



UPPSALA
UNIVERSITET

Institutionen för handelsrätt
Department of Commercial Law

Handelsrätt C

Uppsats HT 2006

Insiderhandel

– En undersökning om moral och effektivitet

Författare: Christian Borg

Handledare: Bo Westlund

Sammanfattning

I massmedia rapporteras det kontinuerligt om misstankar mot insiderbrott. En insider är en person som har icke offentliggjord information. Personen får inte köpa finansiella instrument baserat på denna information innan den har offentliggjorts. Nästan alla länder har lagstiftning mot insiderhandel. I Sverige har rättsutvecklingen gått mot en allt strängare insiderlagstiftning. Den 1 juli 2005 infördes lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

Det framförs många argument både för och emot ett insiderförbud. Uppsatsens syfte är att undersöka vilka argument som framförs för och emot ett förbud mot insiderhandel. De olika argumenten kan medföra konsekvenser på lagstiftningen och för berörda aktörer. Utifrån detta avses att besvara frågan hur lagstiftningen om insiderhandel lämpligast bör vara utformad för att tillgodose det rättsekonomiska perspektivet. För att besvara problemet och syftet har dels rättsfall studerats och dels förarbeten, propositioner, författningstext och annan litteratur använts. Totalt har 14 rättsfall som berör MmL studerats. Endast en dom har nått Högsta domstolen. Det går att konstatera att enbart ett begränsat antal fall leder till fällande dom.

De argument som har identifierats för insiderförbud är rättigheten för företaget att hålla information hemligt, företaget äger informationen, informationen sprids inte effektivt, prissättningsnivå, insiders vill inte dela med sig av informationen, ökad risk för investerare, minskad likviditet, orättvisst och omoraliskt, skyddar förtroendet för marknaden. Argumenten mot insiderförbudet är att ingen skadas, mer korrekt prisbild, effektivare informationsspridning, kostsamt med reglering, definitionsproblem angående insiders, belöning till företagsledare, svårt att kontrollera att reglerna följs, rätten till egenproducerad information, gynnar företagets utveckling, vanligt beteende och att det inte påverkar allmänhetens förtroende för marknaden. Det huvudsakliga argumentet mot förbudet var effektivitet som bygger på ett ekonomiskt perspektiv och huvudargumentet för ett förbud var rättvisa och moral som bygger på det juridiska perspektivet. Baserat på de argument som förts fram väger de argument mot insiderförbudet tyngre, det är inte optimalt att lagstifta mot insiderhandel ur ett ekonomiskt perspektiv. Förbudet bör tas bort för att skapa en effektivare handel. Det blir dock svårt att genomföra det i Sverige på grund av att EU har beslutat om att insiderförbud skall gälla.

Förkortningar

BRÅ	Brottsförebyggande rådet
Ds	Departementspromemoria
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätten
IL	Insiderlagen (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
LVM	Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
Prop	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
TR	Tingsrätten

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	- 1 -
1.1 PROBLEM	- 1 -
1.2 SYFTE	- 2 -
1.3 METOD	- 2 -
1.4 DISPOSITION	- 2 -
2. LAGAR OCH REGLER OM MARKNADSMISSBRUK	- 3 -
2.1 EKONOMISK BROTTSLIGHET OCH MARKNADSMISSBRUK	- 3 -
2.2 UTVECKLINGEN AV INSIDERFÖRBUD	- 4 -
2.3 MARKNADSMISSBRUKSLAGEN	- 5 -
2.4 ÖVERVAKNING AV MARKNADSMISSBRUK	- 7 -
3. REGLERING OCH PÅFÖLJDER FÖR MARKNADSMISSBRUK	- 8 -
3.1 REGLERING	- 8 -
3.1.1 Regelteoretiskt perspektiv	- 9 -
3.2 PÅFÖLJDER	- 9 -
4. DOMSTOLSBEDÖMNINGAR AV INSIDERBROTT	- 11 -
5. ARGUMENT FÖR OCH EMOT FÖRBUD AV INSIDERHANDEL	- 13 -
5.1 ARGUMENT MOT INSIDERFÖRBUD	- 13 -
5.2 ARGUMENT FÖR INSIDERFÖRBUD	- 16 -
5.3 DISKUSSION OM ARGUMENTEN	- 19 -
6. AVSLUTANDE SLUTSATSER OCH KOMMENTARER	- 23 -
6.1 SLUTSATSER	- 23 -
6.2 EN AVSLUTANDE KOMMENTAR	- 24 -
6.3 FORTSATTFORSKNING	- 24 -
6.4 KRITISK GRANSKNING	- 24 -
KÄLLFÖRTECKNING	- 25 -
BILAGA 1 - BROTTSTATISTIK	I
BILAGA 2 – RÄTTSFALL	III

1. Inledning

I detta kapitel beskrivs uppsatsen problem och syfte. Vidare beskrivs vilken metod som har använts. Kapitlet avslutas med en framställning av uppsatsens resterande disposition.

1.1 Problem

I affärslivet duggar misstankar om insiderhandel tätt. Utvecklingen av insiderbrott har gått från tre stycken misstänkta fall år 1998 till 21 stycken år 2005.¹ Insidermisstankarna får stor utbredning i massmedia, men det är få utredningar kring insiderbrott och enbart några få av dessa leder till anmälan. Ett exempel på ett tänkbart händelseförlopp för insiderbrott är att en person i ledningen får kännedom om en företagshemlighet som kommer att påverka aktiekursen (insiderinformation). Denna person (insidern) kan då välja att köpa eller sälja finansiella instrument för att erhålla personlig ekonomisk vinning innan informationen blir allmänt känd. En börs i positiv utveckling öppnar för möjligheten att göra ett betydande klipp med insiderinformation eller som en artikel i Dagens industri beskriver det ”insiderhandeln ökar på en febrig börs”.² Exempel på olika svenska och utländska bolag där misstänkta fall av insiderhandel har ägt rum under årens gång är Enron, NRS Technologies, Bure, Securitas-Pinkerton, och Sign On för att enbart nämna några fall.

Av central betydelse för det ekonomiska systemet är de finansiella marknaderna. Bolag söker kapital från investerare för att kunna expandera sin verksamhet. Investerarna kan bestå av privatpersoner eller andra bolag. Investerarna kan investera sitt kapitalöverskott på den finansiella marknaden för att få avkastning på det. Hur mycket som kommer att placeras beror på förhållandet mellan kapitalkostnaden som företaget betalar för riskkapitalet och avkastningskravet från placerarna. För att erhålla en effektiv allokering förutsätts att informationsflödet omvandlas till priser.

Av 103 länder där handel på värdepappersmarknaden existerar så har 87 länder infört förbud mot insiderhandel.³ I Sverige ersattes insiderstrafflagen (ISL) den 1 juli 2005 av lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, även kallad marknadsmissbrukslagen (MmL). Marknadsmissbrukslagen omfattar insiderbrott, otillbörlig marknadspåverkan, behörigt röjande av insiderinformation och utebliven rapportering av misstänkt marknadsmissbruk. Att handel med finansiella instrument baserat på insiderinformation skulle vara förbjuden är inte en självklarhet. Debatter har förts med argument för och emot ett förbud. I ett flertal europeiska länder var inte insiderbrott förbjudet under början av 1990-talet, men ett EU-direktiv (The European Community Insider Trading Directiv) medförde att alla europeiska länder införde lagstiftning mot detta under mitten av 1990-talet.⁴

En undersökning från år 2002 visade att insiderhandel var vanligt både i Sverige och i övriga världen.⁵ De problem som uppsatsen avser att besvara är vilka argument som framförs för och emot ett förbud mot insiderhandel och vilka konsekvenser detta medför på lagstiftningen och

¹ Finansinspektionen A, hämtat 2006-10-30 från: www.fi.se/Templates/Page____2996.aspx

² Dagens industri, hämtat 2006-10-31 från:

www.di.se/Nyheter/?page=%2fAvdelningar%2fArtikel.aspx%3fArticleID%3d2006%5c09%5c26%5c202964%26words%3dinsiderbrott%26SectionID%3dEttan%26menusection%3dStartsidan%3bHuvudnyheter

³ Bhattacharya & Daouk, The world price of insider trading, s.75

⁴ Hetzler, *Insiderbrott och reglering*, s.75

⁵ Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.15

berörda aktörer. Utifrån detta avses att besvara frågan hur lagstiftningen om insiderhandel lämpligast bör vara utformad för att tillgodose det rättsekonomiska perspektivet.

1.2 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka argument för respektive emot insiderhandel och dels undersöka om insiderförbudet är ekonomiskt berättigat.

1.3 Metod

Den metod som har använts är klassisk juridisk metod där rättskällor studerats. Ett rättsekonomiskt perspektiv har använts vid behandling av problem som har ekonomiska inslag. Uppsatsens källmaterial består av förarbeten, författningstext, rättspraxis, doktrin och annan information i form av Internetkällor och litteratur. Vad gäller rättspraxis så finns det endast ett begränsat antal domar, från främst HovR och TR.

1.4 Disposition

Uppsatsens disposition är enligt följande:

Kapitel 2 I detta kapitel ges en introduktion till ekonomisk brottslighet och marknadsmissbruk samt hur de regleras i lagsystemet. Därefter presenteras den historiska utvecklingen av insider förbud främst för Sverige men exempel ges även från USA för att erhålla en vidgad förståelse för förbudet. För ett förmedla en förståelse för hur lagstiftningen är uppbyggd angående insiderförbudet görs en genomgång paragraf för paragraf i MmL. Kapitlet avslutas med en beskrivning av finansinspektionens roll vid övervakandet av insiderförbudet.

Kapitel 3 Det tredje kapitlet behandlar hur regleringen fungerar i Sverige och vilka alternativ som finns. Efter det behandlas vilka konsekvenser ett brott mot insiderförbudet medför och vilka alternativ det skulle kunna medföra.

Kapitel 4 I det fjärde kapitlet behandlas rättsfall som direkt eller indirekt berör insiderhandel. I kapitlet kommenteras rättsfallen och i bilaga 2 (Rättsfall), återges rättsfallen kortfattat var för sig.

Kapitel 5 De argument som framför för och emot reglering av insiderhandel beskrivs i det femte kapitlet samt att en diskussion om argumenten förs.

Kapitel 6 I det sjätte och sista kapitlet presenteras slutsatserna utifrån problemformuleringen och syftet. Vidare presenteras förslag på fortsatt forskning samt en kritisk granskning av uppsatsen.

2. Lagar och regler om marknadsmissbruk

I detta kapitel beskrivs till att börja med förhållandet mellan ekonomisk brottslighet och marknadsmissbruk. Vidare behandlas den historiska utvecklingen av ett förbud mot insiderhandel samt hur insiderhandel idag regleras i lagen. Kapitlet avslutas med en beskrivning av Finansinspektionens och Ekobrottsmyndighetens roll för insiderhandel.

2.1 Ekonomisk brottslighet och marknadsmissbruk

I lagen återfinns inte ekonomisk brottslighet i en specifik paragraf utan det får ses som ett kriminologiskt samlingsbegrepp. Ekonomisk brottslighet kan främst beskrivas som företagets brottslighet, där brott ofta sker i lagligt bedrivna näringsverksamheter utav personer som begår brotten för egen vinnings skull.⁶ Det finns många regler om företag och många motiv till att bryta mot lagarna, vilket gör att man kan se den ekonomiska brottsligheten som ett omfattande regelverk som rör sig över många andra regelverk.

Information är en av företagets värdefullaste tillgångar. Stölder av värdefull information kan få betydande konsekvenser för bolag. En beaktansvärd del av dessa stölder förväntas göras av insiders som har tillgång till informationen och som företaget litar på.⁷ I en allt mer globaliserad värld där globala bolagsfusioner genomförs krävs ett samarbete mellan olika kontrollmyndigheter i olika länder för att se till att inga oriktigheter sker. Om inte kontrollmyndigheterna kan samarbeta på ett effektivt sätt riskera länderna att tappa aktörernas förtroende för regleringen. Stora resurser måste spenderas för att kunna utreda misstankarna. Enligt Hetzler är det en bristande etik i affärlivet i kombination med 1980- och 90-talens privatiseringsutveckling, fusioner och uppköp som har skapat problemet med insiderhandel.⁸ Hetzler menar att det är lika viktigt för marknadsökonomi att kunna bedriva fri handel med aktier och finansiella instrument som det är att börstransaktioner inte är misstänkta för brott.⁹ Att skydda småspararnas intresse genom att behålla börsens integritet är en förutsättning för att fortsatt investeringsvilja hos småspararna. Investerarnas förtroende för rättssystemet riskerar att brista om ekobrottsligheten vidgas.

Det går att skilja på tre typer av missbruk som gav upphov till behovet av reglering av insiderhandel:¹⁰

- I. Missbruk av information, innefattar förfarande av en aktör som känner till information som inte är allmänt känd och om den hade varit känd så hade informationen påverkat transaktionsvillkoren.
- II. Missledande information, är avsiktliga handlingar som leder till en felaktig eller missledande uppfattning angående priset, värdet, utbudet eller efterfrågan på den aktuella tillgången.
- III. Marknadsstörning, omfattar handlingar som leder till att andra marknadsaktörer störs eller skulle kunna störa marknaden.

