Beckman et al s.459; Jmf. NBK:s flaggningsrekommendation.

### 4.3 Anmälningsskyldighet för övriga personer och organisationer

Insiderinformation förekommer inte bara inom aktiemarknadsbolag utan även inom myndigheter och kommunala organ, vilket jag varit inne på i kap. 2.2.1.1. när jag diskuterade insiderinformationens karaktär. Om regeringen anser att myndigheten handlägger sådana ärenden som typiskt sätt kan innehålla insiderinformation kan de fatta beslut om att det skall föras en förteckning över de som har kontakt med sådan information.<sup>161</sup> Ett sådant beslut omfattar samtliga styrelseledamöter i myndigheten, det är därefter upp till myndigheten själv att besluta vilka anställda som ska omfattas av anmälningsskyldigheten. Till skillnad från vad som gäller befattningshavare i aktiemarknadsbolag gäller anmälningsskyldigheten inte bara för ett specifikt bolag utan för samtliga innehav. Anledningen är att lagstiftaren på så vis vill behålla förtroendet för myndigheten, eftersom anställda inom myndigheter och kommuner kan ha tillgång till marknadsinformation eller allmänt kurspåverkande information snarare än företagsspecifik. 11 § AnmL. skiljer sig också på det sättet från bestämmelserna som rör aktiemarknadsbolag genom att närstående inte omfattas av anmälningsskyldigheten. De funktionärer som typiskt sätt kan omfattas av anmälningsskyldigheten är de som har tillgång till information som rör bolag, exempelvis vid tillståndsgivning eller offentlig upphandling. Det kan även röra sig om personer som har tillgång till allmänt kurspåverkande information som t.ex. ekonomisk statistik eller personer som har tillgång till information om ränteändringar eller skattesänkningar.<sup>162</sup> Det skall dock observeras att anmälningsskyldigheten för riksbanken följer av annan lagstiftning nämligen 4 kap 4 § lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

En nyhet med AnmL. var att även anställda vid börserna, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut fick en uttrycklig legal anmälningsskyldighet. Tidigare hade anmälningsskyldigheten reglerats i FI:s och institutens interna föreskrifter. Syftet bakom skyldigheten är att bevara allmänhetens förtroende för värdepappersmarknadens aktörer, något som visat sig särskilt viktigt efter den uppmärksammade Securitas/Pinkerton-domen<sup>163</sup>. Anmälningsskyldigheten i 12 § AnmL. är osanktionerad och tanken är istället att instituten själva skall ingripa genom varningar eller avskedande. Även närstående omfattas av anmälningsskyldigheten, kretsen är dock snävare än den enligt 5 § AnmL. Enbart make, sambo och omyndiga barn omfattas.<sup>164</sup>

---

<sup>161</sup> 11 § AnmL.

<sup>162</sup> Prop. 1990/91:42 s.46 ff och s. 98.

<sup>163</sup> Svea HovR (02-06-20) B 1461-01.

<sup>164</sup> 12 § 2st AnmL.

## 4.4 Förbud mot korttidshandel

Den andra viktiga administrativa regleringen i AnmL. återfinns i 15-16 §§ och utgörs av korttidshandelsförbudet. Bestämmelsen är närmast av ordningskaraktär och ska fungera som ett komplement till handelsförbudet i insiderstrafflagen. Syftet med införandet av korttidshandelsförbudet är att minska incitamenten för insiderhandel. Lagstiftare m.fl. anser att frestelsen för att begå insiderbrott är som störst vid kortfristiga affärer, eftersom det är möjligt i de fallen att göra betydande vinster utan någon större kapitalinsats, t.ex. genom kortfristiga lån.<sup>165</sup> Inspirationen till korttidshandelsförbudet har hämtats ifrån den amerikanska rätten och den s.k. short swing profit rule.<sup>166</sup>

Korttidshandelsförbudet går ut på att personer med insynsställning som förvärvar aktier i ett aktiemarknadsbolag inom tre månader inte får överlåta aktier av samma slag upp till motsvarande antal.<sup>167</sup> Förbudet mot försäljning gäller endast onerösa transaktioner, t.ex. försäljning eller byte. Däremot är det tillåtet att inom tre månader ge bort aktierna. Skälet är precis som innan att allmänhetens förtroende inte anses minskas om insidern inte gör någon vinst. Det skall dock påpekas i sammanhanget att korttidshandelsförbudet även omfattar närstående, det är med andra ord inte möjligt att ge bort aktierna till en närstående för att sedan därefter realisera vinsterna.

Förbudet mot korttidshandel omfattar enbart styrelseledamöter, verkställande direktörer, revisorer samt suppleanter. Personkretsen motsvarar de som räknas upp i 3 § 1-3p. AnmL. Den krets som omfattas av korttidshandelsförbudet är således snävare än de som anses ha insynsställning. Skälet är att förbudet mot korttidshandel anses vara mer ingripande än anmälningsskyldigheten.<sup>168</sup> Enbart de förvärv eller överlåtelser som görs under anställnings- eller uppdragstiden omfattas av förbudet. Samtliga aktier som innehas innan anställningen eller uppdraget påbörjats omfattas inte. Däremot omfattas den som däremot efter anställningstiden förvärvar aktier av förbudet och måste därför behålla aktierna i tre månader efter att anställningen upphört.

Korttidshandelsförbudet beskrivs ofta som en stoppregel eftersom den påverkar äldre innehav oavsett hur många aktier som köpts i en uppåtgående marknad. Exempelvis kan den som innehavt en miljon aktier sedan 20 år tillbaka och som köper ytterligare en aktie inte avyttra någon av aktierna inom tre månader utan att drabbas av en sanktionsavgift. Konsekvenserna låter dock mer dramatiska än vad de blir.

---

<sup>165</sup> Beckman et al s. 478.

<sup>166</sup> Rule 16 (b) SEA, se kap. 2.2.2.1.

<sup>167</sup> 15 § AnmL.; Prop. 1995/96:215 s.68.

<sup>168</sup> Prop. 1995/96:215 s.67f.

Ex. Antag att personen i det ovannämnda exemplet köper ytterligare en aktie för 100 kronor och därefter säljer hela sitt innehav till en kurs på 200 kr per aktie.

Sanktionsavgiften blir enligt 21 § 1 st 4 p AnmL. i så fall endast 90 kronor  $((200-100) \times 90\%)$  att jämföra med den sammanlagda försäljningsintäkten på drygt 200 miljoner kr. Sanktionsavgiften motsvarar endast vinsten på den senast inköpta aktien.<sup>169</sup>

#### 4.4.1 Undantag

I 16 § AnmL. räknas undantagen från korttidshandelsförbudet upp. Det rör sig framförallt om tre undantag. I första punkten undantas precis som i likhet med 8 § ISL förlustaffärer. Det är alltid tillåtet att sälja aktier inom tre månader från förvärvet om det sker med förlust. I andra punkten i 16 § AnmL. återkommer också ett undantag som känns igen från 8 § ISL avseende offentliga erbjudande. Det tredje och sista undantaget rör fallet om någon tilldelas emissionsrätter baserat på ett tidigare innehav, d.v.s. teckningsrätter vid nyemission eller delrätter vid fondemission. Skälet till att man tillåter överlåtelse av emissionsrätterna är att löptiden för dem är begränsad. Som exempel har anförts att om en person inte har råd att teckna nya aktier vid en emission skulle det anses oskäligt om han förbjöds att överlåta rättigheterna som i så fall inte skulle kunna utnyttjas.<sup>170</sup>

Avslutningsvis finns det i 16 § 2st. AnmL. också en möjlighet för FI att ge dispens från korttidshandelsförbudet. Som exempel har nämnts försäljning som sker p.g.a. nödvändiga privatekonomiska förmögenhetsdispositioner i samband med t.ex. en äktenskapsskillnad, ett arvskifte eller ett generationsskifte i ett företag.

---

<sup>169</sup> Exemplet är lånat från Beckman et al s. 480.

<sup>170</sup> Prop. 1995/96:215 s.69.

## 5 Argument för lagstiftning

*"In our society, we traditionally abhor those who refuse to play by the rules, that is, the cheaters and the sneaks. The spitball pitcher or card shark with an ace up his sleeve, may win the game but not our respect. And if we know such a person is in the game, chances are we won't play."*

/American Bar Association

Den svenska lagstiftarens motiv till insiderlagstiftningen framkommer tydligast i förarbetena. Där framkommer att syftet med lagstiftningen främst är att skydda allmänhetens *förtroende för aktiemarknaden* samt att därigenom också upprätthålla *marknadens effektivitet*.<sup>171</sup> Det tredje argumentet som framförallt förekommer i doktrinen är att insiderhandel innebär *skada för andra parter* t.ex. börsbolaget (lojalitet/sysslomannaansvar) och de andra aktieinvesteringarna. Det ska samtidigt också påpekas att argumenten för insiderlagstiftning är förhållandevis dåligt understödda av empiriska undersökningar i jämförelse med motståndarnas argument.<sup>172</sup> Lagstiftaren och förespråkarna nöjer sig helt enkelt med att påstå att orsaken till insiderlagstiftningen är ekonomisk-politisk.<sup>173</sup> Något som bl.a. understryks av citatet från the American Bar Association ovan och som också framkommer i Johan Eklunds *Ekonomie Magister-uppsats i politisk ekonomi*.<sup>174</sup> Min avsikt är att i de följande underkapitlen belysa nedanstående argument samt deras styrka och svagheter:

Förtroende Effektivitet Skada
-------------------------------------

Användandet av insiderinformation förstör förtroendet för marknaden ("injury to market").

Privat användande av insiderinformation är ett missbruk av förtroendeställning gentemot arbetsgivaren/börsbolaget som kan innebära skada ("injury to property rights"). Vilket är ett principle – agent problem.

Andra aktieinvesteringar skadas av agerandet ("injury to shareholder").

Informationseffektiviteten på marknaden försämras.

Insiderhandel är moraliskt förkastligt (vilket inte kommer att behandlas närmare eftersom det hör till rättsfilosofin).

<sup>171</sup> Se t.ex. Prop. 1999/2000:109 s.38f; Prop. 1990/91:42 s.38; Prop. 1984/85:187 s. 21-22; SOU 1984:2 s. 108.