De brott som omfattas av marknadsmissbrukslagen är insiderbrott, otillbörlig marknadspåverkan, obehörigt röjande av insiderinformation, utebliven rapportering av

⁶ BRÅ, *Ekobrott – utvecklingen av några centrala brottstyper*, s.6

⁷ BRÅ, *Antologi perspektiv på ekobrottsligheten*, s.149

⁸ BRÅ, *Forskning om ekonomisk brottslighet – en översikt*, s.78

⁹ A.st.

¹⁰ Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.17

misstänkta marknadsmissbruk. Kursmanipulation innebär att på otillbörligt sätt påverka kursen så att marknaden vilseleds på grund av den oriktiga informationen om kursändringen. Kursmanipulation kan ske på många olika sätt. Ett sätt är att minska antalet utomstående aktier genom hemliga avtal vilket håller aktiekursen uppe trots att en inblandad aktör säljer sina aktier, som annars hade sänkt kursen då det hade blivit ett större utbud. Ett annat sätt är att konstant ha köporder liggande på en viss lägsta nivå, detta hjälper aktien att inte minska i värde under den aktuella perioden. Dessa exempel kan även användas på motsatt sätt för att istället sänka kursen.¹¹

2.2 Utvecklingen av insiderförbud

Detta avsnitt beskriver framväxten av insiderförbudet, för att tydliggöra hur förbudet successivt vuxit fram. Beskrivningen av förbudets tillkomst behandlar även USA:s reglering därför att de införde reglering mot insiderhandel långt innan Europa och därför ger det en grundläggande förståelse för utformningen av dagens regelverk i Sverige.

USA har sedan börskraschen år 1929 en tillsynsverksamhet över den finansiella marknaden. År 1934, infördes Securities Exchange Act, Securities Exchange Commission (SEC) och den amerikanska centralbanken (Federal Reserve Board) fick möjlighet att bestämma kreditbegränsningar för köp av aktier. I USA infördes även möjligheten att stoppa handeln av vissa aktier (trading halts). Åtgärderna syftade till att motverka missbruk av den fria handeln med värdepapper.¹²

I EU kom år 1966 Segrérapporten som syftade till att personer i ledande befattningar inte skulle använda sig av informationsfördelar de fick i egenskap av sin tjänst. Kommissionen presenterade år 1970 ett förslag som bland annat behandlade tystnadsplikt och förbud mot korttidshandel. År 1977 kom Kommissionen med ett påbud om etiska regler vid värdepappershandel som skulle motverka insiderhandel, dock följdes påbudet av få länder.

I Sverige infördes år 1972 lagstiftning som skulle motverka insiderhandel genom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. Denna lag innebar att aktieinnehavaren skulle anmäla sitt innehav till Värdepapperscentralen (VPC). Lagen medförde inte ett direkt förbud mot insiderhandel, utan den skulle avskräcka insiders från att spekulera i aktier där de hade insiderinformation då VPC registret var offentligt. Detta beskrivs som det första steget i Sverige mot insiderförbud.

Aktiemäklare och analytiker fick år 1980 ett förbud mot aktiehandel därför att de kunde få insiderinformation utifrån klienternas placeringsmönster, detta skedde genom lag (1979:748) om fondkommission.

År 1985 kom det första direkta förbudet mot insiderhandel i Sverige genom lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden (LVM). Det var endast personer som hade en insynsställning i bolaget som kunde begå insiderbrott.¹³ LVM medförde ett direkt förbud mot insiderhandel dels om juridisk person hade till en vidare krets lämnat offentligt erbjudande om förvärv av aktier eller om ett sådant beslut hade fattats av styrelsen eller annan med sådan beslutsmyndighet.

¹¹ Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.13-14

¹² BRÅ, *Forskning om ekonomisk brottslighet – en översikt*, s 78.

¹³ SOU 2004:69 s.46

Till insiders omfattades de personer i bolaget som hade insynsställning, exempelvis styrelseledamot och suppleant.

Kommissionen presenterade år 1987 ett förslag till insiderdirektiv som även antogs år 1989 (89/592/EEG). Sverige införde Insiderlagen (1990:1342) (IL) år 1991 för att tillmötesgå direktivet (89/592/EEG) som ersatte LVM. Den huvudsakliga förändringen var att en större personkrets omfattades av lagen.

År 1997 infördes ett förbud i lagen om handel med finansiella instrument mot otilbörlig kurspåverkan.

Insiderstrafflagen (2000:1086) (ISL) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa finansiella instrument ersatte år 2001 insiderlagen (1990:1342). I ISL gavs nu definition på vad som var insiderinformation. I december år 2002 antog Europaparlamentet ett direktiv om marknadsmissbruk (2003/6/EG). Direktivet innebär dels ett förbud mot marknadsmissbruk hos de anslutna länderna och dels att länderna även skall upprätta preventiva åtgärder och verka för utredningsunderlättande.¹⁴ Marknadsmissbruksdirektivets syfte är att säkerställa finansmarkandens integritet i EU samt öka investerarnas förtroende för dessa marknader.¹⁵ Motiveringen till förbud mot insiderhandel bygger på allmänhetens förtroende för den finansiella marknaden ska skyddas samt bibehålla en positiv utveckling av marknaden.¹⁶ Framväxandet av en lag mot marknadsmissbruk kom via SOU 2004:69 och Prop 2004/05:142, vars huvuduppgift var att förslå hur den svenska lagstiftningen ska anpassas till marknadsmissbruksdirektivet (2003/6/EG)¹⁷ som år 2003 ersatte det tidigare insiderdirektivet (89/593/EEG)¹⁸ från år 1989. År 2005 infördes Marknadsmissbrukslagen, som beskrivs utförligt i nästa avsnitt. Sammanfattningsvis har regleringen av insiderhandel från år 1972 utvecklats till att bli mer generell avseende gärningen, personkretsen som omfattas har vidgats och straffet vid brott har blivit strängare.¹⁹

2.3 Marknadsmissbrukslagen

I lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, definieras insiderinformation enligt 1 §:

”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligen påverka priset på finansiella instrument”

Insiderinformation har samma legaldefinition som den hade tidigare i insiderstrafflagen och i insiderlagen. Vidare definieras insiderbrott enligt 2 §:

”Den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Detsamma skall gälla den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan

¹⁴ SOU 2004:69 s.11

¹⁵ Prop 2004/05:142 s.33

¹⁶ Prop 2004/05:142 s.35 och Prop 1990/91:42 s.38

¹⁷ EUT L 96, 12.4.2003, s 16 (Celex 32003L0006)

¹⁸ EGT L 334, 18.11.1989, s 30 (Celex 31989L0592)

¹⁹ Wesser, *Har du varit ute och shoppat, Jacob?*, s.56

att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.”

Detta innebär att en persons vetskap om egna avsikter inte utgör insiderinformation, exempelvis om en ägare erbjuder sig att köpa resterande aktier i ett visst bolag så är det tillåtet att köpa aktier i bolaget innan informationen bli offentlig. Om ett insiderbrott enligt 2 § är att betrakta som ringa döms aktören till böter eller fängelse i högst sex månader (2 § 2 st). Vid bedömningen om brottet är att betrakta som grovt tas det ibland annat i beaktning om storleken på vinsten är stor, storlek på förlustbegränsning, om handel har skett vid upprepade tillfällen, om flera har samverkat, om offentliggörandet har fördröjts samt övriga omständigheter. Ett grovt insiderbrott leder till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år, enligt 2 § 2 st. Vid vetskapen om egen brottslig verksamhet i enlighet med första och andra stycket i 2 § är dessa stycken även tillämpliga på detta. Med brottslighet avses här fullbordat brott eller förberedelse, stämpling eller försök.²⁰

Oaktsamhet vid insiderbrott medför att straffet blir fängelse i högst ett år (3 §) om brottet inte är att betrakta som ringa, då döms aktören inte som ansvarig (3 §). Även försök till insiderbrott leder till rättsliga konsekvenser i enlighet med 23 kapitlet brottsbalken (4 §). Försök till insiderbrott omfattar även råd eller på annat sätt förmedla handel med finansiella instrument.²¹

I 5 § anges vissa situationer när aktören får bedriva handel trots insiderinformation. Undantagen bygger på situationer där personen har avtal som löper ut under tiden den har fått insiderinformation eller handlingar som avser att stöda bolaget, exempelvis köp av en aktie när insiderinformationen tyder på en nedgång.

Vid röjande av insiderinformation och aktören inser eller borde inse att det är insiderinformation döms till böter eller fängelse i upp till ett år (7 §). Oaktsamt handlande föreligger om aktören ej har försäkrat sig om att informationen har offentliggjorts eller på annat sätt är allmänt känd.²² Insiderinformation får dock lämnas om aktörens tjänst kräver det (7 §). Insiderinformation får även lämnas i andra fall om den samtidigt blir allmänt känd (7 § 2 st).

Otillbörlig marknadspåverkan definieras enligt 8 § 1 st:

”Den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument, döms för otillbörlig marknadspåverkan till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader. Är brottet med hänsyn till omfattningen av marknadspåverkan eller övriga omständigheter att anse som grovt, skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.”

Vid handel på värdepappersmarknaden som påverkar eller vilseleder marknaden där aktören kände till eller borde ha känt till det, döms till böter eller fängelse i högst ett år (8 § 2 st). Undantag för 2-8 §§ gäller för handel med egna aktier i återköpsprogram samt för stabilisering av finansiella instrument (9 §).

²⁰ Prop 2004/05:142 s.162

²¹ A.a.s.163

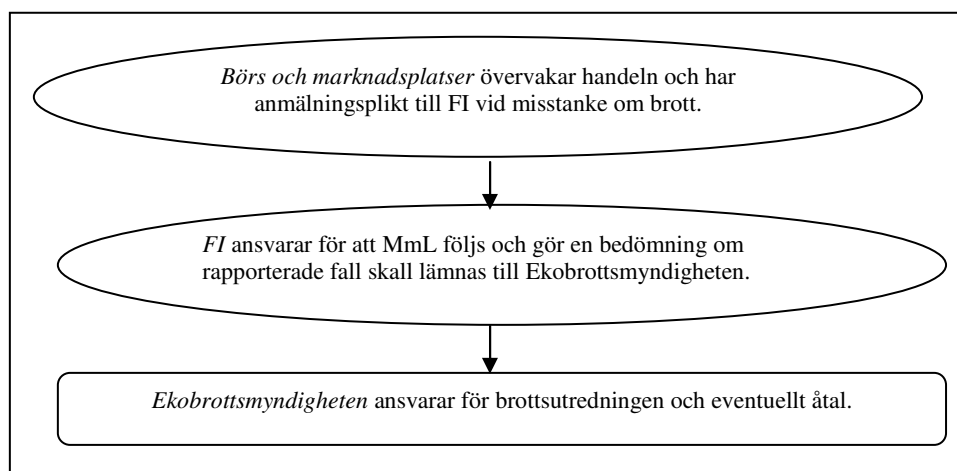
²² A.a s.166

2.4 Övervakning av Marknadsmissbruk

Finansinspektionen (FI) utfärdar tillstånd, utformar regler och utövar tillsyn för att lagen om marknadsmissbruk följs, enligt 16 § MmL. Tillstånden ges till företag som vill erbjuda finansiella tjänster till allmänheten men om företagen missköter sig så kan deras tillstånd dras in. Som komplement till regler och förordningar ger FI ut dels regler i form av föreskrifter och dels allmänna råd. Tillsynsverksamheten omfattar fler marknader och många aktörer. Vid brottsmisstanke skall FI anmäla det till Ekobrottsmyndigheten, enligt 19 § MmL.

I Sverige är Ekobrottsmyndigheten den polis- och åklagarmyndighet som arbetar med ekonomiska brott, oavsett var i landet de har begåtts.²³ FI ska ge Ekobrottsmyndigheten stöd och hjälp om det skulle behövas för att utreda brottslig verksamhet. FI samarbetar med utländska myndigheter för att utbyta information i enlighet med 17 § MmL. Den tillsynsmyndigheten inom EU där FI deltar heter CESR (Committee of European Securities Regulators). Statistik om antalet utredningar om insiderbrott med mera, presenteras i bilaga 1 (Brottsstatistik).

Med insynshandel avser FI handel med aktier i bolag där personen har insynsställning.²⁴ Det föreligger anmälningsplikt vid denna typ av handel och rapportering sker till FI. För att upprätthålla allmänhetens förtroende för insiderhandelsförbudet finns ett offentligt register över insynspersoner. I figur 1 visas händelseförloppet från det att börserna fattar misstankar mot insiderbrott till Ekobrottsmyndigheten.



Figur 1: Uppbyggnaden för övervakning och utredning av insiderbrott.

²³ Prop 2004/05:142 s.170

²⁴ Finansinspektionen B, hämtat 2006-11-20 från: http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage___19.aspx

3. Reglering och påföljder för marknadsmissbruk

Hur regleringen fungerar och vilka alternativ det finns till reglering behandlas i detta kapitel. Vidare behandlas även påföljder för insiderbrott och de alternativa påföljder som finns men som inte används i Sverige idag.

3.1 Reglering

Ur individernas synvinkel är handel med värdepapper av betydelse därför att många har stora delar av sin pension och sitt privata sparkapital i värdepapper. Marknader med handel av finansiella instrument har tre grundläggande uppgifter:²⁵

- I. Den ska underlätta kapitalbildningen då den är en del av kapitalet i företagen.
- II. Ge investerarna möjlighet att hantera sina risker.
- III. Ge information till marknadens aktörer så att de kan fatta korrekt beslut.

För att kunna bedriva en effektiv och konkurrenskraftig kapitalmarknad så är det ansetts nödvändigt med avreglering. Traditionellt sätt har handel med värdepapper varit svagt reglerad, dock har regleringen av insiderhandel gått i motsatt riktning. Det går att urskilja fyra olika skyddsintressen vid insiderreglering:²⁶

- I. Skydd för den part som inte har tillgång till den information som den andra parten har.
- II. Skydd av konfidentiell information för ägaren till informationen.
- III. Skydd för marknadens tilltro till de allmänna marknaderna.
- IV. Skydd mot att en aktör tillgodoser sig information som den inte hade rätt till.

Reglering kan ske genom att staten inför lagstiftning eller andra åtgärder om reglering. Reglering kan även som alternativ överlåtas till marknadens självreglerande organ, så kallad självreglering.²⁷ Självreglering kan ske om exempelvis en branschorganisation eller auktoriserad marknadsplats utan krav från lagen bestämmer vilka regler som ska gälla för medlemmarna. I detta fall är regleringen avtalsrättsligt reglerad. En annan form av reglering är om branschens aktörer utfärdar rekommendationer. Denna form av reglering är inte civilrättsligt sanktionerad, konsekvensen av överträdelse består av exempelvis uteslutande ur organisationen och bad will. Möjligheten för att reglera insiderhandel har av flera anledningar varit problematiskt. Som argument för självreglering framhävs att det är flexibelt och att regelverket snabbare kan anpassas efter situationen på marknaden. Kritik mot detta argument är dock att självreglerande organ inte alltid har ekonomiska resurser som krävs och att det ibland kommer efter med regeländringar. Ett annat argument för självreglering är att potentiella motsättningar mellan marknadens aktörer och ett offentligt tillsynsorgan undviks.²⁸ Sanktionerna som uteslutning och den badwill den medför kan av aktörerna upplevas som mer negativt än exempelvis böter.²⁹ Andra argument för självreglering är att marknadens aktörer är experter på sitt område och att det är lämpligt att de får vara med och ta fram regler. Den kostnad som uppstår vid självreglering är låg samt att den inte belastar staten då marknaden står för den. Med självreglering kan utförligare normativa standarder utföras, till skillnad från lagstiftning där det ofta endast utges minimikrav. Självreglering av marknaden medför en

²⁵ Prop 2004/05:142 s.40

²⁶ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.38

²⁷ Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.40 ff

²⁸ A.a s.41

²⁹ Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.41

minskad belastning av rättssystemet. Kritiker mot självreglering framhåller att självreglering medför en osäkerhet angående rättssituationen på området. Vidare menar de att det finns för begränsade sanktionsmöjligheter i Sverige som avskräcker företagen från att bryta mot reglerna. Ett annat argument de framhåller är att de självreglerande organen kan ha partsintresse och därför tappa övriga parter förtroende. Självsanering och etisk normgivning har störst effekt på en relativt avgränsad marknad där det är ett fåtal aktörer och begränsat antal utländska investerare.³⁰

Att reglera en marknad behöver inte automatiskt innebära att det blir bättre än vad det var innan regleringen. Införandet av regleringar kommer i regel efter marknadsmisslyckanden som har medfört negativa konsekvenser för marknadens aktörer och skadat allmänhetens förtroende. Misslyckanden med regleringar kan bero på många faktorer. Exempel på faktorer är verkställningsbrister som kan vara på det rättsliga planet eller organisatoriska förhållanden inom och mellan myndigheter.³¹ Vid reglering av en marknad så kan regleringen överlämnas till branschen själv och myndigheterna kan hota med lagstiftning om det skulle behövas. En mer strikt väg att gå är att enbart införa lagstiftning. Det kan ske genom reglering från EU och lagstiftning i Sverige.

3.1.1 Regelteoretiskt perspektiv

Sandberg framhåller det regelteoretiska perspektivet vid en bedömning om insiderhandel bör tillåtas eller inte.³² Perspektivet bygger på de två dimensionerna normativ och positiv. Normativ dimension används för att analysera vilket alternativ som är bäst ur ett samhällsekonomisk synvinkel. Den positiva dimensionen används därefter för att analysera de faktorer som påverkar lagstiftarens val. Sandberg hänvisar till en undersökning gjord av Seyhun³³ gjord där det framgår att strängare straff inte leder till minskad insiderhandel och att insiderhandel inte i betydande omfattning har medfört nackdelar för samhället.³⁴ Undersökningen visar även att det är svårt att bevaka insiderhandeln och att stora resurser överförs från produktionen till reglering och övervakning. Seyhun kom även fram till att aktiekursen gör större förändringar när bolagen släpper sina finansiella rapporter vid ett förbud mot insiderhandel. Detta därför att all information släpps på en gång istället för lite i taget vilket gör att aktiekursen gör fler men mindre förändringar, vilket sker om insiderhandel vore tillåtet. Ur detta perspektiv är insiderhandel positivt för samhället och bör således inte förbjudas.

3.2 Påföljder

I Sverige och många andra europeiska länder var det tidigare accepterat med insiderhandel. En tydlig tendens i de länder som har lagstiftning mot insiderhandel är att det är få aktörer som åtalas för insiderbrott och än färre som blir dömda.³⁵ Grunden för ett kriminaliserande är att det ska ge ett allmänpreventivt skydd, de vill säga en avskräckande verkan för att begå brott. Regleringen måste ta hänsyn till att tillämpningen av reglerna ska ske effektivitet och snabbt, men även ge rättssäkerhet och integritet för de enskilda aktörerna. Av betydelse för

³⁰ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.34

³¹ BRÅ, *Forskning om ekonomisk brottslighet*, s.78

³² Sandberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.43

³³ Seyhun H, *The effectiveness of the insider-trading sanctions*

³⁴ Sandberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.47

³⁵ Hetzler, *Insiderbrott och reglering av värdepappersmarknaden – en värdefråga?*, s.75

regleringens effekt är den reglerande aktörens möjlighet att agera.³⁶ Utan effektiva åtgärder förlorar regleringen sin funktion. Kapitalmarknaden har traditionellt ansetts fungera bäst utan styrande och regleringar samt att aktörerna är vana med frihet. Eventuella sanktioner kan utgå från offentlighetsrättlighet via en offentlig myndighet eller civilrättsligt i form av skadestånd. I straffrätten är en grundprincip legalitetsprincipen som innebär att straff ej får utdömas utan direkt stöd i lagen. Under 1990-talet fick insiderbrott ökad uppmärksamhet och rimligen kommer det även i fortsättningen att läggas resurser på att finna misstänkta fall.³⁷

Marknadens aktörer, även de som avser att följa lagen, upptäcker nya sätt att pröva lagens gränser för vad som är olovligt eller inte för att de vill få maximal avkastning. Internationellt sätt är trenden att det ska avregleras, med undantag för EU som driver en motsatt linje.³⁸ Vid införandet av Marknadsmissbrukslagen diskuterades om brott mot denna lag ska dömas i domstolen eller inte, dock kom man fram till gärningens karaktär lämpligast bedöms av domstol.³⁹ Det är inte uteslutet att vissa beteenden skulle kunna beviras med administrativa åtgärder, dock kan de inte ge några praktiska exempel där det skulle vara möjligt.⁴⁰

Brott mot marknadsmissbruk kan i USA medföra en avgift på upp till tre gånger vinsten av insiderhandeln.⁴¹ En uppgiftslämnare som tipsar myndigheten kan få en del av vinsten i belöning. Den som bröt mot marknadsmissbruket kan förutom böter även få förbud mot fortsatt yrkesutövning samt förbud mot att arbeta på en högre befattning inom ett börsnoterat företag.⁴² Kritik mot straffrättslig lagstiftningen menar att det framförallt är praktiska skäl som talar emot en straffrättslig reglering.⁴³ Exempelvis medför straffrättslig lagstiftning en hög belastningsnivå som i kombination med begränsade resurser och hög bevisnivå inte tillfredställer antalet åtalade för att motivera lagen. Fördelar med avgiftssanktioner är att det går att driva civilrättslig process, en lägre bevisnivå och att det är effektivt i preventivt syfte då aktörerna kan krävas på information, insiderinformation som ska motverka insiderhandel. I Sverige sa Finansinspektionen nej till ett administrativt sanktionssystem i DS 2000:4.⁴⁴ Det är ett förvånande val då det är få som döms för insiderbrott i Sverige. Att det krävs en hög bevisnivå skapar i och för sig en säkerhet för att inte oskyldiga ska dömas. Nackdelen blir dock att bevisnivån kan bli så hög att det blir svårt att fälla skyldiga. De som förespråkar fri insiderhandel bör därför vilja att förbudet tas bort eller att bevisnivån blir så hög som möjligt för att undvika fällande domar. Det minst tilltalande alternativet för insiderförespråkarna torde vara självreglering. Utifrån de som förespråkar ett förbud torde därför föredra självreglering framför lagstiftning. Det diskuteras dock i EU om att införa administrativa sanktioner.

³⁶ Durnev & Nain, Unanticipated effects of insider trading regulation, s.24-25

³⁷ BRÅ, *Ekobrott – utvecklingen av några centrala brottstyper*, s.7

³⁸ BRÅ, *Forskning om ekonomisk brottslighet*, s.78

³⁹ SOU 2004:69 s.12

⁴⁰ A.st.

⁴¹ Samuelsson et al, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet – en kommentar*, s.138

⁴² Hetzler, *Insiderbrott och reglering av värdepappersmarknaden – en värdefråga?*, s.84

⁴³ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.36

⁴⁴ Hetzler, *Insiderbrott och reglering av värdepappersmarknaden – en värdefråga?*, s.85

4. Domstolsbedömningar av insiderbrott

Det finns få rättsfall på området som berör insiderbrott och än färre fällande domar. Det finns enbart ett fall som har gått till HD, *Transatlantic* NJA 1994 s.404. De övriga rättsfallen är fördelade på HovR och TR. En sammanfattning av vart och ett av de totalt 15 rättsfallen beskrivs i bilaga 2 (Rättsfall). Följande rättsfall behandlas:

- *Fermenta* (RH 1990:102, 1990-03-01)
- *Export AB Norden* (Göta hovrätt B 320/90, 1991-05-03)
- *Transatlantic* (NJA 1994 s.404, 1994-06-14)
- *Atle* (Svea hovrätt B 2118/94, 1995-06-02)
- *Clock* (Stockholms tingsrätt B 14-1829-96, 1996-10-30)
- *VBG Produkter AB* (Svea Hovrätt B 291/95, 1996-12-13)
- *Elekta* (Stockholms tingsrätt B 2705-99, 1999-12-09)
- *Åhusglass* (Kristianstad tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07)
- *Alfaskop* (Svea Hovrätt B 6675/00, 2001-10-30)
- *Pinkerton* (Svea Hovrätt B 1461-01, 2002-06-20)
- *Metallfacket* (Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07)
- *Warranter* (Stockholms tingsrätt B 6625-00, 2002-05-14)
- *Aktie-SM* (Uppsala tingsrätt B 505-03, 2003-04-03)
- *Billerud* (Hovrätten över Skåne och Blekinge B 1110-04, 2005-04-22)
- *Tivox* (Svea hovrätt B 3917-06, 2006-12-20)

Det kanske mest kända fallet är *Fermenta*, i detta fall har även det strängaste straffet utdömts, sex års fängelse. I detta fall ansåg domstolen att det icke offentliggjord information hade använts och skenavtal hade upprättats för att falska fakturor hade använts.

Fallet om *Export AB Norden* visade en negativ effekt av insiderförbudet då den sjuka styrelseordförande ville avveckla sitt innehav för att enligt honom finansiera sin sjukdom. Insiderförbudet medför att flexibelt handlande för personer i företagsledningen begränsas, vilket även påverkar likviditeten på marknaden då pengarna blir låsta under viss tid i bolaget. Ett annat exempel på inlåsning är fallet *Elekta* där en koncernledningsdeltagare ville avyttra sitt innehav innan en förväntad förlust blev definitiv men som fälldes för insiderbrott. Att se sitt sparkapital elimineras och inte få göra något åt det kan medföra en stor psykisk påfrestning och en privatekonomisk katastrof. En sådan situation kan medföra att den drabbade kommer försöka minska sin personliga förlust, även om det olagligt. En annan konsekvens av att inte låta insiderpersoner handla är att de kan bli motvilliga att personligen investera i bolaget då de inte kan ändra sitt aktieinnehav vilket de skulle kunna göra aktivt i andra bolag. Företag utan företagsledare som innehar finansiella instrument i bolaget går emot principen som tillämpas för att motivera bland annat incitamentsprogram, ledare med personligt innehav i bolaget blir mer engagerade i bolagets utveckling. Ett tredje exempel på inlåsning framgår i fallet om *Åhusglass* där styrelseordförande ville avsluta sitt engagemang i bolaget och avgick från sin post samt sålde sitt innehav. Det var dock ett brott mot insiderförbudet då han hade insiderinformation och trots att han avgick från sin post fick han inte sälja sitt innehav.