<sup>172</sup> En åsikt som också delas av Moberg-Samuelsson s. 98f.

<sup>173</sup> SOU 1984:2 s. 54.

<sup>174</sup> Citatet är hämtat från Löfmarck s. 31, där hon hänvisar till: report of the Task Force on the Regulation of Insider Trading, FESCO; Eklund passim.



## 5.1 Förtroendeargumentet – ett rättviseargument!

Om allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden inte upprätthålls enligt förarbetena kommer investerare att söka sig till andra marknader med rättvisare spelregler. Placerarna beskrivs alltså som riskaversiva. Detta skulle enligt lagstiftaren i förlängningen leda till lägre omsättning, sämre marknadseffektivitet samt minskad tillgång på riskkapital.<sup>175</sup>

Förtroendeargumentet är alltså en form av rättviseargument, vilket bygger på både etiska<sup>176</sup> såväl som ekonomiska grunder som t.ex. effektivitet. De etiska grunderna kommer som sagt inte närmare att undersökas eftersom de ligger närmare rättsfilosofin. Även de internationella samarbetsorganen IOSCO och FESCO understryker i två separata rapporter betydelsen av att upprätthålla förtroendet för marknaden:

*”Public confidence in fairness of markets enhances their liquidity and efficiency”<sup>177</sup>*

respektive

*”[m]arket integrity is a must to maintain investor confidence in the financial system and to promote the competitiveness of financial markets”<sup>178</sup>.*

Även Claesson påpekar att om aktieägarna inte kan omsätta sina aktier på en effektiv sekundärmarknad där all tillgänglig information avspeglas i aktiekurserna minskar också deras incitament för att placera kapital i nyemitterade aktier.<sup>179</sup> Med andra ord blir även primärmarknaden lidande. En insiderbörs brukar ibland liknas med ett lotteri eller casino där inte alla har samma vinstchanser.<sup>180</sup> För att skapa förtroende för marknaden använder lagstiftaren sig av ”equal opportunity”-argumentet, d.v.s. genom att ge alla samma information samtidigt ska förtroendet upprätthållas. Fortsätter man liknelsen med spel och dobbel kan man säga att lagstiftaren genom ”equal opportunity” försöker skapa ”fair play”. De som brukar framhålla förtroendeargumentet som det främsta argumentet till insiderlagstiftningen brukar använda sig av Oslo-börsen som ett avskräckande exempel. Den brukar utmålans som en insiderbörs där utländska investerare drar sig för att investera.<sup>181</sup> Avregleringssidan använder sig också av komparativa exempel.

---

<sup>175</sup> Prop. 1999/2000:109 s.38f.

<sup>176</sup> Däribland t.ex. det luddiga begreppet ”god affärssed” och rättvisetik t.ex. distributiv rättvisa, man kan även i debatten se spår av argument som påminner om Kants kategoriska imperativ.

<sup>177</sup> IOSCO “Investigating and prosecuting market manipulation”.

<sup>178</sup> FESCO “Market abuse”.

<sup>179</sup> Claesson s. 2.

<sup>180</sup> Löfmarck s. 34.

<sup>181</sup> Wesser s. 57 fotnot 50; Wesser hänvisar även till Bengt Larsson “The banking, Insurance and Securities market” (2001) där Larsson hävdar att denna uppfattning om Oslo-börsen är felaktig.

De brukar framförallt peka på Tokyo-börsen som också typiskt sett präglas av en utbredd insiderhandel, men där investerarna inte tycks ha flytt marknaden. Även exempel som Indien och Hong Kong framhålls där insiderlagstiftning helt saknas, men där man ändå har en fungerande marknad.<sup>182</sup>

Kritikerna som vänder sig mot detta rättviseargument brukar framföra att insiderhandelsförbud i sig inte är rättvist. Det hindrar bara insiders från att köpa/sälja/blanka sina aktier, men samtidigt har de som sitter på insiderinformationen all rätt att avstå från att göra en affär. Insiders kan därmed tack vare sitt bättre vetande undgå att göra en förlust till skillnad från outsiders. Motargument är enligt min mening förvrängt. Regleringsförespråkarna vill inte förbjuda insiderinformation, tvärtom erkänner de som alla andra att det alltid kommer att finnas de som vet mer. De accepterar helt enkelt marknaden som asymmetrisk. Vad de vill är däremot att insiders inte ska göra en orättvis vinst på sitt bättre vetande.

## 5.2 Principle – Agent problem

Kärt barn har många namn brukar man säga, detsamma kan sägas om argumentet som kommer att behandlas här under. Det har bl.a. kallats för lojalitets-, informationsstölds- och propertyargumentet samt ”the missappropriation theory”<sup>183</sup>. Oavsett de många namnen kan man säga att själva kärnan i argumentet är att insidern utnyttjar information som han fått tack vare sin anställning.<sup>184</sup> Genom att utnyttja denna information till vilken bolaget egentligen har äganderätten kan han åsamka skada. Insiderhandel påstås kunna orsaka skada för bolaget genom t.ex. *försenande av informationsspridning inom företaget* eller *fördröjande av agerande från företagets sida* i vissa ärenden. Det kan också göra att *insideranställda agerar stick i stäv med företagets planer/affärsidé* d.v.s. en direkt intressekonflikt. Det kan även uppstå *incitament för att manipulera aktiekurserna*. Slutligen kan det självklart även *skada företagets rykte* om missbruket skulle bli allmänt känt i en skandal.<sup>185</sup> Problemet uppstår p.g.a. separationen mellan ägare och befattningshavare som karakteriserar moderna börsbolag. Vilket kan beskrivas som ett principle - agent problem, där aktörerna i företaget inte alltid delar företagets intresse och agerar utifrån företagets bästa. Genom lagstiftningen kan principle – agent problemet angripas på många sätt t.ex. *obehörigt röjande av insiderinformation i Insiderstrafflagen, Lagen om skydd av företagshemligheter, syssломannaansvar i ABL samt trolöshet mot huvudman i BrB* m.m. Ett problem är att insidern inte nödvändigtvis alltid

---

<sup>182</sup> Bainbridge hänvisar på s. 782 till en undersökning gjord av Macey.

<sup>183</sup> Teorin kom till ursprungligen som ett sätt att utöka ansvarssubjekten för insiderbrott i det uppmärksammade Chiarella-fallet i USA som rörde utnyttjandet av insiderinformation av en tryckerianställd innan den blivit offentlig, Chiarella v. U.S. Vilket skulle kunna sägas vara den amerikanska föregångaren till Securitas/Pinkerton-härvan.

<sup>184</sup> Jmf. 2 § ISL.

<sup>185</sup> Bainbridge s. 787.

behöver röja informationen för att använda den och att ett röjande inte nödvändigtvis innebära skada för företaget.

Argumentet om att insiderhandel kan *fördröja informationsspridningen* inom företaget bygger på att det finns en informationshierarki inom företaget.<sup>186</sup> Skulle alla potentiella insiders använda informationen för privata investeringsändamål kommer informationen att fördröjas för varje länk i informationskedjan. Motargumenten är främst att idag går handeln, t.ex. via Internet, så snabbt att den inte kan vara frågan om någon avsevärd fördröjning. Easterbrook går så långt att han hävdar att fördröjningen inom företaget tvärtom gynnar informationseffektiviteten på marknaden. Den ökar nämligen risken för att outsiders får vetskap om insiderinformationen och att offentliggörandet på så sätt tidigare läggs alternativt att prisbildning sker snabbare.<sup>187</sup>

Argumentet om att insidern *agerar i motsats mot börsbolagets bästa* är en form av *incitamentsproblem* som kan uppkomma vid t.ex. take-overs. Om den anställde börjar köpa stora volymer kan det fördyra själva övertagandet/sammanslagningen för företaget genom att aktiekursen ökar. Insiderens möjlighet till kursdrivning torde dock vara marginell om det inte är en extremt låg omsättning i företags aktier. Det större problem torde snarare vara att insidern genom sitt agerande gör att andra får vetskap om uppköpet, vilket kan skada företaget om konkurrenterna medvetet trissar upp budgivningen.

*Incitamentsproblem* kan också uppkomma genom att personer i högre beslutspositioner försöker *manipulera* informationsspridningen eller företagets resultat,<sup>188</sup> genom s.k. ”kreativ bokföring”, för att skapa sig enskilda insidervinster. Easterbrook pekar också på att beslutsfattare för företagets räkning kan komma att välja högriskprojekt, för att få en större avkastning av insiderinformationen.<sup>189</sup> Enligt min mening skulle det aldrig kunna bli ett större problem. Allt som oftast existerar det redan en divergerande riskattityd mellan företagsledning och aktieägare. Där företagsledningen oftast är mer riskaversiv än vad aktieägarna önskar, p.g.a. att de är rädda om sitt rykte/humankapital.<sup>190</sup> Med andra ord skulle kanske en mer önskvärd jämvikt uppstå om man tillät insiderhandel.

---

<sup>186</sup> Jmf. t.ex. Bruzelius och Skärvad s. 144.

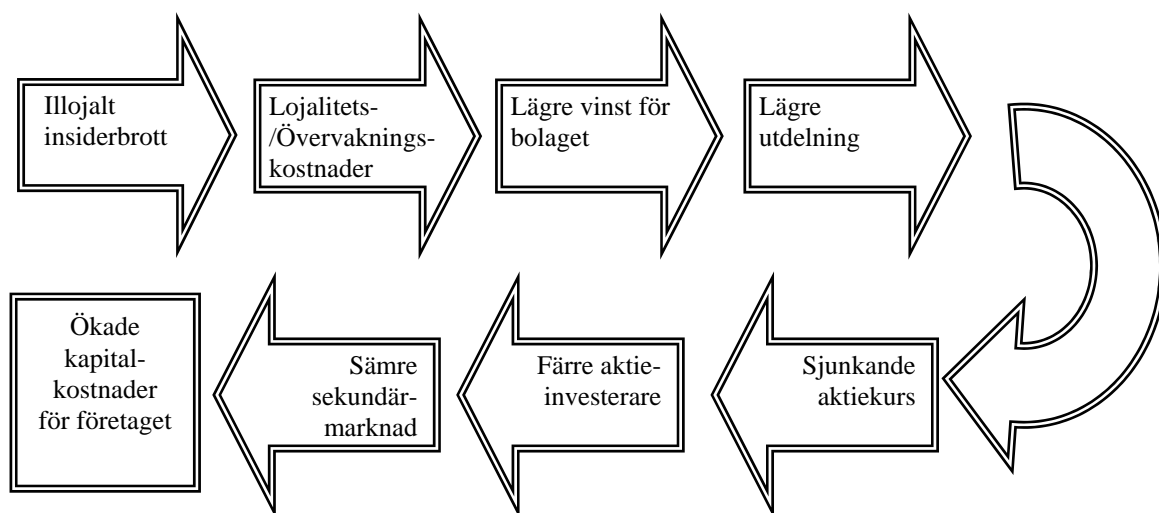
<sup>187</sup> Hänvisningen är hämtad från Bainbridge s. 787.