När det ska vara acceptabelt att genomföra en affär med en insider kan tolkas utifrån domen i målet om *Transatlantic* där HD kom fram till att om affärer som görs upp mellan två för varandra kända parter inte omfattades av LVM, om affären görs upp genom avtal och

förhandlingar. Att ta ett steg från den snabba elektroniska handeln för att tvinga parterna till en långsammare process är rimligen inte en fördel för en effektiv handel där informationen når snabbt ut till marknaden. Att VML inte var tillämplig i detta fall tyder på att tanken bakom VML var att handeln i sådana situationer skall vara möjlig och att man anser att köparen då vara mer riskavert och medveten om det.

En god tanke kan straffas vilket fallet om *Atle* visar. Atles styrelseordförande ville skydda tre av staten finansierade riskkapitalbolag genom att förhindra att det blev uppköpt av privata bolag. Konsekvensen blev dock att när styrelseordförande köpte aktier för Atles räkning i riskkapitalbolagen så gjorde han sig skyldig till insiderbrott därför att han i sin befattning hade fått reda på att ett uppköp var att vänta och därmed hade han insiderinformation. Även om en aktör inte har säker information om bolagets kommande ekonomiska utfall så kan det räcka med att ha information om preliminära värden för att det ska betraktas som insiderhandel, enligt *Clock* fallet.

Bokslutskommunikéns betydelse diskuterades i hovrätten i fallet om *VBG Produkter AB*. Där kom de fram till att de förväntade resultatförbättringar som tydligt framgår i den offentliggjorda bokslutskommunikén är godtagbart för att inte föranleda insiderhandel.

I fallet om *Metallfacket* kan man konstatera att det i detta fall var så att om aktiekursen har avspeglat informationen så gör man sig inte skyldig till brott om man handlar med aktien. Av *Pinkerton* fallet framkommer att analyser av offentlig information inte medför insiderinformation. Det ska tydligt framgå att det rör sig om insiderinformation och inte endast ett vagt uttalande om framtida utveckling fastslås i *Tivox* fallet.

Det finns problem med affärer som baserar sig på aktiekurser vilket fallet *Alfaskop* visar. Där lämnades köpordrar som senare drogs tillbaka för att på så sätt påverka aktiekursen, vilket inte var acceptabelt. Att ställa ut för höga priser på köpordrar är heller inte acceptabelt, enligt fallet *Aktie-SM*. I fallet om *Billerud* framkom även där att det inte var acceptabelt att ställa ut köpordrar för att påverka aktiekursen. Att avsiktligt manipulera en räknemaskin genom att ställa ut köp och säljordrar för att erhålla ett förmånligt värde för finansiellt instrument är även det oacceptabelt, enligt fallet *Warranter*. Skillnaden mellan insiderhandel och kursmanipulation är att en person som handlar med insiderinformation medverkar till en mer korrekt aktieprisbild till skillnad från en person som utför kursmanipulation då denna person försöker driva bort priset från det verkliga priset. Utifrån denna synvinkel är kursmanipulation enbart negativt för marknaden medan insiderhandel är eller kan vara positiv för marknadens effektivitet.⁴⁵

⁴⁵ Prop 2004/05:142 s.40

5. Argument för och emot förbud av insiderhandel

Det finns många argument för respektive emot ett förbud av insiderhandel. Flera av argumenten bygger på samma grund men belyser olika konsekvenser. För att tydliggöra konsekvenserna presenteras argumenten var för sig. Kapitlet avslutas med en diskussion om argumenten.

5.1 Argument mot insiderförbud

- **Ingen skadas**

Ingen skadas av insiderhandel är ett av de grundläggande argumenten bland kritikerna till insiderförbudet.⁴⁶ Detta kan visas med följande exempel. Anta att A har insiderinformation och köper 100 aktier av B. Att ingen tar skada grundar sig på att B skulle ha sålt sina aktier till samma pris oavsett om A köpte de eller om någon annan köpte aktierna. I detta fall har A kunnat köpa aktierna till ett för honom fördelaktigt pris och B kunnat sälja aktierna till sitt önskade pris, de vill säga båda parterna har kunnat genomföra affären utifrån sina egna önskemål. Kritik mot detta resonemang bygger på att A kan ha erbjudit ett pris över marknadspriset för aktierna och på detta sätt förmått B att sälja aktierna. Förespråkarna försvarar sig med att ett bud på en anonym aktiemarknad medför en risk för säljaren men att det är upp till säljaren att bedöma om det är rimligt att sälja aktierna. Vidare försvarar förespråkarna insiderhandel med att ett bud över marknadspriset driver upp aktiepriset mot en rimligare nivå baserat på insiderinformationen och att detta gynnar aktieägarna, därför att aktiepriset kommer gå upp.⁴⁷ Kritikerna mot förbudet menar därför att det är olämpligt att lagstifta mot något som ingen tar skada av.

- **Mer korrekt prisbild**

Det korrekta priset är det pris som skulle vara om all information fanns tillgänglig.⁴⁸ Manne förespråkar att insiderhandel driver aktiepriset till det korrekta värdet och att insiderhandel därför bör tillåtas.⁴⁹ Mannes analys av kursutvecklingen vid insiderhandel bygger på antaganden om att priset befinner sig i jämvikt, att inga externa faktorer förutom insiderinformation påverkar priset och att värdet på ny information är fastställt.

Utan ett insiderförbud kommer insidern komma i besittning av informationen innan andra aktörer. Aktiens initiala pris är P_1^* (vid tid 1 i figur 2) och när insiderinformation blir känd kommer det nya priset bli P_2^* (vid tid 13 i figur 2). När signaler om ett nytt pris kommer till marknaden måste de tolka om de tror på en förändring eller inte. Därför kommer inte en förändring ske omedelbart, utan en successiv förändring från P_1^* till P_2^* kommer att ske. Hastigheten på förändringen beror på hur väl signalerna kan tolkas och efter en viss handel kommer även de som inte först uppfattade signalerna att börja handla vilket medför en än snabbare ökning av priset.⁵⁰

Det som händer med aktiepriset vid ett insiderförbud är att ingen handlar innan insiderinformationen är offentliggjord och därför sker inga successiv prisförändring. Vid

⁴⁶ Manne, Insider trading and property rights in new information, s.933-935

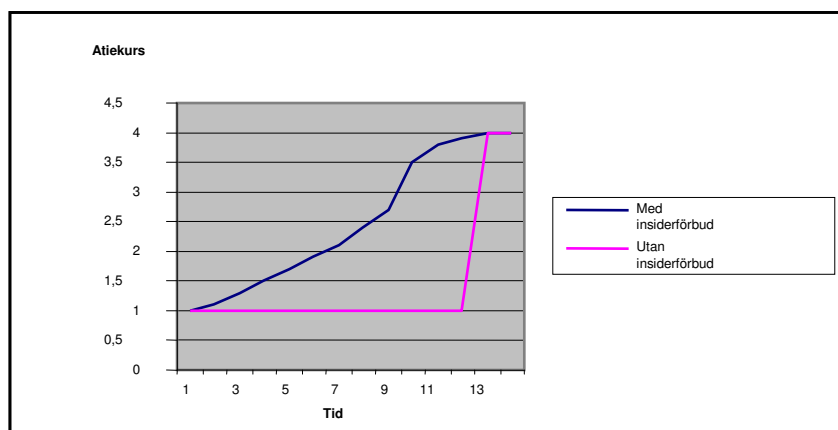
⁴⁷ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.29

⁴⁸ Bainbridge, *Insider trading*, s.777

⁴⁹ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.29 och SOU 2004:69 s.12

⁵⁰ Manne, Insider trading and the stock market, s.189 ff

tidpunkten för offentliggörandet kommer priset omedelbart stiga till det nya jämviktspriset P_2^* (tid 13 i figur 2).⁵¹



Figur 2: Manne teori om aktieprisutveckling med och utan insiderförbud.

Med ett förbud riskerar aktörerna alltså att handla till ett oriktigt pris som kan leda till sämre beslut och därmed bli ineffektivt för många aktörer. Manne menar att insiderhandel är det minst kostsamma alternativet för att medföra den korrekta prisbilden, att göra det på annat sätt är mer socialt kostsamt. Vid bedömningen av om insiderhandel bör förbjudas menar Manne man har utgått från juristernas syn, de vill säga en bedömning om det är rättvist för de involverade parterna istället från en objektiv ekonomisk synvinkel som inte beaktar moraliska aspekter.

- **Effektivare informationsspridning**

Signaleringsteorin utgår från att marknaden inte har all information och att priset på aktien därför inte är korrekt. Signaler är exempelvis att en insider köper eller säljer aktier, finansiella beslut av bolaget och avhopp av nyckelpersoner.⁵² Dessa signaler fångas upp av marknaden som därefter agerar den som om den hade insiderinformation. På detta sätt påverkas aktieprisets genom förändringar i tillgång och efterfrågan. Forskning har visat att insiderhandel leder till ökad effektivitet och minskad osäkerhet på marknaden.⁵³ Insiders tenderar till att få andra att köpa samma aktier som de själva därför att det leder till ett minskat utbud som resulterar i en aktiekursuppgång.⁵⁴ En sådan situation är Pareto effektiv, de vill säga ingen får bättre utan att någon annan får det sämre. Utifrån en nationalekonomisk synvinkel så medför insiderhandel en effektivare informationsspridning till marknaden som i sin tur bidrar till en effektiv marknad.⁵⁵ Med effektiv informationsspridning avses den tid det tar för ny information innan den avspeglar sig på aktiens marknadspris.

- **Kostsamt med reglering**

Ett argument mot en reglering är att all reglering är kostsam och att lagstiftning därför bör undvikas för insiderhandel.⁵⁶ Eventuell kostnad som uppstår på grund av insiderhandel är företagets kostnad och inte marknaden. Kostnaderna för att skapa ett förbud och att se till att förbudet följs är betydligt mer än de eventuella positiva effekter ett förbud medför.

⁵¹ Manne, Insider trading and the stock market, s.189 ff

⁵² Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.30

⁵³ Lustgarten & Mande, The effect of insider trading on financial analysts forecast accuracy and dispersion, s.311

⁵⁴ Bernhardt et al, Investment and insider trading, s.501

⁵⁵ A.a s.44 ff

⁵⁶ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.29

- **Definitionsproblem angående insiders**

Kritik har riktats mot definitionen av begreppet insiders. En vid definition kan på ett negativt sätt påverka exempelvis de som arbetar med aktieanalyser men å andra sidan så kan en svag definition vara orättvis.⁵⁷ I MmL behandlas alla som insiders om de har tillgång till icke offentliggjord insiderinformation.

- **Belöning till företagsledare**

Den så kallade pilotskolan menar att insiderhandel är en belöning till företagstoppar och att detta motiverar företagsledningen att arbeta för företagets bästa.⁵⁸ Ersättningsargumentet bygger på att betydande nyckelpersoner i bolagen inte får tillräcklig kompensation och därför ska få använda insiderinformation. Att få använda insiderinformation ses då som att de har förtjänat det och att informationen är en rimlig kompensation.⁵⁹ Insiderinformationen kan även ses som kompensation till entreprenörer som chansar på att utveckla nya innovationer. Ersättningsargumentet menar att insiderhandel är en del av arbetet och tar inte hänsyn till eventuella konsekvenser insiderhandeln får för andra aktörer.⁶⁰ Med denna belöningsform skulle företagen kunna minska bonus och andra incitamentsprogram. Kritik mot detta är att denna form av belöningsmetod inte medför en garanti för avkastning. Hetzler menar att näringslivets toppar måste ha självbehärskning och inte utnyttja den insiderinformation de har tillgång till om de inte vill förlora investerarnas förtroende.⁶¹

- **Svårt att kontrollera att reglerna följs**

Reglering om insiderhandel är svårt att kontrollera. Insiderhandel är dels svårt att upptäcka då det kan ske genom bulvaner eller via utländska bolag och dels svårt att bevisa. Då insiderhandel i Sverige är straffrättsligt reglerad ställs det höga beviskrav vilket medför att det är svårt att få en fällande dom. Om inte lagstiftningen följs så finns risken att det påverkar allmänhetens förtroende för lagen, inte bara avseende insiderlagen utan även lagen som helhet urholkas och därför bör insiderhandel tillåtas.⁶²

Insiderbrott är en typ av brott där inte gärningsmannen direkt kan se sitt offer, därför är det vanligt att aktörer som utför brottet anser att det inte vållar någon annan skada. Detta försvårar möjligheten att övertyga insiders om att insiderhandel inte ska vara tillåtet. Utifrån rättssociologisk syn är det svårt om inte verkningslöst att reglera ett beteende och upprätthålla ett förtroende för reglerna om reglerna skiljer sig mycket åt från allmänhetens uppfattning om förhållandet.⁶³ Det blir därför svårt att upprätthålla ordningen och döma de skyldiga.

- **Rätten till egenproducerad information**

Vem som har rätt till egenproducerad information är ett annat problem som används som argument mot insiderförbudet. Argumentet bygger på att de individer som skapar informationen även har rätt till informationen även om det är insiderinformation. Detta argument behandlar dock ej vilka konsekvenser detta får för förtroendet för marknaden eller om den informationen som skapas på en arbetsplats skall tillhöra arbetsgivaren och inte arbetstagaren.⁶⁴ Insiderinformation kan betraktas som en egendomsrätt och skall då regleras

⁵⁷ Hatzler, *Insiderbrott och reglering*, s 79

⁵⁸ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.30

⁵⁹ Hetzler, *Insiderbrott och reglering*, s.77

⁶⁰ A.a s.79

⁶¹ BRÅ, *Forskning om ekonomisk brottslighet*, s.78

⁶² Sandeberg, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.46

⁶³ Hetzler, *Insiderbrott och regleringar*, s 80

⁶⁴ A. a.s.79

via avtal.⁶⁵ Det medför att arbetsgivaren kan välja om informationen skall betraktas som företagets egendom eller ej.

- **Gynnar företagets utveckling**

Insiderhandel gynnar bolagets utveckling därför att insiderhandel kommer att medföra aktivare ägare som ständigt söker information för att bli mer lönsamma och erhålla bättre avkastning, vilket skulle kompensera deras kostnader för informationssökandet.⁶⁶ De mindre ägarna som inte är lika informerade vet om det och därför reflekteras det redan i aktiens prissättning.

- **Vanligt beteende**

Ett beteende som är relativt vanligt förekommande är det icke optimalt att lagstifta mot. Detta därför att en lagstiftning mot det beteendet medför konsekvenser exempelvis i form av att missnöje samt att de inte respekterar lagen. Idag gäller lagstiftning mot insiderhandel, men det innebär inte att alla accepterar förbudet. Motståndarna mot förbudet kan hamna i konflikt mot gällande lagar och fortsätta sina affärer som innan förbudet, vilket ger betydande fördelar på bekostnad av godtrogna motparter. Det är därför av betydelse att lagstiftningen upplevs som legitim av aktörerna, för att de skall följa den.⁶⁷

- **Påverkar inte allmänhetens förtroende för marknaden**

Nyliberala ekonomer menar att insiderhandel inte minskar förtroendet för eller integriteten hos marknaden.⁶⁸ Det är svårt att visa vad som verkligen påverkar allmänhetens förtroende och det saknas empiriska bevis på att insiderhandel skadar allmänhetens förtroende och investeringsbenägenhet.⁶⁹ Utan att vara helt säker på sin sak är det icke rimligt att lagstifta mot det.

5.2 Argument för insiderförbud

- **Rättighet för företaget att hålla information hemligt**

Utan ett förbud mot insiderhandel så uppstår en olämplig informationsspridning utifrån informationsägarens perspektiv. Företagen måste därför ha rätt att hålla information hemlig.⁷⁰ Vid insiderhandel kan marknaden få upp ögonen för ett område som företaget inte vill offentliggöra vid den aktuella tidpunkten. Kritiker menar dock att företaget kan av olika skäl vilja hålla ett projekt hemligt, exempelvis utvecklingen av en ny maskin ur konkurrenssynpunkt. Utvecklingen av maskinen medför dock att kursen inte är korrekt värderad och att insiderhandel skulle driva upp priset mot en mer rimlig nivå utan att företaget behövde lämna allmän information angående utvecklingen av maskinen.

- **Företaget äger informationen**

Den information som tas fram på en arbetsplats tillhör arbetsgivaren, menar förbudsforespråkarna.⁷¹ Då företaget rimligen äger informationen bör de själva även bestämma om och när den ska offentliggöras. De signaler som sänds till marknaden då aktörer

⁶⁵ Hetzler, *Insiderbrott och reglering*, s 79

⁶⁶ Sandeberg, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.44

⁶⁷ Hetzler, *Insiderbrott och reglering*, s.79

⁶⁸ A.st.

⁶⁹ Manne, *Insider trading and property rights in new information*

⁷⁰ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.31

⁷¹ A.a s.33

med insiderinformation kan påverka företaget negativt om det från företagets perspektiv kommer vid fel tidpunkt.⁷² Det är därför orimligt att de anställda gör privata förtjänster på företagets bekostnad. Även andra personer som inte har tagit fram informationen kan eventuellt också göra sig vinster, vilket medför att den informationen inte bara gynnar de som tagit fram den. Insiderhandel medför på så sätt en orättvis behandling för andra aktörer på marknaden som saknar insiderinformationen. Därför kan allmänhetens förtroende skadas och endast de med specialistkunskaper kan handla med värdepapper.

▪ **Informationen sprids inte effektivt**

Teorin om effektiva marknader bygger på att priset för en aktie i en öppen och utvecklad marknad baseras på tillgänglig information om bolaget och dess verksamhet.⁷³ Denna teori menar att informationen är en förutsättning för att aktien ska ha sitt rätta pris och effektiviteten på marknad beror på hur snabbt informationen återspeglar sig på aktiepriset. Ett kännetecken för en effektiv marknad är att alla aktörer har tillgång till all information och att den är gratis att ta del av. Förbudsförespråkarna menar att insiderhandel inte är ett effektivt sätt för informationsspridning och prissättning av aktien.⁷⁴ Detta därför att insiderhandlarna kan ha anledningar att vilja dölja sina transaktioner för att informationen inte ska spridas vidare till andra personer. Motiv till att de skulle vilja dölja transaktionen är att exempelvis andra i företaget som befinner sig längre ned i hierarkin ska få ta del av informationen först och kunna köpa aktier till ett fördelaktigt pris. I detta fall kommer inte aktiepriset att påverkas direkt och argumentet som menar att insiderhandel skulle leda till en rimligare prisbild skulle då icke gälla.

▪ **Prissättningsnivå**

År 2001 vann George Akerlof Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne för sin beskrivning av marknadens behov av information utifrån hans citronteori.⁷⁵ Han menar att köparen måste erhålla information om varorna som säljs för att det priset ska ligga på en korrekt nivå. Detta kan exemplifieras med att en säljare har information om en varas egenskaper som inte köparen har. Köparen vet om att säljaren har mer information än köparen och därför vill inte köparen betala mer än det pris som är rimligt baserat på köparens information. Säljaren kan därför inte sälja varan till det pris den är värd då det ligger över köparens bud. Säljaren har då valet att göra en dålig affär genom att sälja den till det lägre priset eller avstå från att sälja varan. Om situationen hade varit omvänd, de vill säga att säljaren vill sälja en dålig vara till ett pris som säljaren anser är lämpligt så kommer utbudet att bestå av främst dåliga varor. Detta leder till att köparen kommer att förknippa en betydande risk vid köp av varor. I en situation där säljaren har en bra vara så kan den försöka upplysa köparen om det, dock kan inte köparen avgöra om det är sant eller ej. Därför kommer resultatet att bli att det omsätts färre aktier och de aktier som bjuds ut är dåliga. Utifrån citronteorin är det lämpligt att reglera marknaden för insiderhandel.⁷⁷

▪ **Insiders vill inte dela med sig av informationen**

Insiderhandel medför att informationen inte kommer att spridas effektivt därför att insidern först kommer se till att få personlig vinning innan informationen sprids vidare. Detta medför

⁷² Sandeberg, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.43

⁷³ A.a s.27

⁷⁴ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.32 ff.

⁷⁵ Akerlof, *The market for lemons*

⁷⁶ Nobelprize, hämtat 2007-01-07 från: http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/public-sv.html

⁷⁷ Sandeberg, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.29

att det kommer uppstå ett informationsgap mellan aktörerna och prissättningen på aktien kommer inte spegla det verkliga värdet.⁷⁸

Insiders kan ha incitament för att påverka marknaden på ett icke korrekt sätt.⁷⁹ Detta kan exempelvis vara om insidern har information om att aktien är undervärderad på grund av en framtida händelse så kan insidern agera som att aktiekursen kommer att sänkas. Efter aktiekursnedgången så köper insidern aktier och gör på detta sätt en större förtjänst än om kursen inte hade gått ner. Manipulationen av marknaden kan rimligen skada förtroendet både för företaget och för marknaden som helhet.

▪ **Ökad risk för investerare**

Ekonomiska argument mot insiderhandel är att det leder till en ökad risk för potentiella investerare. Detta grundar sig på att om två parter som ska handla med varandra och den ena kan ha mer information, de vill säga det råder en ojämn informationsfördelning (asymmetrisk information) så ökar risken för den part som inte har informationen. I detta fall finns det en risk för att parterna misstänker att den andra parten har mer information än de själva och därför torde det leda till en ökad skillnad mellan köp- och säljkurserna än det hade varit om ingen av parterna kunde ha mer information. Detta skulle då kunna påverka aktörers förtroende för marknaden och leda till mindre handel.⁸⁰

▪ **Minskad likviditet**

Insiderhandel kan på ett negativt sätt påverka marknadslikviditeten. Detta därför att en aktör rimligen undandrar sig från att göra affärer med en insider. Detta leder till ett minskat förtroende för marknaden som i sin tur medför färre avslutade affärer och färre aktörer på marknaden.⁸¹ Med minskat antal transaktioner kommer marknaden totalt sett få sämre likviditet.⁸²

▪ **Orättvist och omoraliskt**

Moraliskt argument är att det skulle vara orättvist om vissa aktörer får informationsfördelar som de kan tjäna pengar på.⁸³ I det moraliska argumentet framhävs att de ekonomiska följderna efter en insideraffär är olämpliga för marknaden och dess aktörer.⁸⁴ Ett argument från den juridiska sidan är att marknaden ska bygga på rättvisa regler som gäller alla aktörer på marknaden oavsett om insiderhandel skapar en effektiv marknad.⁸⁵ Fokus i marknadsrättsperspektivet ligger inte på individerna utan på att marknaden själv som ska skyddas. Detta därför att man vill att det ska finnas ett förtroende för marknaden. Det moraliska argumentet har haft viss betydelse vid utformningen av direktivet och nämns ibland som det starkaste skället mot insiderhandel.⁸⁶

▪ **Skyddar förtroendet för marknaden**

Möjligheten för privatpersoner att investera sitt sparkapital i värdepapper är ett alternativ till traditionellt sparande på sparkonto. Värdepappersmarknadens funktion är för samhällsekonomin att omfördela risken mellan sparande och spenderande. Allmänhetens

⁷⁸ Fishman & Hagerty, *Insider trading and the efficiency of stock prices*, 106 ff

⁷⁹ Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s.33

⁸⁰ SOU 2004:69 s.12

⁸¹ Sandeberg, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.43

⁸² SOU 2004:69 s.59

⁸³ Sandeberg, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, s.43

⁸⁴ SOU 2004:69 s.59

⁸⁵ Hetzler, *Insiderbrott och reglering*, s.

⁸⁶ SOU 2004-69 s.12

förtroende är av stor betydelse för samhällsekonomin vilket framhävs i motivet till lagstiftningen på aktiemarknaden.⁸⁷ I propositionen till IL beskrivs att brist på rättvisa i form av asymmetrisk information skulle minska aktörernas förtroende för marknaden och att det kunde leda till minskad omsättning och sämre marknadseffektivitet.⁸⁸ Allmänhetens förtroende i sig saknar egenvärde, men att det garanterar marknadens funktion som handel med risker som skapar riskkapital. En grundförutsättning för att allmänheten ska ha förtroende för marknaden är att värdepapperna har korrekt pris på så sätt att priset avspeglar all tillgänglig information om värdepappret. Utifrån de börsrättsliga reglerna är det viktigast att en korrekt prissättning ges. Det dominerande rättspolitiska argumentet i Sverige för insiderlagstiftning är att lagstiftningen behåller allmänhetens förtroende för marknaden.⁸⁹ Kritik mot detta kommer exempelvis från Afrell som menar att förtroende är subjektivt.⁹⁰ Argument som bygger på subjektivitet är begränsade och att det därför är svårt att lägga större vikt vid dessa argument.

Ur ett ekonomiskt perspektiv kan en insideraffär ses som en kollektiv vara där förtroendet hos marknadens aktörer kan skadas. Aktören som gör en insideraffär gynnar sig själv utan hänsyn till andra och de aktörer som inte är inblandade i affären kan påverkas negativt av affären. Utifrån denna synvinkel är förtroendet en kollektiv vara som då skadas, vilket är ett marknadsmisslyckande. För en effektiv marknad är ett gott förtroende en förutsättning. Kritik mot argumenten om förtroende är att det är svårt att mäta och att det inte är helt klart vad som påverkar marknadens förtroende. Rimligen torde insiderhandel och marknadsmanipulation dock negativt påverka förtroendet hos aktörerna.⁹¹

5.3 Diskussion om argumenten

De argument som förs fram för och emot förbud av insiderhandel är ofta varandras motsatser. Det saknas en tydlig grund om vad de anser gemensamt stämmer överens.