<sup>188</sup> Jmf. Enron-skandalen.

<sup>189</sup> Bainbridge s. 787; Bergmans s. 120; Även Bernardo kommer till denna slutsats s. 10.

<sup>190</sup> Bergström och Samuelsson s. 28.

Slutligen kan man säga att oavsett vilket av ovanstående principle – agent problem som uppstår, kommer det att orsaka kostnader. Traditionellt orsakar principle – agent problem två typer av kostnader. Antingen kontrollkostnader ("monitoring costs") eller lojalitetskostnader ("bonding costs"), båda kostnaderna har till syfte att förhindra att agenten företar illojala handlingar och att intressekonflikter uppstår.<sup>191</sup> Bergmans menar på att om sådana kostnader uppkommer i ett börsbolag kommer de att resultera i lägre vinst, vilket gör att aktiekurserna sjunker i takt med att vinstförväntningarna och avkastningen sjunker.<sup>192</sup> Lägre aktiekurser gör i sin tur att färre investerare söker sig till aktiemarknaden, och om sekundärmarknaden fungerar dåligt kommer också företagets kapitalkostnader att öka.<sup>193</sup> Jag anser att Bergmans teori i sig är korrekt men att den kan te sig något långsökt. Man bör ställa sig frågan hur stora lojalitets- och övervakningskostnaderna är och hur mycket de påverkar utdelningen.



Bernardo visar också på vad en tillåten insiderhandel i förlängningen skulle kunna leda till. Bernardo menar på att börsbolagen kommer att avtala bort rätten till insiderhandel för sina anställda om insiderhandeln skulle legaliseras. Börsbolagen kommer att göra detta för att öka förtroendet och locka till sig fler investerare.<sup>194</sup> Förutom den rena kostanden av att upprätta avtalen tillkommer övervakningskostanden för avtalets efterlevnad. Övervakningskostnaden kommer i ett sådant scenario att ligga på de enskilda börsbolagen istället för på ett centralt överordnat statligt organ, vilket innebär att de totala kostnaderna blir högre i och med varje enskilt börsbolag måste inrätta ett övervakningsorgan. Något som i förlängningen inte kan anses som välfärdsoptimalt.

<sup>191</sup> A.a. s. 24.

<sup>192</sup> Bergmans s. 120

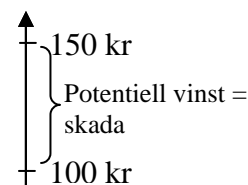
<sup>193</sup> Se kap. 2.1.2; jmf. Prop. 1999/2000:109 s. 38f.

<sup>194</sup> Bernardo s. 39 ff.

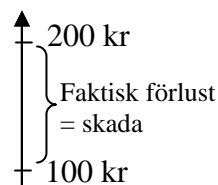
## 5.3 Skada för andra aktieinvestorer

Förespråkarna för en reglering brukar också föra fram argumentet att insiderhandel innebär skada för andra investerare och aktieägare. Argumentet bygger till stora delar på det tidigare framförda rättviseargumentet eller rätten till lika information "equal opportunity". Vilket också hänger samman med förtroendeargumentet<sup>195</sup>, om insiderhandel skadar investerare/aktieägare kommer de självklart också att förlora förtroendet för marknaden. Skadan för andra investerare påstås uppkomma p.g.a. den asymmetriska informationen. Insidern gör sina affärer med bättre vetande, medan outsiders gör sina ovetandes. Insidern har därför möjlighet att göra bättre affärer.<sup>196</sup> Man hävdar från regleringshållet att om outsiders hade haft samma information som insidern ("equal opportunity") hade han antagligen agerat annorlunda. Man bortser alltså från eventuell asymmetrisk kompetens. Skadan påstås uppstå när outsiders väljer att agera annorlunda än insidern s.k. "induced adverse trader". Men också om outsiders agerar likadant som insidern, men insidern föregriper outsiders möjligheter genom att agera tidigare eller utnyttja en förköpsrätt s.k. "preempted trader" och därigenom stänger ute outsiders från vinstmöjligheten.<sup>197</sup> Outsider blir i vilket fall en s.k. "losing trader".

*Ex. 1.* Antag att nuvarande försäljningskurs för en aktie är 100 kr. Efter offentliggörandet säljs aktien för 150 kr. En aktieägare som säljer till den nuvarande kursen har då gått miste om 50 kr i positiv vinst.



*Ex.2.* Man kan självklart också tänka sig det motsatta exemplet. Antag att en aktie är värderad till 200 kr. En aktieägare med tillgång till insiderinformation säljer aktien innan informationen blir offentlig. Efter offentliggörandet är aktien värd till 100 kr. Outsider som köper aktien innan offentliggörandet gör en förlust på 100 kr. Medan insidern undgår att göra en förlust. Det är även tänkbart att insidern direkt kan åsamka annan skada i ett liknande fall genom att utnyttja möjligheten till blankning ("short-selling").



Det finns en rad problem med argumentet om att andra investerare/aktieägare skulle lida skada. Dels är skadevällaren hypotetisk och det finns bevissvårigheter samt vad är det som säger att outsiders inte skulle ha agerat likadant oavsett informationsasymmetrin? Andra motargument som att handeln inte innebär en förmögenhetsöverföring

<sup>195</sup> Se kap. 5.1.

<sup>196</sup> Se Rundfelt s. 37-68.

<sup>197</sup> Löfmarck gör liknelser mellan skadan som uppkommer för enskilda vid ett grovt bedrägeribrott och för staten vid ett skattebrott. Löfmarck (1988) s. 36.

eftersom aktiehandel är ett nollsummespel har också anförts.<sup>198</sup> Med andra ord skulle man kunna säga att lagstiftningskritikerna säger ”den enes bröd den andres död” eller på engelska ”you win some you lose some”. Det kanske mest träffande uttrycket som jag tycker representerar avregleringssidans argument är det jag valt som undertitel ”det man inte vet har man inte ont av”. Insiderens vinst motsvarar ”the losing traders” förlust.<sup>199</sup> Möjligheten till det anonyma ägandet och säljandet av aktier och de fördelarna det för med sig, gör det också svårt att påstå eller bevisa att det är en insider som man handlar med.<sup>200</sup> Väldigt få aktietransaktioner sker numera direkt utan oftast via mäklare och börser.<sup>201</sup> Det kan därför sällan vara någon fråga om en direkt form av ocker, bedrägeri eller dyl. där man utnyttjar den andres oförstånd, eftersom parterna inte har någon direktkontakt med varandra och därmed har man svårare att förleda motparten.<sup>202</sup> Således skulle det därför enligt min personliga uppfattning inte heller kunna bli en fråga om skadestånd p.g.a. förmögenhetsbrott, eftersom det är svårare att påvisa att ett insiderbrott begåtts direkt mot ”the losing trader”.<sup>203</sup> Det är dessutom absurt att påstå att outsiders skulle lida förlust bara när han handlar med en insider men inte om han handlar med en annan outsider.<sup>204</sup> Det är stor risk att han skulle ha agerat likadant oavsett om han kände till informationen eller inte, t.ex. p.g.a. bristande kompetens.<sup>205</sup> Jämför även ”noise”<sup>206</sup> och det irrationella beteendet som finns på aktiemarknaden. Man kan också fråga sig om insidern verkligen kan påverka marknaden genom sitt agerande. Allt han gör är att ge ett bud på en anonym marknad, ett bud som inte innefattar några garantier. Den som accepterar ett sådant bud tar alltid en risk.

Rosenkvist för också i sammanhanget fram ett intressant argument. Han menar på att sofistikerade outsiders kalkylerar med insiderhandel och att de därför utgår ifrån att deras realisationsvinst kommer att bli lägre. De är därför bara villiga att betala ett lägre pris eller alternativt kräva en högre avkastning per aktie. Jag är benägen att dra en parallell till Lemon-effekten.<sup>207</sup> Beteendet skulle med andra ord kunna resultera i ett ”race to the bottom”. Men det intressanta Rosenkvist sluter sig till är att om det finns tillräckligt många sofistikerade outsiders, kommer de genom sitt agerande också att skydda mindre sofistikerade outsiders.<sup>208</sup> Det här argumentet utgör även ett starkt motargument till rättviseargumentet.

---

<sup>198</sup> Se t.ex. Carlton-Fischel Stanford Law review 1983 s. 857 ff. hämtat från Löfmarck s. 29.

<sup>199</sup> Bergmans (1991) s. 115; Nilsson s. 16.

<sup>200</sup> Jmf. Bainbridge s. 785; Bergmans s. 116.

<sup>201</sup> Se t.ex. Löfmarck s. 39.

<sup>202</sup> BrB 9:1-3 och 9:5.

<sup>203</sup> SkadestL. 2:4.

<sup>204</sup> Bainbridge s. 785.

<sup>205</sup> Bergmans s. 116.

<sup>206</sup> Se kap 2.1.2.

<sup>207</sup> Se kap. 2.1.1.