Agent och principal teorin går ut på att det kan uppstå intressekonflikter mellan framförallt ledningen och aktieägarna med agentkostnader som följd. För att kunna utreda problemet om vem som får bära kostnaderna med ett förbud utreds först de olika synsätten angående vem som äger informationen och vilka konsekvenser det kan medföra. Att informationen som skapas på arbete rimligen borde tillfalla arbetsgivaren är en åtgärd som kan regleras i anställningsavtalet. Det är svårt att dra en exakt gräns för när det inte ska vara tillåtet att utnyttja informationen då insiderinformationen kan baseras på uppfattningar som personen analyserar utanför arbetet för att skaffa sig den slutgiltiga beslutet. Dock torde det vara rimligt att information som erhålls under arbetstid som är kopplad till tjänsten ska gynna bolaget och inte individen. För att företagen ska vara motiverade att arbeta med forskning och utveckling är det av stor betydelse att de själva kan avgöra när det ska presenteras. Det är därför rimligt att företagen hemlighåller informationen trots att aktiekursen inte blir korrekt värderad. Att betrakta insiderinformation som belöning till bolagsledare är en kontroversiellt åsikt. Det finns dock en poäng i att om insiderinformation användas som belöningsform så skulle bolagen kunna minska bonusavtalen och andra incitament som direkt påverkar bolagets resultaträkning. Att det skulle leda till lägre kostnader för bolaget bygger dock på att andra

⁸⁷ Sandeberg, Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation s24, se även prop 1991/92:113 s.84, prop 1995/96:215 s.1

⁸⁸ Prop 1990/91:42 s38

⁸⁹ Hetzler, *Insiderbrott och reglering*, s.78

⁹⁰ A.st.

⁹¹ SOU 2004:69 s.59

incitamenten då minskas. Detta kan dock ställas mot att företaget kan drabbas negativt av konkurrensskäl om informationen blir offentlig innan företaget vill det. Det som blir insiders vinst kan då påverka företaget negativt.

Det marknadsorienterade synsättet menar att insiderhandel medför olika externa kostnader. En akties värde bygger på det diskonterade värdet av framtida utdelningar, vilket får uppskattas då man inte med säkerhet vet det. Vidare kan man inte säga med säkerhet att bolaget som aktien är kopplad till kommer att överleva i framtiden. Det så kallade korrekta värdet på en aktie bygger således på i varierande grad kvalificerade gissningar. För att få fram ett korrekt värde måste all information vara tillgänglig vilket skulle strida mot bolagens intresse av att offentliggöra information som är hemlig. Om prissättningen var perfekt för en aktie så skulle det rimligen inte ske någon handel med aktien då det inte finns något direkt incitament till handel, vilket även skulle medföra att insiderhandel vore lönlöst därför att insidern inte har mer information än någon annan. En korrekt prisbild är i grunden eftersträvande för investerarna. Att prisbilden som investerarna får via insiderhandel är mer korrekt än om företaget håller information hemligt torde dock vara klart. Det är rimligt att insiders primärt inte vill dela med sig av informationen för att de inte vill gynna andra eller vill gynna sin bekantskapskrets innan andra får ta del av den.

Argument för att en perfekt prisbild skulle vara det bästa är att det skulle minska volatiliteten på aktien som i sin tur skulle skapa tryggare placeringar för investerare och att slumpmässiga aktievinster skulle minska. Det är rimligt att insiderhandel leder till en ökad risk för en icke insiderhandlare. Det ska dock tas i beaktning att det alltid finns en risk med aktieaffärer även om motparten inte är en insider och om motparten kan vara en bör denna risk vara med i kalkyleringen för aktiepriset. Bolaget bör gynnas av en korrekt prissättning. Om aktieägarna är aktiva så kan det medföra ett aktivt ägande vilket även det bör vara positivt för bolaget.

En förutsättning för att Mannes tes om att insiderhandel leder till en korrekt prisbild är att efterfrågan förändras. I en perfekt marknad är jämviktspriset där utbud och efterfrågan skär varandra, om inte efterfrågan förändras så kommer inte priset att ändras i den mån som avspeglar det korrekta priset. Kritiker menar att dock att det finns många olika aktietyper inom samma kategori och att alla aktietyperna måste ändras för att marknadens ska ge rätt pris, vilket inte sker om bara ett bolags aktiepris förändras. Ett annat resonemang mot att prisbilden förändras korrekt bygger på att handel av insiders medför att andra försöker imitera deras köp och andra uppfattar att priset rör sig mot ett nytt jämviktspris. Om investerarna agerar som insiderhandlarna så kommer aktiekursen att gå mot en mer korrekt prisnivå. Problemet med detta är att det kan påverka priset långsamt och därför är det inte alltid effektivt. Baserat på citronteorin är det lämpligt med förbud mot insiderhandel. Detta därför att ingen kommer att vara villig att betala det pris säljaren vill ha på grund av risken för att de handlar med en insider, dock torde den effektivare informationsspridningen till viss del motverka det lägre priset som citronteorin gör gällande. Vid en utebliven handel på marknaden så kommer det eventuellt resultera i mindre likvida medel på marknaden vilket på sikt är negativt för marknaden. Detta förutsätter dock att allmänheten slutar handla med aktier och bryter mot den tradition som finns idag, vilket dock är tveksamt. Aktiespararna skulle om inte annat kunna placera en större del av sitt kapital hos aktiva ägare, exempelvis fonder. Det skulle medföra en enklare process vid genomdrivandet av frågor som kräver ett visst antal aktier och röster då inte de icke aktiva ägarna påverkar utfallet.

Förtroendet för marknaden framhäver förbudsforespråkarna som en viktig del. Allmänhetens förtroende för marknaden påverkas dock inte helt säkert av insiderhandel. Det är tänkbart att

förtroendet anpassar sig efter de regler som gäller och på sikt inte görs någon skillnad mot dagens marknad med förbud. Det torde dock inte vara självklart att förtroendet därför minskas och att det finns en poäng i att ingen skadas av insiderhandel, i alla fall så länge priset är på marknadsnivå. Detta därför att de båda parterna får göra en affär som de båda vill genomföra. Att ett överpris skulle skada parten utan insiderinformation är rimligen en risk någon tar då den bör vara medveten om att den andra kan ha insiderinformation. Detta skulle kunna jämföras med insamling av riskkapital i nya bolag där bolaget lovar en mycket positiv utveckling. En investerare är i denna situation lockad att genomföra affären därför att det kan finnas betydande incitament, men investeraren är samtidigt medveten om att det inte behöver bli så, de vill säga investeraren är medveten om att det finns en negativ risk. Den avgörande faktorn för investerarens beslut blir rimligen en avvägning mellan potentiell avkastning och risken för att förlora kapitalet. På samma sätt torde det rimligen bli för affärer på en insidermarknad.

Rättviseargumentet bygger på att alla ska ha rätt till samma information vid samma tidpunkt. Detta argument tar dock ej hänsyn till att inte alla aktörer kan utnyttja informationen lika effektivt och att inte alla aktörer inhämtar den information som marknaden erbjuder. I detta sammanhang går det dock att fundera på hur många aktieägare som överhuvudtaget läser bolagens årsredovisningar, de som inte gör det har naturligtvis mindre information oavsett om insiderförbudet råder eller ej. Att köparen lägger ett bud över aktiekursen för att locka motparten att sälja kan enbart leda till en utebliven vinst. Det verkar inte troligt att en säljare lägger ett bud under kursen som motparten accepterar då börsen erbjuder en bättre kurs och därför är det svårt att göra en förlust. Även om insidern vill sälja vid en eventuell kursnedgång så är det ändå köparen som avgör om affären ska bli av. Det är ytterst tveksamt om lagstiftningen skall bygga på moraliska antaganden om att marknaden skall skyddas för att individer kan uppfatta det som omoraliskt om andra kan göra bättre affärer än de själva. Gränsdragningsproblem för vilka som är insiders kan belysas med att en person som har information men som inte är medveten om att den inte är offentliggjord riskerar att dömas till insiderbrott. Det bör även tänkas på att enligt MmL är alla som har tillgång till icke offentliggjord information att betrakta som insiders vilket medför att det är svårt att kontrollera att lagen följs. En förutsättning för att ett område ska lag regleras torde vara att lagen följs. Som statistiken visar är det många misstänkta fall men få fällande domar. Om förtroendet saknas för lagen riskeras rimligen även andra lagar att åsidosättas. Därför bör en lag skyddas om den ska finnas till annars är det mer lämpligt att avskaffa den lagen. Ett förbud kostar alltid pengar att upprätta och att se till att de berörda följer förbudet är odiskutabelt. Det viktiga i detta sammanhang är vilka alternativkostnader som finns, de vill säga vad blir i detta fall kostnaden om förbudet inte finns. Enligt förbudsförespråkarna skulle det vara exempelvis färre investerare, dock saknas det tydliga bevis för dessa kostnader.

På samma sätt som aktieanalytiker med flera avsätter tid och kraft för att få informations fördelar om en aktie med förhoppningen att kunna göra vinst på den, så är det rimligt att man ska ha rätt att utnyttja den information man har samlat in.

Det som främst talar för att tillåta insiderhandel är effektivitetsskället medan det som främst talar emot insiderhandel är förtroendeskället enligt propositionen till MmL.⁹² Som det har framförts i resonemanget ovan är det inte säkert hur förtroendet påverkas och i vilken omfattning. Rimligen bör de flesta aktiehandlarna som är passiva ägare påverkas mindre. De aktiva handlarna har större risk att handla med en insider men de är ändå denna grupp som

⁹² Prop 2004/05:142 s.40

förutspås att handla om de inte var förbjudet med insideraffärer. Detta borde därför leda till att störst vikt inte ska läggas på förtroendeskället utan på effektivitetsskället. I en perfekt teoretisk värld så skulle det troligtvis vara bättre att inte ha förbudet ut en effektivitetssynvinkel. Ur en verklighetssynvinkel är det dock mer tveksamt, därför att osäkerheten för att kunna bedöma de olika faktorernas påverkan är stor.

6. Avslutande slutsatser och kommentarer

I slutsatser presenteras vad undersökningen kom fram till. Därefter diskuteras författarens egna reflektioner angående insiderförbudet. Idéer om fortsattforskning presenteras därefter. Kapitlet avslutas med en kritisk granskning av undersökningen.

6.1 Slutsatser

Lagstiftnings utveckling angående insiderbrott har gått mot en skärpt lagstiftning under de senaste decennierna. Det finns många argument både för och emot ett insiderförbud. De argument som har identifierats sammanfattas i figur 2.

FÖR INSIDERFÖRBUD	MOT INSIDERFÖRBUD
Rättighet för företaget att hålla information hemligt	Ingen skadas
Företaget äger informationen	Mer korrekt prisbild
Informationen sprids inte effektivt	Effektivare informationsspridning
Prissättningsnivå	Kostsamt med reglering
Insiders vill inte dela med sig av informationen	Definitionsproblem angående insiders
Ökad risk för investerare	Belöning till företagsledare
Minskad likviditet	Svårt att kontrollera att reglerna följs
Orättvisst och omoraliskt	Rätten till egenproducerad information
Skyddar förtroendet för marknaden	Gynnar företagets utveckling
	Vanligt beteende
	Påverkar inte allmänhetens förtroende för marknaden

Figur 1: Sammanställning av argument för och emot ett insiderförbud.

Argumentens tyngd är rimligen det som bör avgöra om insiderhandel skall tillåtas eller inte. Argumenten som har framförts för förbudslagstiftning är främst att marknaden skall skyddas, de vill säga det är inte de enskilda individerna som direkt skall skyddas. Marknaden skyddas vid ett förbud därför att allmänhetens förtroende kan minskas då allmänheten kan uppleva insiderhandeln omoralisk och orättvis. Det omoraliska argumentet är även det främsta argumentet utifrån ett juridiskt perspektiv. Att ha ett förbud som bygger på att allmänheten eventuellt kan uppfatta det negativt är anmärkningsvärt. Det torde därför vara mer förnuftigt att istället lägga tyngden på att skapa en så effektiv marknad som möjligt, vilket är det viktigaste ur ett ekonomiskt perspektiv. Med en effektiv informationsspridning gynnas både aktieägarna och samhället. Därför är det ytterst tveksamt att ha en lag som förbjuder något som torde vara positivt för ekonomin samtidigt som ingen tar skada av handeln, rimligt vore åtminstone om insidern fick köpa och sälja aktier till marknadspris. Ett förbud medför även betydande kostnader för samhället i form av exempelvis bevakning av att förbudet följs. Förutom att förbudet medför negativa effekter på ekonomin så har förbudet även tveksam preventiv effekt, därför att det finns många misstänka insiderfall men det är ytterst få som döms. Förbudet kan därför påverka både direkta insiders respekt för lagen samt samhällets tro på rättssystemet. Vid ett fortsatt förbud torde det vara nödvändigt att ändra på förbudstillämpningen då den idag har en begränsad funktion. Förslagsvis vore då en förändring till ett självreglerande system, eventuellt i kombination med lagstiftning.

Förbudets utformning betraktas som ett misslyckande då det inte är teoretiskt optimalt ur ett ekonomiskt perspektiv samt att det har en begränsad juridisk preventiv effekt. Möjligheten för Sverige att frångå förbudet torde dock bli svårt. Det beror dels på att de flesta andra länder ett sådant förbud och dels att Sveriges medlemskap i EU medför att deras direktiv skall följas vilket än mer försvara ett frångående från insiderförbudet.

6.2 En avslutande kommentar

Detta avsnitt behandlar författarens personliga reflektioner av insiderförbudet som har uppstått under arbetets gång. Det går att ifrågasätta varför icke aktiva aktieägare överhuvudtaget ska vara aktieägare då de både från bolagets och marknadens perspektiv vore bättre med aktiva ägare. Skulle det vara så att insiderhandel leder till färre icke aktiva ägare så är det därför positivt, dessa ägare kunde då istället placera i fonder och på så sätt finns det kapitalet kvar på marknaden. Det är inte förrän det givna ifrågasätts som en förändring kan ske. Utifrån lagstiftarnas perspektiv verkar det vara mer eller mindre givet att det ska finnas ett insiderförbud samt att marknaden skulle reagera negativt vid insiderhandel. Avfärdandet av argumenten för fri insiderhandel ger en känsla av att det snarare är en ideal bild där att alla ska ha det lika, så kallade jantelagen, som motiverar dagens förbud. Att ta ett avsteg från insiderförbudet är ett kontroversiellt steg som sannolikt skulle skapa stor uppståndelse i media samt bland politiker och jurister. Även om Sverige inte själv kan frångå insiderförbudet på grund av direktivet så är det ändå viktigt att våga ifrågasätta gällande regler för att bidra till en positivare rättsutveckling. Det skulle dock vara ett stort steg för ekonomin men ett ännu större steg för juridiken att frångå insiderförbudet.

6.3 Fortsattforskning

Undertiden som arbetet med uppsatsen har pågått har olika frågor uppstått vars områden inte omfattas av denna studie, men som skulle vara intressanta att undersöka. Ett av dessa är att göra en uppsats som specialiserar sig på ett av argumenten, för att på så sätt komma så djupt som möjligt i kartläggningen av insiderförbudets konsekvenser. Ett annat förslag är att studera de marknader som nyligen har infört insiderförbud och jämföra det utfallet mot hur det var innan förbudet.

6.4 Kritisk granskning

Uppsatsen avser att behandla insiderhandel med utgångspunkt från ett juridiskt perspektiv, dock kräver en studie av denna sort inslag av ett ekonomiskt perspektiv. En balans mellan de två perspektiven har eftersträvat för att kunna behandla argumenten. För att än bättre kunna bedöma de ekonomiska argumenten hade det varit önskvärt med än mer fördjupade studier i vart och ett av argumenten. Detta ryms dock ej inom denna studie och därför har studien tillämpat resultat från befintliga studier i de fall det har varit möjligt. För att inte avspegla författarens personliga åsikt har författaren läst igenom texten för att finna eventuella argument som saknar tydlig motivering för att erhålla en så objektiv bild som möjligt.

Källförteckning

Offentliga tryck

Prop 2004/05:142 Proposition till marknadsmissbrukslagen
Prop 1995/96:215 Proposition om otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
Prop 1991/92:113 Proposition om börslagstiftning
Prop 1990/91:42 Proposition till insiderlagen

SOU 2004:69 SOU till marknadsmissbrukslagen

89/592/EEG Insiderdirektiv
2003/6/EG direktiv om marknadsmissbruk

Domar

Fermenta (RH 1990:102, 1990-03-01)
Export AB Norden (Göta hovrätt B 320/90, 1991-05-03)
Transatlantic (NJA 1994 s.404, 1994-06-14)
Atle (Svea hovrätt B 2118/94, 1995-06-02)
Clock (Stockholms tingsrätt B 14-1829-96, 1996-10-30)
VBG Produkter AB (Svea Hovrätt B 291/95, 1996-12-13)
Elekta (Stockholms tingsrätt B 2705-99, 1999-12-09)
Åhusglass (Kristianstad tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07)
Alfaskop (Svea Hovrätt B 6675/00, 2001-10-30)
Pinkerton (Svea Hovrätt B 1461-01, 2002-06-20)
Metallfacket (Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07)
Warranter (Stockholms tingsrätt B 6625-00, 2002-05-14)
Aktie-SM (Uppsala tingsrätt B 505-03, 2003-04-03)
Billerud (Hovrätten över Skåne och Blekinge B 1110-04, 2005-04-22)
Tivox (Svea hovrätt B 3917-06, 2006-12-20)

Artiklar

Akerlof G A, *The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism*, The quarterly journal of economics, År 1970 vol.84 nr.3

Bainbridge, S. M., (2000), *Insider Trading*, Encyclopedia of Law and Economics, År 2000 vol.3

Bernhardt D & Hollifield B & Hughson E, *Investment and Insider Trading*, Review of Financial Studies, 1995 vol.8 nr.2

Bhattacharya U & Hazem D, *The World Price of Insider Trading*, Journal of Finance, 2002 vol.57 nr.1

Durnev A & Nain A, *The Unanticipated Effects of Insider Trading Regulation*, William Davidson Institute Working Papers Series, 2004 nr.695

Fishman M & Hagerty K, *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, RAND Journal of Economics, 1992 vol.23 nr.1

Manne H, *Insider trading and the stock market*, Free press New York 1966

Manne H, *Insider trading and property rights in new information, Economic Liberties and the Judiciary*, 1992

Lustgarten Steven & Mande Vivek, *The effect of insider trading on financial analysts forecast accuracy and dispersion*, Journal of Accounting and Public Policy, 1998 vol 17

Seyhun H, *The effectiveness of the insider-trading sanctions*, Journal of law and economics, 1992 vol 35

Litteratur

BRÅ, *Antologi perspektiv på ekobrottsligheten*, BRÅ-rapport 2000:10

BRÅ, *Ekobrott – utvecklingen av några centrala brottstyper*, BRÅ-rapprt 2002:1

BRÅ, *Forskning om ekonomisk brottslighet – en översikt*, BRÅ-rapport 1999:7

Hetzler A, *Insiderbrott och reglering av värdepappersmarknaden – en värdefråga?*, hämtad från boken av Appelgren L & Sjögren H, *Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt*, Gidlunds förlag, 2001

Löfmarck M, *Insiderbrott och svindleri – En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige*, Juridiska Fakulteten i Stockholm; Skriftserien 1988 nr.18

Samuelsson P, Afrell L, Cavallin S, Sjöblom N, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet – en kommentar*, Norstedts juridik, 2005

Sandberg C (Catarina af Sandberg), *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus förlag, 2002

Wesser E, *”Har du varit ute och shoppat, Jacob” – En studie av Finansinspektionens utredningar av insiderbrott under 1990-talet*, Sociologiska institutionen Lunds universitet, 2001

Internet

Dagens industri, hämtat 2006-10-31 från:

<http://www.di.se/Nyheter/?page=%2fAvdelningar%2fArtikel.aspx%3fArticleID%3d2006%5c09%5c26%5c202964%26words%3dinsiderbrott%26SectionID%3dEttan%26menusection%3dStartsidan%3bHuvudnyheter>

Finansinspektionen A, hämtat 2006-10-30 från: http://www.fi.se/Templates/Page___2996.aspx

Finansinspektionen B, hämtat 2006-11-20 från: http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage___19.aspx

Finansinspektionen C, hämtat 2006-11-20 från: http://www.fi.se/Templates/Page___2996.aspx

Finansinspektionen D, hämtat 2006-11-20 från: http://www.fi.se/Templates/Page___3008.aspx

Finansinspektionen E, hämtat 2006-11-20 från: http://www.fi.se/Templates/Page___3009.aspx

Finansinspektionen F, hämtat 2006-11-20 från: http://www.fi.se/Templates/Page___3010.aspx

Finansinspektionen G, hämtat 2006-11-20 från: http://www.fi.se/Templates/Page___5874.aspx

Nobelprize, hämtat 2007-01-07 från: http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/public-sv.html

Bilaga 1 - Brottstatistik

Anmält till åklagare

Detta är fall som Finansinspektionen har valt att lämna över ärendet till Ekobrottsmyndigheten. Statistiken för år 2006 avser till och med augusti.⁹³

Ärende	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Misstänkta insiderbrott	3	7	8	3	8	15	15	21	9
Misstänkta otillbörlig marknadspåverkan	0	4	6	2	5	6	1	6	2
Misstänkta obehörigt röjande av insiderinformation	-	-	-	2	3	1	3	2	0
Misstänkt utebliven rapportering	-	-	-	-	-	-	-	-	4

Misstänkta insiderbrott

Statistiken för år 2006 avser till och med augusti.⁹⁴

Ärende	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Från föregående år	-	27	75	59	39	40	50	45	13
Nya	-	80	45	59	47	62	47	38	16
Avslutade	-	32	61	79	46	52	52	70	16
Pågående	-	75	59	39	40	50	45	13	13

Misstänkta otillbörlig marknadspåverkan

Statistiken för år 2006 avser till och med augusti.⁹⁵

Ärende	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Från föregående år	-	4	6	17	11	14	8	6	4
Nya	-	11	18	12	16	10	3	9	4
Avslutade	-	9	7	18	13	16	5	11	4
Pågående	-	6	17	11	14	8	6	4	4

⁹³ Finansinspektionen C, hämtat 2006-11-20 från: www.fi.se/Templates/Page____2996.aspx

⁹⁴ Finansinspektionen D, hämtat 2006-11-20 från: www.fi.se/Templates/Page____3008.aspx

⁹⁵ Finansinspektionen E, hämtat 2006-11-20 från: www.fi.se/Templates/Page____3009.aspx

Misstänkta obehörigt röjande av insiderinformation

Statistiken för år 2006 avser till och med augusti.⁹⁶

Ärende	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Från föregående år	0	1	0	2	0	1	1
Nya	1	2	1	0	1	0	0
Avslutade	0	1	0	2	0	0	0
Pågående	0	2	1	0	1	1	1

Misstänkta utebliven rapportering

Under perioden januari till augusti 2006 har fyra ärenden lämnats till Ekobrottsmyndigheten angående företag som misstänks ha låtit bli att rapportera misstänkta marknadsmissbruk.⁹⁷

⁹⁶ Finansinspektionen F, hämtat 2006-11-20 från: www.fi.se/Templates/Page____3010.aspx

⁹⁷ Finansinspektionen G, hämtat 2006-11-20 från: www.fi.se/Templates/Page____5874.aspx

Bilaga 2 – Rättsfall

Fermenta (RH 1990:102, 1990-03-01)

RES var majoritetsägare i aktiemarknadsbolaget Fermenta AB. Under 1980-talet uppstod misstankar om att Fermentas bokföring inte var korrekt. År 1984 redovisade Fermenta en vinst på 76 miljoner, år 1985 en vinst på 249 miljoner och året därefter visade de en prognostiserad vinst på 700 miljoner, dock rörde det sig om en total förlust på ungefär 300 miljoner.

Åtalet berörde bland annat att RES hade såld 414 800 aktier via ett till honom närstående bolag under perioden 10 mars till 6 maj 1986, trots att han hade information som inte var allmänt känd och som skulle påverka aktiekursen. Detta grundade sig på att RES hade ingått skenavtal och utfärdat fakturor som inte var motiverade.

Bedömningen i TR gick på åklagarens linje och RES blev fälld. I HovR hävdade RES att han ej hade använt sig av insiderinformation samt att försäljningen inte avsåg att ändra aktiekursen. HovR gick emot RES linje och ansåg att han borde ha känt till omständigheterna samt att brottet var att betrakta som grovt då det rörde sig om ett stort antal aktier. Domen blev sex års fängelse för bland annat brott mot LVM.

Export AB Norden (Göta hovrätt B 320/90, 1991-05-03)

D hade drabbats av hjärnblödning och bytte tjänst från VD till styrelseordförande i mars 1987. Export hade visat ett negativt resultat och den 1 september 1987 valde D att ställa ut en säljorder på 105 000 aktier via ett av honom ägt bolag samt 50 000 privata aktier.

Åtalet grundade sig på att D hade sålt innan den negativa delårsrapporten skulle publiceras, 12 oktober 1987.

TR resonerade att D rimligen borde ha införskaffat sig information om bolagets resultat på ett styrelsemöte som ägde rum den 22 september 1987. D hade därefter inte tagit tillbaka säljorden. TR bedömde att D:s försäljning var ett steg i en försäljningsprocess där D avvecklade sitt engagemang i Export samt att vare sig D eller köparen av aktierna gjorde vinst på affären. Av dessa anledningar valde TR att inte bedöma det som grovt utan enbart som oaktsamt. HovR ändrade TR:s dom till grov oaktsamhet enligt LVM och dömde D till 50 dagsböter därför att HovR ansåg att han grovt åsidosatt sin plikt att stoppa försäljningen.

Transatlantic (NJA 1994 s.404, 1994-06-14)

Åklagaren påstod att C hade uppsåtligt brutit mot LVM därför att C hade genomfört ett aktieförvärv i ett bolag som vid denna tidpunkt förberedde ett förvärv av Transatlantic, vilket C hade information om. C förnekade att bolaget hade förberett ett offentligt erbjudande. C försvarade sig vidare med att aktierna inte hade förvärvats från värdepappersmarknaden, att handeln inte hade skett under förbudstiden, att uppsåt inte förelåg samt att affären inte skulle påverka allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

TR ansåg att handeln hade skett på värdepappersmarknaden och att C hade handlat uppsåtligt. Förberedelserna i bolaget var av sådan omfattning att det förelåg att offentligt erbjudande. TR dömde C till villkorlig dom.

HovR instämde i TR:s dom vad gäller att handeln skett på värdepappersmarknaden att C handlat uppsåtligt. HovR ansåg dock att affären inte kunde skada allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eftersom C hade första rätt till aktierna. HovR frikände C.