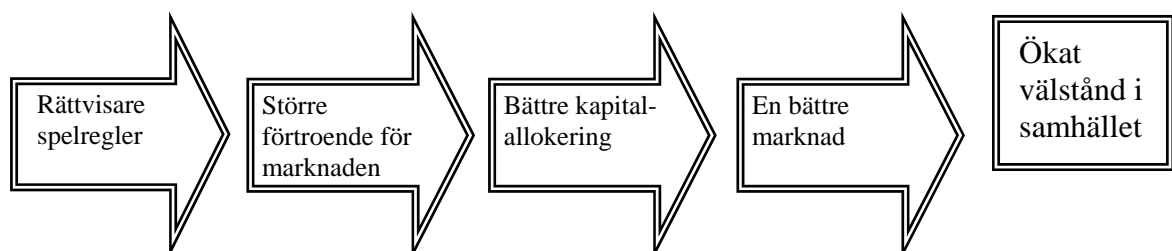
<sup>208</sup> Rosenkvist s. 12.

## 5.4 Försämrad effektivitet

*”Ord som orättmätigt, otillbörligt och illojalt brukar användas när de sakliga argumenten tryter och man tvingas tillgripa någon form av moralisk/etisk bedömningsgrund.” /Madeleine Löfmarck (s.35)*

Argumentet om försämrad effektivitet har jag redan till viss del varit inne på i kap. 5.2. rörande principle – agent problem. Diskussionen i det kapitlet gällde mest om insiderhandel som ett principal-agent problem kunde skada börsbolaget. Men om en insider väljer att handla med insiderinformation kan det också leda till att priserna inte speglar all information. Det kan t.ex. röra sig om att offentliggörandet senareläggs, och på så sätt skapas det en tillfällig artificiell kurs istället. Effektiviteten tycks gå som en sammanhängande röd tråd genom alla argumenten. Jag vill dock peka på att lagstiftarens mål med effektivitetsargumentet är ett rent ekonomiskt ställningstagande.<sup>209</sup> Det känns som lagstiftaren har valt att utgå från den neo-klassiska ekonomiska läran. Önskan är i vart fall att eliminera den informationsasymmetrin som finns på marknaden. Detta är en ideal-bild, asymmetrisk information kommer alltid att existera. Den effektiva marknaden där all aktuell relevant information återspeglas i priserna är blott en fiktion. Även om priserna skulle vara felaktiga tycks varken förtroendet eller några av marknads parter skadas nämnvärt, vilket jag visat i de föregående kapitlena. Det är min uppfattning att lagstiftaren helt enkelt valt linjen att effektivitet och rättvisa (equal opportunity) hänger samman. Det är troligtvis också förklaringen till varför empiriska undersökningar som understöder detta ställningstagande är en bristvara i förarbetena. Jag kommer att återkomma till effektiviteten i kap. 6.2., när jag går igenom motståndarsidans argument. Det skall dock påpekas att 2001-års nobelpristagare m.fl. har antytt att lösningen på informationsasymmetrin allmänt sett är statlig inblandning på marknaden. Tvärtemot de neoklassiska teorier som Adam Smith förespråkade som t.ex. ”Laissez-faire” och ”The invisible hand”. Med andra ord får förespråkarna för en insiderlagstiftning kraftigt medhåll av ekonomerna som stödjer teorin om asymmetrisk information.

### Lagstiftarens tankegång:



<sup>209</sup> Se Kap 5.; Jmf. även Löfmarcks kommentar ovan; Löfmarck s. 35.

## 6 Argument för avreglering

Den förste och antagligen också den störste förespråkaren för en avreglering är Henry G. Manne. De flesta av argumenten härstammar från honom även om det finns många andra som delar hans uppfattning och idéer idag.<sup>210</sup> Jag kommer i de följande kapitlen att behandla de argument och ståndpunkter som de fört fram, precis på samma sätt som jag gjort med regleringsförespråkarnas, d.v.s. lyfta fram argumentens styrka och svagheter. Argumenten är som följer:

Insiderhandel kan vara ett effektivt sätt att kompensera företagsledningen.

Insideraffärer leder till att aktiekurserna blir mer rättvisande, d.v.s. marknaden blir mer effektiv.

Insiderregleringen som sägs bygga på rättvisa är inte rättvis. Det går aldrig att uppnå full "equal opportunity" eftersom man bara kan hindra insiders från att aktivt handla men aldrig hindra dem från att avstå från att handla.

Genom att tillåta insiderhandel underlättas köp av egna aktier och den s.k. "pilotskolans"<sup>211</sup> fördelar uppkommer.

Insiderlagstiftningen är inte effektiv utan förskjuter vinsten från insiders till finansanalytikerna.

Insiderlagstiftningen är inte effektiv eftersom den inte efterföljs p.g.a. bevis- och kontrollsvårigheter.

Argument nr. 3 har jag redan gått igenom i samband med rättviseargumentet i kap. 5.1. det kommer därför inte närmare att behandlas i det här avsnittet.

### 6.1 Kompensationsargumentet

Kompensationer överlag är en form av botemedel mot principle – agent problemen. Genom att uppmuntra företagsledningen eller de anställda genom t.ex. bonusprogram eller att äga aktier i företaget skapar man gemensamma intressen.<sup>212</sup> En anställds lön utgör många gånger en trygg grund att stå på. Men många gånger är enbart lön en otillräcklig kompensation. Lönen skapar inte några incitament för agenten att agera för

---

<sup>210</sup> Däribland tål att nämnas G.J. Benston, Farnborough, D.D. Haddock, J.R. Macey, Se Moberg-Samuelsson s. 98.

<sup>211</sup> "Pilotskolan" är det begrepp som brukar användas för att skapa incitament och minimera principle – agent problem genom att uppmuntra agenterna till aktieäggande.

<sup>212</sup> Jmf. "bonding costs". Själva företeelsen att man uppmuntrar företagsledningen till att äga aktier i bolaget brukar kallas för "pilotskolan", det får för övrigt anses vara en billig "bonding cost" eftersom kostnaden för lojaliteten ligger till stora delar på den anställde/aktieköparen.



principalens bästa. Ett bonussystem kan vara ett sätt att stimulera den anställda. Men bonussystem går lätt att manipulera genom t.ex. kreativ bokföring. Det skapar lätt incitament som gör att man bara fokuserar på de faktorerna som utlöser bonusen istället för det som är bäst för företaget, vilket inte alltid är detsamma. En annan nackdel med ett bonussystem är att det kan dröja ett par år innan t.ex. en innovation börjar betala av sig, på så sätt blir bonusen inte rättvisande och omedelbar.<sup>213</sup> Manne m.fl. framhåller därför istället att en legalisering av insiderhandeln skulle vara ett bättre kompensationsalternativ. Detta bygger på att marknaden anses vara den som gör den bästa och mest samlade värderingen av hur värdefull ny information är för företagets resultat. Jag tror inte att Mannes antagonister har något att invända mot marknadens värderingsförmåga. Deras tes utgår också ifrån marknadens överlägsna förmåga att värdera och deras syfte är också att uppnå den bästa värderingen genom högre informationseffektivitet. Trots detta fick Manne utstå hård kritik för sin compensationsteori vilket gjorde att han reviderade den 1970 till att bara gälla entreprenörer och inte företagsledningar.<sup>214</sup> Även Carlton och Fischel menar på att en tillåten insiderhandel kan ha positiva effekter.<sup>215</sup> Deras teori bygger på att företaget och den anställda kan komma att vara tvungna att omförhandla avtal för att kunna kompensera den anställda för dennes insatser. En omförhandling av ett avtal anses vara dyrt och tidskrävande och utgör en transaktionskostnad. Genom att tillåta insiderhandel skulle man på så sätt sänka transaktionskostnaderna.<sup>216</sup> På så sätt skulle den anställda själv kunna skräddarsy sin compensation, samtidigt som han får en compensation som direkt motsvarar marknadens värdering av informationen. Detta skapar samtidigt också ett incitament för den anställda att skapa bättre och mer värdefull information till marknaden.

Mot detta invänder kritikerna att den anställdes nytta av informationen kommer att begränsas av hans möjligheter att investera. Med andra ord är det inte informationens värde som kommer att ha störst betydelse för compensationens storlek utan den anställdes förmögenhet. Jag skulle vilja påstå att kompensationsargumentet lägger ett större ansvar på den anställda. Han måste dessutom besitta kompetensen av att kunna förstå hur marknaden reagerar på informationen, vilket inte alltid är lätt i alla situationer. Skulle t.ex. informationen redan ha läckt ut kan marknaden t.o.m. reagera negativt om förväntningarna varit högre.

Motståndarna använder även informationens public good-karaktär (d.v.s. icke-rivalitet och icke-exkluderbarhet) till att rikta kritik mot kompensationsargumentet. Det är svårt att utestänga andra aktörer från att utnyttja informationen, på så sätt kompenseras inte enbart den som rättmätigen skulle belönas utan även andra. Det borde enligt min mening

---

<sup>213</sup> Rundfelt s. 80

<sup>214</sup> Bainbridge s. 780; Löfmarck s. 30 hänvisar till Mannes uppsats "Insider Trading and the law professors" (1970).

<sup>215</sup> Bainbridge s. 780.

<sup>216</sup> Jmf. de normativa Coase- och Hobbesteoremet samt "lubricate trade!", Cooter och Ulen s. 93 ff.

skapa incitament som gör att man snarare väljer att snoka efter information hos kollegor snarare än att själv verka för att skapa nyttig information. Public good-karakteristiken kan dessutom göra att vinstmöjligheterna äts upp för den tänkte kompenstationstagaren, om andra investerare hinner agera före honom. Aktiekurserna anpassar sig snabbt som bekant efter den nya informationen när den väl börjar spridas.<sup>217</sup>

Slutligen brukar Manne antagonister också inflika att om man tillåter handel med insiderinformation, tillåter man också insiders att handla med ”bad news”. Det kan skapa dåliga incitament och göra den anställde likgiltig inför företagets resultat. Insidern kan på det viset alltid gardera sig genom blankning oavsett om det går bra eller dåligt för företaget.