HD kom fram till att LVM var tillämplig på alla affärer där motparten inte hade någon anledning till att ta reda på vem motparten var, affärer utanför detta faller inte in under LVM. Det motiveras med att det är upp till de parterna som förhandlar att avgöra om de vill genomföra affären. HD ansåg att även om C inte avsåg att göra någon vinst på affären utan enbart skaffa sig majoritetskontroll i bolaget så medför det ändå uppsåt. Brottet var inte att betrakta som grovt. Det var två justitsie råd som var skiljaktiga. Motiveringen var att C inte kunde ha bortsett från att det rörde sig om en affär mellan säljare och köpare som kände varandra och därför blev inte insiderbestämmelserna tillämpliga. HD kom slutligen fram till att någon påföljd inte var tillämplig därför att brottet var preskriberat.

Atle (Svea hovrätt B 2118/94, 1995-06-02)

Atle skulle äga en viss andel i de tre nya riskkapitalbolagen A AB, B AB och C AB. Det börsnoterade bolaget P AB med VD K väckte vid ett styrelsemöte frågan om de skulle lägga ett offentligt bud på de tre riskkapitalbolagen. Den 25 januari 1993 beslutade styrelsen att ett offentligt bud skulle läggas och den 2 februari 1993 offentliggjordes budet. Under perioden 27 januari till 1 februari 1993 genomförde C, styrelseordförande i Atle, aktieförvärv i de tre riskkapitalbolagen för Atles räkning.

Åtalet byggde på att C hade brutit mot handelsförbudet då C hade fått löpande information av K om att ett förvärv skulle kunna ske den 19 januari 1993.

TR kom fram till att C inte hade information om att ett offentligt uppköpserbud skulle ske. HovR ansåg att förvärvet var av en sådan omfattning och att det saknar betydelse att C ville skydda bolagen så att de kunde följa den iden som riksdagen hade gett bolagen, saknade betydelse vid bedömningen om det skadade allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Domen blev att C dömdes till villkorlig dom och 100 dagsböter för insiderbrott enligt 4 § IL.

Clock (Stockholms tingsrätt B 14-1829-96, 1996-10-30)

Clock AB hade under våren 1995 uppvisat ett allt sämre resultat. Bolagets VD P deltog delvis i en presskonferens den 22 april men lämnade den på grund av sjukdom. Den 22 april genomfördes ett styrelsemöte som P inte deltog i. Den 2 och 3 maj sålde P 6 500 aktier. På bolagsstämman den 11 maj uppvisade bolaget ett betydligt sämre resultat än väntat.

Åtalet byggde på att P hade kännedom om bolagets negativa ekonomiska utveckling och därmed brutit mot 4 § IL, meddelande förbudet.

TR kom fram till att P under sin sjukskrivnings tid hade gjort en analys av bolaget och fått information om den negativa utvecklingen. TR menade att P hade sålt aktierna baserat på informationen och att detta har skett grovt, trots att P inte hade säker information om bolagets utveckling. P dömdes till 100 dagsböter för vårdslöst insiderförfarande.

VBG Produkter AB (Svea Hovrätt B 291/95, 1996-12-13)

Under våren 1994 ökade VBG:s försäljning kraftigt vilket offentliggjordes i ett pressmeddelande den 21 april 1994. S och J var styrelseledamöter i bolaget och hade information om bolagets utveckling.

Åtalet gällde dels att S hade från februari 1994 och framåt lämnat information till C om VBG:s positiva utveckling, varvid C hade köpt aktier och dels att J hade köpt aktier via sitt bolag Siggeboda AB.

TR friade S och C därför att handeln hade ägt rum innan de rimligen hade den information som krävdes för att kunna fälla de för insiderhandel. J hade vid ett tillfälle köpt aktier innan kvartalsrapporten var offentliggjord, dock var det samma dag som den offentliggjordes och att publiceringen hade senarelagts än i normalfallet. Av dessa anledningar bedömdes J:s handling som oaktsam då han inte hade kontrollerat att uppgifterna var offentliggjorda.

HovR behandlade frågan om bokslutskommunikéns betydelse och kom fram till att den informationen som där presenterades medförde ett offentliggörande av resultatförbättring och att det därför inte låg något förbud för C eller J:s aktieköp. Åtalen ogillades.

Elekta (Stockholms tingsrätt B 2705-99, 1999-12-09)

Den 10 december 1997 presenterades Elektas halvårsrapport för perioden 1 maj till den 31 oktober. Under denna period hade bolaget gjort en förlust på 85 miljoner kronor. Den 23 september hade koncernledningsdeltagaren H fått information om den förväntade förlusten under halvåret.

Åtalet mot H baseras på att H vid tre tillfällen sålt aktier baserat på icke offentliggjord information om den negativa utvecklingen för bolaget som H hade erhållit i sitt arbete.

TR bedömde att H:s avveckling av aktierna stod i strid mot handelsförbudet trots att det rörde sig om ett långsiktigt avvecklande av sitt innehav i bolaget från H:s sida. TR kom även fram till att H:s agerande måste ha varit uppsåtligt då H rimligen borde ha förstått att informationen skulle påverka aktiekursen. H dömdes till 120 dagsböter för insiderbrott.

Åhusglass (Kristianstad tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07)

Den 21 september 2000 sålde styrelseordförande SN aktier och dagen därpå avslutade SN sitt ordförandeskap. Den 8 oktober lämnade bolaget ett pressmeddelande om att bolaget kommer göra en förlust i stället för vinst under året.

Åtalet mot SN byggde på att SN hade insiderinformation och därmed bröt mot meddelande förbudet i 4 § IL vid försäljningen av aktierna.

TR kom fram till att SN hade haft insynsställning under den aktuella tiden. TR kom även fram till att SN rimligen hade haft tillgång till viss information och att informationen skulle påverka aktiekursen vid ett offentliggörande. Brottet ansågs inte av TR som ringa samt att det ansågs påverka allmänhetens förtroende för marknaden. SN dömdes till 70 dagsböter för vårdslöst insiderförfarande.

Alfaskop (Svea Hovrätt B 6675/00, 2001-10-30)

Alfaskop hade under hösten 1996 köpt samtliga aktier i Tegnären AB av Tegnären Svenska AB. Köpeskillingen bestod av 6 miljoner kontant och 21,5 miljoner i aktier Alfaskop som skulle börsnoteras den 24 februari 1997. I avtalet reglerades att 40 procent av aktieprisuppgången innan kl 12.00 den första börsdagen skulle återbetalas till Tegnären Svenska AB. Styrelseledamoten RP i Tegnären Svenska AB hade strax före klockan 12.00 på introduktions dagen lämnat en säljorder på 130 000 aktier varav 3 000 aktier redovisades öppet, resterande del dolt. Strax efter klockan 12.00 samma dag återkallades uppdraget på 134 000 aktier.

Åtalet gällde att RP hade försökt göra en kurspåverkan till vinning för Tegnären Svenska AB och förlust för Alfaskop AB.

TR kom fram till att RP:s agerande påverkade aktiekurspriset. RP hade försvarat sig med att agerandet med säljorderna var att skydda sig från kursmanipulationer från motpartens sida inte var att betrakta som otillbörlig kurspåverkan. TR menade att detta agerande inte var till för att vilseleda marknaden och att analytiker inte hade påverkats av säljordern.

HovR gjorde bedömningen att RP agerade för att motverka en kursuppgång och att detta hade hindrat aktiekursen från att hamna på dess riktiga pris. HovR kom fram till att det var otillbörligt men inte att betrakta som grovt. RP dömdes till 90 dagsböter för otillbörlig kurspåverkan.

Pinkerton (Svea Hovrätt B 1461-01, 2002-06-20)

Säkerhetsföretaget Securitas hade under året 1998 visat intresse för flera amerikanska säkerhetsbolag, däribland Pinkerton. Den 17 december 1998 träffades en preliminär överenskommelse om att Securitas skulle köpa Pinkerton. Den 10 februari gavs ett tryckeri uppdraget att trycka ett informations kompendium angående uppköpet. Den 22 februari stoppades handeln med Securitas aktier och samma dag offentliggjordes planen.

Åtalet omfattade totalt 28 personer. Grunden för åtalet var att information läckt från tryckeriet och att bland annat aktiemäklare hade köpt aktier Pinkerton trots att de åtalade hade information om uppköpet som kunde komma att påverka aktiekursen.

TR kommer fram till att det inte hade skett något offentliggörande innan den 19 februari, trots att en betydande handel hade skett under denna period. Enligt TR fanns det en allmän förväntan på aktiekursuppgång baserat på den aktuella informationen. Aktiemäklarna försvarade sig med att de hade analyserat kursförändringar och att de förväntade sig ett uppköp. Fyra personer dömdes till fängelse mellan ett och ett halvt år till sex månader. Vidare dömdes en till vilkorlig dom och två personer till dagsböter. I HovR

HovR bedömde att köpen hade ägt rum innan informationen blev offentlig. Straffet sänktes i HovR för tre personer.

Metallfacket (Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07)

Under våren 1996 planerade Sparbanken köp i Föreningsbanken med hjälp av Alfred Berg fondkommission. HO var dels ekonomichef i Metall och dels styrelseledamot i Sparbanken. AA och OT arbetade med värdepappershandel i Metall och var underordnade HO.

Åtalet riktades mot att HO, AA och OT uppsåtligt handlat aktier för att påverka kursen och att de hade underlåtit att återkalla köpordrar när de hade fått insidereinformation.

TR bedömde att den information som HO använde rimligen var allmänt känd på grund av de förväntningar de låg på Sparbanken och att aktiekursen hade avspeglat detta samt att den aktuella informationen hade en för liten påverkan på aktiekursen. Statistiskt var Sparbankens köp inte kursdrivande samt att det historiskt sätt inte heller skulle vara kursdrivande. Åtalet mot HO ogillades. Åtalet mot AA och OT ogillades också med motiveringen att de rörde sig om mindre köp och att det skulle vara svårt att konstatera om det påverkade kursen eller ej.

HovR fastställde TR:s dom.

Warranter (Stockholms tingsrätt B 6625-00, 2002-05-14)

USB Warburg ställde ut köpoptioner vars pris räknades fram av en maskin utifrån kursen på AB Industrivärdens A-aktie. För utomstående var det hemligt hur maskinen fungerade.

Åtalet mot GP byggde på att GP hade vid ett flertal tillfällen ställt ut köp- och säljorder som påverkade kursen för maskinens beräkningar, vilket sedan GP kunde utnyttja genom att köpa optionerna till ett lägre pris än det korrekta.

TR kom fram till att GP hade avsiktligt påverkat kursen och att GP var medveten om det. De tre rekvisiten avsikten med åtgärden var att påverka kursen på marknaden, kurspåverkan skall ha varit otillbörlig och åtgärderna måste ha varit att vilseleda marknaden var alla uppfyllda. GP dömdes till villkorlig dom och 80 dagsböter för otillbörlig kurspåverkan.

Aktie-SM (Uppsala tingsrätt B 505-03, 2003-04-03)

Under våren 2001 genomfördes aktietävlingarna Aktie Grand Prix och Aktie-SM. Varje deltagare använde en fiktiv aktieportfölj i tävlingen.

Åtalet mot L gällde otillbörlig kurspåverkan då L hade lagt köpbud som var avsevärt högre än de tidigare avslutningskurserna. Åklagaren menade att L inte hade till syfte att genomföra affärerna utan att endast påverka kurserna för att skapa sig en bättre position i aktie tävlingarna.

TR kom fram till att L agerande hade vilselett marknaden då den hade fått felaktiga signaler av affärer som inte avsåg att genomföras. L dömdes till 80 dagsböter för ringa otillbörlig kurspåverkan.

Billerud (Hovrätten över Skåne och Blekinge, B 1110-04, 2005-04-22)

Via sin dator var J ansluten till aktienätmäklaren Avanza. Den 19 och 20 februari 2003 hade J genomfört affärer totalt nio affärer där J köpte warranter av Föreningsparbanken med Billerud som underliggande aktie. Därefter ställde J ut köporder på Billerud och avslutade affären hela processen på cirka en minut. J:s vinst uppgick till 4 000 respektive 24 000 kr.

Åtalet mot J byggde på att J hade otillbörligt påverkat kursen på warranten genom att den beräknade kursen hade förändrats på grund av köpordern.

TR gjorde bedömningen att J avsiktligt hade påverkat kursen och att J rimligen borde känna till det. Då affärerna betraktades som en begränsad handel och att handeln enbart marginellt hade påverkats så dömdes J till 100 dagsböter.

HovR instämde med TR att handeln hade skett avsiktligt för att påverka kursen och att marknaden hade blivit vilseledd. HovR fastställde TR dom.

Tivox (Svea hovrätt B 3917-06, 2006-12-20)

Under ett styrelsemöte fick styrelsen reda på att företagets bank inte skulle bevilja företaget fortsatt kredit. Det blev då uppenbart att företaget skulle gå i konkurs och en person i styrelse tipsade sin vän att sälja sitt aktieinnehav i företaget.

TR dömde de båda männen för insiderbrott till villkorlig dom och dagsböter. TR fastslog att det räckte att säga ”du bör kanske sälja” för att det skulle betraktas som insiderinformation.

HovR kommer fram till att endast mottagande av information från en person som innehar insiderinformation inte innebär att mottagaren har fått del av insiderinformationen. Av denna anledning friades mannen som mottagit informationen och sålt sina aktier, däremot fastställer HovR TR:s dom för uppgiftslämnaren.