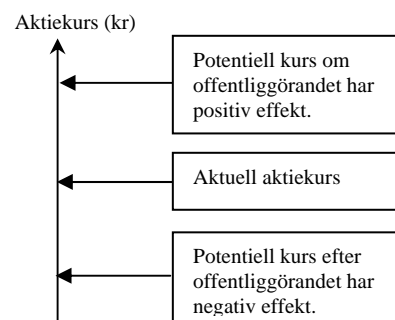
## 6.2 Effektivitetsargumentet

Det kan te sig något underligt att båda sidorna använder sig av argumentet att reglering respektive avreglering skulle höja marknadseffektiviteten. Som jag tidigare varit inne på i kapitel 2.1.2 ökar effektivitet i takt med att mer information offentliggörs. Desto mer information desto korrektare blir priserna. Många gånger hindras dock informationen från att nå ut till marknaden, det kan t.ex. vara en avvägning mellan intresset att öka marknadseffektiviteten och intresset av att bevara företagshemligheter. Manne argument går ut på att insiderhandel är en effektiv kompromiss mellan behovet av att bevara incitamenten för att skapa information till marknaden och behovet av att ha en effektiv prisbildning. Manne uttrycker det också som insidervinsten är det pris som samhället får betala för en ökad marknadseffektivitet.<sup>218</sup>

Ex. Antag att aktiekursen för en aktie är 100 kr. Antag också att ny information skapas i bolaget, vilket gör att man får en potentiell aktiekurs om informationen var offentlig motsvarande 150kr.

a) Tillåter man insiderhandel skulle kursen stiga mot 150kr redan innan offentliggörandet, dock kommer den inte att nå ända fram.

b) Förbjuder man insiderhandel kommer kursen att ligga kvar på 100kr (förutsatt att ingen olaglig insiderhandel eller läcka finns) fram tills offentliggörandet kommer kursen istället att rusa till 150 kr.<sup>219</sup>

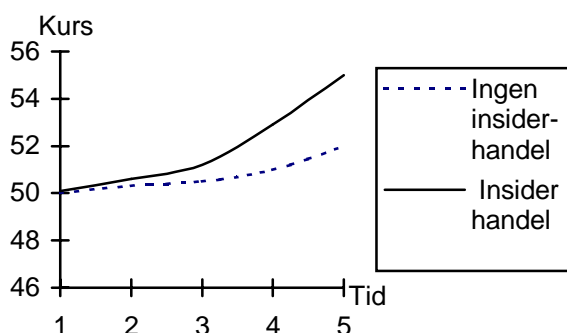


<sup>217</sup> Se herd behaviour i kap. 2.1.2.

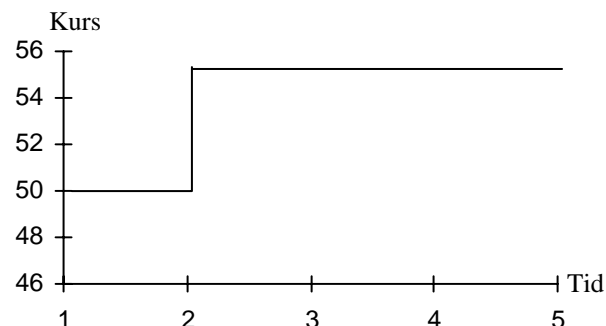
<sup>218</sup> Manne s. 65; Bainbridge s. 778

<sup>219</sup> Jmf. ”Herd behaviour” i kap. 2.1.2.; Exemplet är lånat ifrån Manne. Ibland överträffar dock verkligheten dikten som i t.ex. fallet Texas Gulf Sulphur. Där förekom insiderhandel efter att man upptäckt en ny mineralfyndighet, och man kunde i efterhand se en liknande gradvis prisreaktion som Manne förutspått.

Följande figurer kan också hämtas ifrån Mannes bok och de visar på hur marknaden reagerar på ett offentliggörande beroende på om man tillåter insiderhandel eller inte.



Figur. Insiderhandel tillåten



Figur. Insiderhandel förbjuden

Efterföljande empiriska undersökningar har gjorts på området. Finnerty visar t.ex. på att marknaden reagerar snabbt när insiders köper men långsamt då de säljer.<sup>220</sup> Denna undersökning stöds av Roth, som visar på att andra investerare reagerar positivt när insiders köper större aktieposter. Det blir speciellt tydligt när företaget är undervärderat och/eller när det finns konflikter mellan ägare och ledning (jmf. principle – agent problem i tidigare kapitel). Roth menar att insiderhandel på så sätt minskar informationsasymmetrin.<sup>221</sup> En studie gjord av Givoly och Palmon visade dock på att insiderköp sällan berodde på insiderinformation.<sup>222</sup> Min åsikt är att det torde indikera att marknads reaktioner beror på ”pilotskolans” positiva effekter,<sup>223</sup> snarare än att insiderköp signalerar positiv insiderinformation. Undersökningen skulle med andra ord innebära ett hårt avbräck för Mannes teori. Det ska dock poängteras att man bör vara skeptisk mot sådana undersökningar eftersom de baseras på intervjuer med insiders. Det är knappast troligt att insiders skulle erkänna insiderbrott. Dock stöds undersökningen även av Seyhun, Rozeff och Zaman som visade på att outsiders inte kan få genomsnittligt högre avkastning genom att imitera insiders beteende.<sup>224</sup> En anledning till det är att insiders inte alltid agerar lika kortsiktigt eller kanske inte ens med avsikt att skapa reavinst utan enbart för att stärka sitt ägande i bolaget. En storägare eller insider kan också köpa aktier för att visa att han har förtroende för aktien och på så sätt ”lura” marknaden till att tro att framtiden ser ljus ut för bolaget, därigenom blir det lättare att genomföra nyemissioner och få in nytt kapital till bolaget. Ett sådant agerande går stick i stäv med den klassiska principal-agent-teorin om motsättningarna mellan agenten och principalen och brukar kallas för

<sup>220</sup> Undersökningen är hämtad från Bainbridge s. 779.

<sup>221</sup> Roth s. 36

<sup>222</sup> Även denna undersökning är hämtad från Bainbridge s. 779.

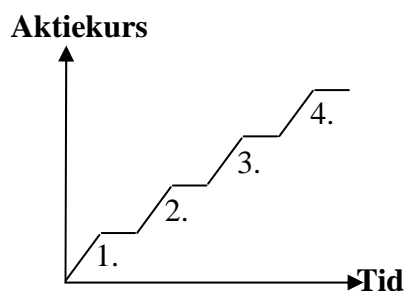
<sup>223</sup> Som t.ex. en mer överrensstämmande riskdelning mellan företagsledningen och aktieägarna.

<sup>224</sup> Dessa undersökningar är hämtade från Roth s. 36. Jmf. även t.ex. Ann-Helén Laestadius artikel i aftonbladet 2000-07-30 där exemplet Stefan Persson och H&M nämns som ett avskräckande exempel för småsparare att imitera insiders.

stewardshipteorin<sup>225</sup>. En ytterligare förklaring till varför det inte går att imitera insiders är att det finns en fördröjningseffekt. En insider behöver inte anmäla sin förändring av aktieinnehav förrän efter fem dagar till FI.<sup>226</sup> Fördröjningen av offentliggörandet gör att eventuella vinster av informationen hinner ätas upp innan den når ut till allmänheten.

Kritikerna brukar också invända mot Mannes effektivitetsteori att insiderhandeln bara har en försumbar effekt och därför inte skulle ha en kursdrivande effekt.<sup>227</sup> Mot det här vill jag invända att kritikerna glömmer bort informationens public good-karaktär, när väl insiders börjar handla finns det risk för en ”domineffekt”. Detta stöds bl.a. av Gilson och Kraakman och deras s.k. ”the derivatively informed mechanism” som går ut på följande:

1. Först handlar insiders, vilket enbart har en försumbar kurspåverkan.
2. Därefter börjar ”tippees” handla, vilket påverkar kursen.
3. Vilket följs av börsanalytiker m.fl. som kan analysera de andras agerande och själv agera utifrån det, vilket påverkar kursen ytterligare.
4. Slutligen blir informationen allmänt känd för hela marknaden och kursen når slutligen den korrekta



nivån.

Kritikerna menar på att effektivitet inte kan uppnås genom att tillåta insiderhandel. För att uppnå marknadseffektivitet krävs att informationen görs offentlig, istället menar de på att insiders har all anledning att dölja och hemlighålla sina transaktioner.<sup>228</sup> Min åsikt om denna invändning är att det är rena rappakaljan. För det första skulle det vara så att insiders vill hemlighålla information beror det snarare på straffsanktionen som är knuten till insiderhandelsförbudet än för att göra vinster. För det andra kan de knappast ha anledning att hemlighålla informationen, det är snarare tvärtom

---

<sup>225</sup> Stewardshipteorin är en teori som går ut på att förklara de situationer när agenten agerar mot sitt eget bästa till förmån för principalens bästa. Se t.ex. Davis et al passim.

<sup>226</sup> 4 § AnmL.

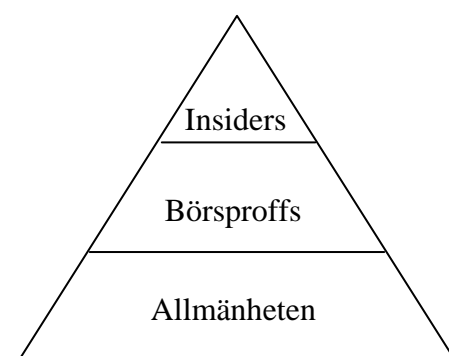
<sup>227</sup> T.ex. visar Rundfelt på att insiders endast ägde omkring 5 % av det totala börsvärdet 1989, Rundfelt s. 82.

<sup>228</sup> Löfmarck s. 33

så att de tjänar på att informationen sprider sig snabbt.<sup>229</sup> På det viset närmar sig den nuvarande kursen den potentiella kursen snabbare och de kan snabbare hämta hem vinsten eller eventuellt utnyttja fluktuationer i priset p.g.a. av osäkerheten kring ryktet till att göra kortsiktiga vinster. Det är dessutom inte förrän all information blivit offentlig som de kan kamma hem hela vinsten, därför torde insiders generellt sett ha ett intresse av att informationen blir allmänt känd så fort de själva hunnit agera på informationen. Motargumentet om att insiders tjänar på att fördröja informationen känns därför förlegat. Med dagens snabba handel, via t.ex. Internet, torde det inte utgöra något större problem.

### 6.3 Förskjutning av informationshierakin

Man kan dela in aktörerna på aktiemarknaden i tre grupper – insiders, professionella aktieförvaltare samt allmänheten. Grupperna har olika möjligheter att göra bra aktieaffärer p.g.a. att de har olika tillgång till information och kunskap. Förbudet mot insiderhandel gör att insiders inte kan utnyttja sitt informationsövertag. Det gör att det blir större vinstmöjligheter för de analytiker som utnyttjar sitt kunskapsövertag för att analysera aktierna. Allmänhetens ställning förblir dock oförändrad. Motståndarna till insiderlagstiftningen vill med det här argumentet peka på att det inte blir rättvisare för allmänheten. Även det här argumentet är enligt min mening osakligt. När lagstiftningskritikerna argumenterar på det sättet förväxlar de bl.a. asymmetrisk kompetens och asymmetrisk information.



Insiderlagstiftningens syfte är att skydda allmänhetens förtroende genom att skapa rättvisare spelregler, inte att jämna ut avkastningsmöjligheterna. När lagstiftaren säger att det är orättvist att insiders kan få en högre avkastning än den genomsnittlige investeraren menar de inte att det är orättvist att några är bättre investerare än andra.<sup>230</sup> Det är inte enligt min mening en fråga om distributiv rättvisa där alla ska dela lika om de är lika<sup>231</sup>, utan en fråga om reperativ rättvisa där man vill att informationen ska fördela sig rättvisare. Vilket informationen, som konstaterat, aldrig gör men där insiders i vart fall inte skall utnyttja sitt övertag.<sup>232</sup>

### 6.4 Insiderlagstiftningen är inte effektiv

Argumentet är egentligen inget motargument utan skulle lika gärna kunna användas av de regleringsförespråkarna som önskar skärpa

<sup>229</sup> T.ex. utnyttjas denna form av tipsgivning i filmen "Wall Street" för att påverka kurserna.

<sup>230</sup> Prop. 1999/2000:109 s.38 f.

<sup>231</sup> Jmf. Aristoteles begrepp om formell rättvisa.

<sup>232</sup> Jmf. The obtain or disclose rule.

insiderlagstiftningen. Jag kommer likväl att föra fram argumentet här eftersom det passar bra in under kritiken mot att ha ett förbud mot insiderhandel om den ändå inte leder till fällande domar.

En utländsk undersökning har bl.a. visat på att insiders avhåller sig ifrån handel månaden innan ett offentliggörande.<sup>233</sup> Därigenom minskar risken för upptäckt. Tidigare hade även FI en policy om att undersöka alla transaktioner trettio dagar innan ett offentliggörande.<sup>234</sup> Undersökningen visade också på att insiders i viss utsträckning använder sig av bulvaner:

”The absence of registered insider trading combined with the dramatic increase in volume suggests that much insider trading is carried out through third parties so as to escape detection.”<sup>235</sup>

Av undersökningen kan man alltså också dra slutsatsen att många primära insiders har kännedom om insiderinformationen långt tidigare än en månad innan offentliggörandet. Faktumet försvårar bevismöjligheterna och det är upp till FI och åklagarna att finna bevis för att insidern skulle ha känt till informationen tidigare, t.ex. genom styrelseprotokoll eller dyl. Men det är inte bara bevismöjligheten som minskar utan också risken för upptäckt. Desto längre tid det är mellan affären och offentliggörandet desto mindre är risken för att insidern ska bli misstänkt för insiderbrott. Med andra ord minskar syftena med insynsregistret om att avhålla insiders från insiderhandel och att skapa en databas för utredningar dels eftersom insiders kan utnyttja bulvaner och dels eftersom de har kännedom om informationen lång tid i förväg. Själva bulvanfallen omfattas som tidigare nämnt av ISL, men risken för upptäckt minskar dramatiskt. I Securitas/Pinkerton-fallet upptäcktes dock förfarandet trots att man försökt sprida ut aktierna, i det fallet hade man dock använt sig av anhöriga.

Ett annat argument som brukar framföras mot att insiderlagstiftningen är för tandlös är att väldigt få fall leder till åtal och i slutändan en fällande dom. Under åren 1991-2002 öppnades cirka 450 insiderärende vid finansinspektionen.<sup>236</sup> Av de 450 ärendena anmäldes 40 till åklagare och endast åtta ledde till åtal. Totalt har 91 personer varit föremål för förundersökningar under de åren men endast 36 personer kom att åtalas och då ska det påpekas att 28 av de åtalade blev åtalade i Securitas/Pinkerton-fallet. Totalt har elva personer, varav sju i Securitas/Pinkerton-fallet, blivit fällda för insiderbrott. Sammanfattningsvis är det endast nio av tio misstänkta insiderärende som lett till åtal och endast drygt en tredjedel av de åtalade har blivit fällda. Vad är då skälet till denna tandlöshet? I en undersökning av Erik Wesser begången under åren 1991-1999 har det

---

<sup>233</sup> Keown & Pinkerton s. 855 f.

<sup>234</sup> Jmf. Rundfelt ; Sådan policy finns dock ej längre enligt Erik Rotander på FI.

<sup>235</sup> Keown & pinkerton s. 855 f.

<sup>236</sup> Se [www.fi.se](http://www.fi.se), Se även statistiken i Bilaga A.

identifierats tre huvudsakliga kategorier av motiveringar till varför utredningarna har lagts ned:<sup>237</sup>

Brott ansågs ej begånget materiellt sett - 1/3 av ärendena som lades ned.

Ärendet var preskriberat/resursbrist -1/7 av ärendena som lades ned.

Väsentlighetsrekvisitet var inte uppfyllt - 3/10 av ärendena som lades ned.

Den huvudsakliga anledningen till varför ärendet lades ned i de fallen där man materiellt kunde styrka att brott hade begåtts tycks ha varit att väsentlighetsrekvisitet inte kunde styrkas. Det är därför inte förvånande att regeringen uttalat sig om tolkningen av väsentlighetsrekvisitet, vilket jag tidigare nämnt.<sup>238</sup> Huruvida regeringens uttalande om tolkningen fått avsedd effekt eller inte låter jag vara osagt men antalet insiderfall som årligen anmälts till åtal har nästan fördubblats sedan 1999.<sup>239</sup> Men trots det är det enbart toppen på ett isberg som uppmärksammas.<sup>240</sup>

---

<sup>237</sup> Wesser s. 125 ff. och s. 163 f.

<sup>238</sup> Prop. 1995/96:215; Prop 1999/2000:109 s.53, Se kap. 3.1.2.2.

<sup>239</sup> [www.fi.se](http://www.fi.se) ; Se även statistik I Bilaga A.

<sup>240</sup> Undersökning av Bhattacharaya & Darouk refererad i Af Sandeberg s. 15.

## 7 Analys av argumenten för och emot en insiderlagstiftning

Det är i det här avsnittet som jag tänkt knyta ihop säcken (och sälja grisen). Till att börja med har jag konstaterat att insiderhandel är ett asymmetriskt informationsproblem. Asymmetrin uppstår genom att det på marknaden råder en informationshierarki där olika grupper har tillgång till olika mycket information. Insiders har ett bättre vetande och har därför bättre möjlighet att tillägna sig vinster än outsiders. Övertaget är en naturlig följd av att de får förstahandsinformation genom sin anställning, uppdrag eller ägande. Asymmetrin resulterar i att en rad problem eller fördelar uppstår beroende på hur man väljer att se det.

Jag tänkte här under jämföra och analysera de argumenten som jag tidigare presenterat. Det är min uppfattning att somliga av argumenten/motargumenten inte alltigenom är sakliga eller genomtänkta. Men precis som i många andra debatter greppar kombattanterna efter varje halmstrå. Jag kommer efter att jag har analyserat de olika argumenten undersöka vilka som har tillräcklig bärkraft för att slutligen ställa dem mot varandra och ta ställning i frågan om avreglering eller reglering.

*Förtroendeargumentet*<sup>241</sup> bygger på att rättvisa spelregler skapar förtroende för marknaden vilket bevarar marknadseffektiviteten och därigenom tillhandahåller riskkapital. Vad som talar för att detta är fallet är det avskräckande exemplet med Oslo-börsen. Däremot talar exemplen med Tokyo, Hong Kong och Indien mot detta. Ett annat motargument som används blir att det aldrig är rättvist i vilket fall som helst eftersom insiders alltid kan undgå att göra dåliga affärer p.g.a. sitt informationsövertag. Min slutsats rörande förtroendeargumentet är att det är dåligt understött av empiriska undersökningar, men att jag inte har några problem att se logiken eller det försvarbara i argumentet. Det dåliga understödet beror mycket på att de flesta länder valt att reglera insiderhandeln, vilket lett till att det inte är lätt att hitta avskräckande exempel. I de fall där lagstiftning inte finns tyder det mesta dessutom på att det inte blir något skräckscenario. Motargumentet om att det aldrig blir rättvisst är som jag redan antytt förvrängt och kommer därför inte beaktas här.

*Principle – Agent problem*<sup>242</sup> är egentligen ett negativt argument d.v.s. det finns inga fördelar med det utan det är snarare ett motargument som belyser insiderhandelns negativa verkningar. Påståendet om *födröjning inom företaget* är inte ett större problem eftersom handeln idag sköts snabbt. Easterbrooks teori om att det dessutom gynnar marknadseffektivitet gör att

---

<sup>241</sup> Se Kap. 5.1.

<sup>242</sup> Se Kap. 5.2.



påståendet mister sin bärkraft som ett argument för insiderlagstiftning. *Skadorna av incitamentsproblem* vid t.ex. take-overs torde vara marginella, såvida inte informationen läcker ut. Vid läckage kan det uppstå större kursdrivande effekter jmf. ”the derivatively informed mechanism”<sup>243</sup>. Fast då gynnar man samtidigt informationseffektiviteten på marknaden, men på bekostnad av företaget. *Manipulationsrisken* är en omstridd fråga. Manne hävdar bl.a. att risken för manipulation försvinner om man tillåter insiderhandel eftersom ingen skulle tjäna på det i så fall.<sup>244</sup> Jag tror nog att girigheten kommer att bevisa Manne fel på den punkten. Manipulationsargumentet i sig blir dock orelevant eftersom det finns annan lagstiftning som tar hand om den biten.<sup>245</sup> Dessutom förekommer manipulation från outsiders också oavsett insiderlag. *Argumentet om högre riskbenägenhet från företagsledningens sida* har, som jag redan antytt, snarare fördelar. Det existerar redan en riskaversivitet hos företagsledningarna och en önskan om högre risktagande från aktieägarnas sida i de flesta aktiebolagen. ”Problemet” skulle kunna vara ett bra botemedel mot detta. Att principle – agent problem rent generellt skapar kostnader (lojalitets- och övervakningskostnader) är något som är allmänt vedertaget. Tillåter man insiderhandeln är risken dock att de ökar. Kostnaderna kan då resultera i lägre vinst och därmed en lägre värdering från marknads sida. En lägre värdering skrämmer iväg framtida investerare vilket gör att det blir svårt med nyemissioner och att skaffa nytt kapital. Argument som detta kan dock te sig något långsökta om man inte kan påvisa hur mycket lojalitets- och övervakningskostnaderna påverkar avkastningen. Principle – agent argumentet får desto större bärkraft av att Bernardo visar på att en avreglering och en självreglering skulle leda till att börsbolagen kommer att avtala bort rätten till insiderhandeln med sina anställda. Börsbolaget kommer att göra detta för att öka förtroendet och locka till sig fler investerare.<sup>246</sup> Avtalen kommer att göra att företagen får bära kostnaderna för övervakning av avtalens efterlevnad, s.k. ”monitoring costs”. Ett argument som jag finner som ett starkt stöd för att lagstifta är därför att det är orimligt att företagen ska bära övervakningskostnaderna bl.a. för att de saknar insyn i marknadstransaktionerna, det är med andra ord inte välfärdsoptimalt. Kostnaden borde därför bäras av staten.

*Skada för andra investerare*<sup>247</sup> är ett argument som bygger på att outsiders lider skada genom att handla med insiders och mot dennes bättre vetande. Argumentet understöds av undersökningar som visar att insiders har högre genomsnittlig vinst.<sup>248</sup> Undersökningen visar dock samtidigt också på att vinsten inte beror på insiderinformation. Ett motargument är att aktieinvestorer är medvetna om risken med aktier och att de därför inte

---

<sup>243</sup> Se ovan, kap. 6.2.

<sup>244</sup> Manne ”Insider trading and the law professors” (1970) är hämtad från Bainbridge s. 790.

<sup>245</sup> Se t.ex. otillåten kurspåverkan se 9 § ISL.

<sup>246</sup> Bernardo s. 39 ff.

<sup>247</sup> Se kap. 5.3.

<sup>248</sup> Se Givolchy och Palmons undersökning hämtad från Bainbridge s. 779; Se även Rundfelt s. 37-68.

upplever att insidern skadar dem. Ett annat argument är att de antagligen skulle ha agerat likadant oavsett t.ex. p.g.a. bristande kunskap. Rosenkvist visar också på att sofistikerade outsiders räknar med lägre vinst p.g.a. insiderhandel och att de därigenom skyddar osofistikerade outsiders. Min slutsats av detta är att påståendet om skada för andra är orelevant. Dels för att det stöds av undersökningar som snarare tyder på det motsatta och dels för att förtroendet för marknaden inte kan påverkas om man inte vet att man ”lurats” av en insider. Citaten till höger understryker detta påstående.<sup>249</sup> Skulle Rosenkvists teori stämma torde det även medföra en ”Lemon-effekt”. Under förutsättning att marknaden bara skulle bestå av sofistikerade outsiders skulle det skapas en marknad med enbart aktier i vilka det förekommer insiderhandel.

”[I]nsider trading is not an victimless crime”

/J. Moore

“We lack plaintiffs not victims”

/Herzel & Katz

Det är min åsikt att lagstiftarens *argumentet om försämrad effektivitet*<sup>250</sup> inte understöds av empiriska undersökningar utan snarare bygger på ett ställningstagande från lagstiftarens sida. Ställningstagandet bygger på en teori om att rättvisare spelregler leder till större förtroende vilket leder till högre effektivitet. Jag har lite svårt att se parallellen mellan ökat förtroende och högre effektivitet. Likaså är det konstigt om både sidor skulle kunna argumentera utifrån högre effektivitet. Min slutsats är att lagstiftaren helt enkelt valt att uttrycka sig lite klumpigt, man avser troligen en effektivare kapitalallokering på sekundärmarknaden när man talar om marknadseffektivitet. Lagstiftningskritikerna menar däremot informationseffektivitet vilket betyder snabbare och korrektare avspegling av informationen i aktiekurserna.

Jag går nu in på avregleringssidans argument och börjar med *kompensationsargumentet*<sup>251</sup>. Fördelen med insiderhandel sett från det här argumentets sida är att det utgör en bra kompensation till insiders eftersom marknaden är den bästa värdemätaren av information. Fördelarna begränsas dock av insiders investeringskapital, kompetens och informationens public good-karaktär vilket gör att även andra kan utnyttja den. En ytterligare fördel med kompensationsargumentet är att det kan ställas direkt mot lagstiftningsargumentet om principle - agent problem, deras för- och nackdelar kommer troligen att ta ut varandra. Nya incitamentsproblem kan dock komma att uppstå eftersom insiders kan handla även med dåliga nyheter och kan därför komma att bli likgiltiga inför företagets resultat.

*Effektivitetsargumentet*<sup>252</sup> går ut på att handeln med insiderinformation gör att prisbildningen blir snabbare och korrektare. Insiders har dessutom intressen av att informationen når ut snabbare för att kunna ta hem vinsten. Motbevisas av intervjuundersökningen som säger att insiders inte baserar sina vinster på insiderinformation utan en allmänt bättre uppfattning om

<sup>249</sup> Citatet från Herzel & Katz är hämtat från Rundfelt s. 79 och citatet från Moore är hämtat från Cinar s. 347.

<sup>250</sup> Se kap. 5.4.

<sup>251</sup> Se kap. 6.1.

<sup>252</sup> Se kap. 6.2.

marknadsläget.<sup>253</sup> Förutom att man bör vara skeptisk mot undersökningens resultat i denna fråga visar den faktiskt samtidigt att insiderhandel inte är ett problem i sig, eftersom det inte är informationsövertaget som utnyttjas. Effektivitetsargumentet stöds däremot av teorin om ”the derivatively informed mechanism” och rättsfallet Texas Gulf Sulphur som visar på att insiderinformation läcker och orsakar en snabb kurspåverkan. Slutsatsen är att informationseffektiviteten ökar vid insiderhandel.

*Att förbudet mot insiderhandel bara orsakar en förskjutning av informationshierarkin<sup>254</sup> utgör ett motargument - ett osakligt sådant! Som jag redan konstaterat är lagstiftningsviljan att fördela informationen effektivare alternativt att man inte ska kunna utnyttja sitt informationsövertag. Avsikten är inte att utjämna realisationsvinsterna mellan de olika marknadsparterna. En sådan utjämning torde liksom en kunskapsutjämning leda till att finansanalytikermarknaden försvann, de skulle inte kunna sälja sina tjänster om de inte hade en möjlighet att överträffa börsindex.*

---

<sup>253</sup> Se återigen Givolchey och Palmons undersökning hämtad från Bainbridge s. 779.

<sup>254</sup> Se kap. 6.3.

## 8 Slutsats

Min slutliga avvägning leder mig till att det är *Bernardos argument* och *effektivitetsargumentet* som är de klart starkaste. Jag anser att *kompensationsargumentet* är ett starkt argument som kan ställas direkt mot de övriga Principle – agent problemen, men får ge vika för Bernardos kontraktsteori. Den slutliga kampen står därför mellan att få högre välstånd genom att sänka övervakningskostnaderna för börsbolagen och att få en högre informationseffektivitet på marknaden. Båda är beaktansvärda intressen. Många jurister tenderar i ett sådant läge lätt att gå på det alternativ som stöds av de lege de lata. Ett sådant ställningstagande är felaktigt enligt min mening eftersom det inte är tillräckligt kritiskt och självständigt. I det här fallet är det dessutom så att lagstiftarens argument inte finns med i min slutgiltiga diskussion. Dessutom visar Bernardo på att det är möjligt med en självreglering även om den inte skulle bli välfärdsoptimal. Diplomatsiskt lagd som jag är tenderar jag att se en kompromiss, en kombination av självreglering men med ett statligt övervakningsorgan där företagen billigt kan köpa övervakningstjänster av sina insiders. På det sättet borde man kunna få det bästa av två världar, företagen kan fortfarande välja att avtala bort möjligheten till insiderhandel eller välja att kompensera sina anställda/uppdragstagare med möjligheten därtill. Samtidigt som kostnaderna inte skulle bli fullt lika höga som i Bernardos exempel. Med andra ord ta bort straffstadgandena men behåll den administrativa anmälningsskyldigheten. En avreglering av insiderbrotten måste samtidigt också komplimenteras med bättre etiska regelverk och självreglering från marknads sida, vilket är något som också marknadsmissbruksdirektivet tar upp som ett önskvärt beteende från marknads sida.<sup>255</sup> Marknaden har lika stort, om inte större, intresse av att bevara förtroendet för att kunna få in nytt kapital.

---

<sup>255</sup> Se Preamblel 24 Marknadsmissbruksdirektivet.

# Bilaga A: Insiderstatistik

## Misstänkta insiderbrott

Ärenden	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Från föreg. år	20	28	27	75	59	39	41
Öppnade	40	38	80	45	59	47	17
Avslutade	32	39	32	61	79	45	9
Pågående	28	27	75	59	39	41	49

Källa: [www.fi.se](http://www.fi.se)

## Misstänkt obehörigt röjande av insiderinformation

Ärenden	2001	2002	2003
Från föreg. år	0	1	2
Öppnade	1	2	0
Avslutade	0	1	1
Pågående	1	2	1

Källa: [www.fi.se](http://www.fi.se)

## Anmält till åklagare

Anmälda brott *	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Misstänkt brott mot handelsförbudet	3	3	7	8	3	8	1
Misstänkt otillbörlig kurspåverkan	1	0	4	6	2	5	3
Obehörigt röjande av insiderinformation	-	-	-	-	2	3	0

\* Ett ärende kan innehålla flera anmälda brott.

Källa: [www.fi.se](http://www.fi.se)

# Käll- och Litteraturförteckning

## Källor

### Muntliga källor

Joseph E. Stiglitz: Nobeltacktal i Aula Magna, Stockholm University den 2001-12-08.

### Tryckta källor

Bulletin 8/70

CESR:s riktlinjer Implementing measures for the proposed directive on insider dealing and market manipulation (market abuse), CESR 02.089b.

Dir. 2003:91 Kommittédirektiv om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

FAR:s etiska regler för revisorer finns tillsammans med analysmodellen tillgänglig på [www.far.se](http://www.far.se)

FESCO "Market abuse. FESCO's response to the call for views from the securities regulators under the EU's action plan for financial services COM(1999)232" FESCO/00-0961 June 29, 2000.

IOSCO: "Investigating and prosecuting market manipulation", May 2000.

Näringslivets börskommittés rekommendation om offentliggörandet vid överlåtelse av aktier m.m. (1994) [cit. Flaggningsrekommendationen]

Näringslivets börskommittés rekommendation om offentliga erbjudande om aktieförvärv (2003) [cit. NBK/OE]

Prop. 1984/85:187 Värdepappersmarknaden

Prop. 1990/91:42 Insiderhandel

Prop. 1995/96:215 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor

Prop. 1999/2000:109 Ny Insiderlagstiftning m.m.

Rådets direktiv 89/592/EEG (Insiderdirektivet) av den 13 november 1989 angående samordning av regler om insiderhandel.

Rådets direktiv 2003/6/EG (Marknadsmissbruksdirektivet) av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

SOU 1947:20 Förmögenhetsbrott

SOU 1984:2 Värdepappersmarknaden

SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden

SOU 1997:127 Straffansvaret för juridiska personer

Stockholmsbörsens guide till börsreglerna 2001

Stockholmsbörsens noteringsavtal kontrollerad 2003-08-17.

### **Elektroniska källor**

[www.europefesco.org](http://www.europefesco.org) Senast kontrollerad 2003-08-10

[www.fondhandlarna.se](http://www.fondhandlarna.se) Senast kontrollerad 2003-06-01

[www.far.se](http://www.far.se) Senast kontrollerad 2003-08-18

[www.fi.se](http://www.fi.se) Senast kontrollerad 2003-08-14

[www.nobel.se](http://www.nobel.se) Senast kontrollerad 2003-02-05

[www.om.se](http://www.om.se) Senast kontrollerad 2003-03-15

[www.sec.gov](http://www.sec.gov) Senast kontrollerad 2003-02-05

[www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se) Senast kontrollerad 2003-04-15

### **Övriga källor**

Email-korrespondens med Erik Rotander på Finansinspektionen 2002-06-03.

Nilsson, Tommy *Insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan*, Examensarbete vid juridiska fakulteten i Lund, 2002. Finns publicerat på [www.jur.lu.se](http://www.jur.lu.se) [cit. T. Nilsson]

Eklund, Johan E. *Den politiska ekonomin kring den svenska insiderlagstiftningen – En fråga om allmänhetens förtroende?* Ekonomiska Institutionen vid Linköpings universitet 2002. Finns publicerat på Internet [www.ep.liu.se/exjobb/eki/2002/nek/003/](http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2002/nek/003/)

## Litteratur

- Af Sandeberg, Catarina *Marknadsmissbruk –insiderbrott och kursmanipulation*, Uppsala, 2002.
- Afrell; Lars, m.fl. *Insiderlagen – en lagkommentar*, Stockholm, 1991.
- Axelsson, Roger, Holmlund, Bertil, Jacobsson, Roger, Löfgren, Karl-Gustaf och Puu, Tönu *Mikroekonomi*, Lund, 1998.
- Beckman, Mats, Jansson, Gent, Wallin-Norman, Karin, Wendleby, Björn *Lagarna på värdepappersområdet – En kommentar till insiderlagstiftningen m.fl. lagar*, Upplaga 1:1, Stockholm, 2002. [cit. Beckman et al]
- Bergmans, Bernhard *Inside information and the securities trading. A Legal and Economic analysis of the foundations of liability in the USA and European Community*, London, 1999.
- Bergström, Clas och Samuelsson, Per *Aktiebolagets grundproblem*, 1:a upplagan, Malmö, 1997.
- Bruzelius, Lars H. och Skärvad, Per-Hugo *Integrerad organisationslära*, 8:e upplagan, Lund, 2000.
- Claesson, Kerstin: *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, Stockholm, 1987.
- Cooter, Robert och Ulen, Thomas *Law and economics*, 3rd edition, 2000.
- Holmgård , J.B. *All världens citat*, Södertälje, 1995.
- Hägg, Ingemund (red.) et al *Stockholms fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling*, 1:a upplagan, Stockholm, 1988.
- Kågerman, Pontus *Värdepappersmarknadens regelsystem*, Stockholm, 2001.
- Leijonhuvud, Madeleine & Wennberg, Suzanne *Straffansvar*, Stockholm, 2001.
- Löfmarck, Madeleine *Insiderbrott och Svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige*, Juridiska fakulteten i Stockholm nr 18, Stockholm 1988.
- Manne, Henry G. *Insider trading and the stock market*, New york, 1966.
- Moberg, Krister och Samuelsson, Per *Börsrätt*, Stockholm, 1989.
- Nilsson, Matts *Insiderlagen*, Stockholm, 1994.



Peczenik, Aleksander *Juridikens teori och metod. En introduktion till allmän rättslära*, Upplaga 1:1, Göteborg, 1995.

Rosenkvist, Jens *Regulation of insider dealing in the market for listed securities – the Danish experience from a law and economics perspective*, Erhvervsretslige skrifter fra institut for erhvervsret og politologi nr. 1993:2, Odense, 1993.

Rundfelt, Rolf *Insiders affärer. Om bruk och missbruk av information om börsbolag*, 1:a upplagan, Stockholm, 1989.

Samuelsson, Per *Information och ansvar : om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Stockholm 1991 [cit. Samuelsson (1991)].

Stockholms Fondbörs *Fermenta – fakta och erfarenheter*, Stockholm 1988.

Wesser, Erik *Har du varit ute och shoppat, Jacob? En studie av Finansinspektionens utredning av insiderbrott under 1990-talet.*, Lund, 2001.

## Artiklar

Akerlof, George A “Market for lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism” I: *Quarterly Journal of Economics* 84 (Aug. 1970) s.488ff.

Bainbridge, Stephen “Insider trading” I: *Encyclopedia of Law and Economics* (red: Boudewijn Bouckaer), (1999) s. 772-802.

Bernardo, Antonio E. “Contractual restrictions on insider trading: a welfare analysis” I: *Economic Theory* 18 (2001) s. 7–35.

Blomsten., Olle “Birgersson tvingad sälja Framfabaktier” I: *Dagens IT* 2000-12-08.

Cinar, E. Mine ”The Issue of Insider Trading in Law and Economics: Lessons for Emerging Financial Markets in the World” I: *Journal of Business Ethics* 19 (1999) s. 345-353.

Davis, James H., Schoorman, David F., Donaldson, Lex “Toward a stewardship theory of management” I *Academy of management – The management review*, vol. 22, 1997, s. 20 ff.

Fama, E “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, I: *35 Journal of Finance* (1970) s. 383.

Hedvall, Maria "En effektivare finansinspektion – om betydelsen av tydligare mål och ändamålsenlig organisation" I: Ekonomisk debatt, årgång 26, nr. 5, s.398 ff, 1998.

Keown, Arthur & Pinkerton, John "Merger Announcements and Insider trading activity: An imperical investigation" I: Journal of Finance, vol. 36., s 855.

Laestadius, Ann-Helen "Följa Insidern – en farlig lek" I: Aftonbladet 2002-07-30.

Malkid, B.G. "Efficient market hypotheses", I :the new Palgrave: A dictionary of economics (Vol II). London and Basingstoke (1987) s. 120.

Paccès, Alessio M. "Financial intermediation in the securities markets law and economics of conduct of business regulation", I: International Review of Law and Economics 20 (2000) 479–510.

Roth, Greg "The In formational Effects of Large Insider Stock Purchases", I: Managerial Finance Volume 25 Number 1 1999 s. 37-48.

Scholes, M "The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on the share prices", I: 45 Journal of business (1972) s.179.

Saari, C.P "The Efficent capital market hypothesis, Economic theory and the regulation of securities industry", I: 29 Stanford law review (1977) s. 1044.

Traung, Peter "Insiderlagens tillämplighet i samband med offentliga bud" I: SvJT 1998:10 s.851f.

Viotti, Staffan och Urwitz, Gabriel "Aktiemarknaden – spelcasino eller samhällsnyttig institution" I: Stockholm fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling (red: Hägg, Ingemund et al), 1:a upplagan, Stockholm, 1988.

# Rättsfallsförteckning

## Nytt juridiskt arkiv

Kreugerfallet NJA 1936 s.78

Transatlanticfallet NJA 1994 s.404.

## Svea HovR

Atlefallet Svea HovR:s dom 1995-06-02 DB 71 i mål B 2118/94

Fermentafallet RH 1990:102

Föreningsbanksfallet Svea HovR:s dom 2001-12-07 i mål B 1895/00.

Securitas/Pinkerton-fallet Svea HovR:s dom 2002-06-20 mål B 1461-01.

VBG Produkter AB Svea HovR:s dom 1996-12-18 i mål B 2917/95.

## Tingsrättsavgörande

Securitas/Pinkerton Stockholms tingsrätt B 1432-99.

Åhusglassfallet Kristianstads Tingsrätts dom 2000-11-07 i mål B1059/00.

## Amerikanska rättsfall

Cady, Roberts & C:o (40 S.E.C. 907 (1961))

Chiarella v. U.S (445 US 222 (1980)).

SEC v. Materia (745 F 2d. 197 (2d Cir 1984) cert. Denied 471 US 1053 (1985).

Texas Gulf Sulphur CO. v. SEC (401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968), cert, denied 394 US 976 (1969)).