

ROLF RUNDFELT
**INSIDER-
AFFÄRER
OCH
BÖRSETIK**

**BN
BÖRSETIK**

Insideraffärer och börsetik

Insideraffärer och börsetik

Rolf Rundfelt



Studieförbundet Näringsliv och Samhälle

© Rolf Rundfelt och Studieförbundet Näringsliv och Samhälle
Tryckt hos Kristianstads Boktryckeri AB, 1984
Redaktör Jan-Olof Edberg
Omslag av Tommy Säflund
Diagram av Ragnar Edberg
ISBN 91 7150 256 4

Studieförbundet Näringsliv och Samhälle
Sköldungagatan 2
114 27 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

SNS – STUDIEFÖRBUNDET NÄRINGS LIV OCH SAMHÄLLE
är en ideell sammanslutning av enskilda personer inom svenskt näringsliv, fristående från politiska partier och intresseorganisationer. Genom vetenskaplig forskning, konferenser samt studier och debatt i lokala grupper vill SNS sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden, stimulera till positiva insatser i arbets- och samhällsliv och till individuella ställningstaganden i den allmänna debatten.

Innehållsförteckning

Utgivarens förord	7
Författarens förord	9
1 Insideraffärer – problem som kräver lagstiftning?	11
2 Vem är insider och vad är inside information?	20
3 Hur fungerar aktiemarknaden?	29
4 Insideraffärer och aktieinnehav	41
5 Reglering av insideraffärer i Sverige	85
6 Reglering av insideraffärer i utlandet	109
7 Argument för och emot reglering av insiderhandel	160
8 Självreglering eller lagstiftning?	171
9 Slutsatser och rekommendationer	186
Litteraturförteckning	196

Utgivarens förord

Den svenska aktiemarknaden har på kort tid genomgått något av en metamorfos. Kurser och omsättning på Stockholms Fondbörs har stigit dramatiskt, stora ägarförändringar har inträffat i många företag, en rad nya aktier har introducerats på fondbörsen och på OTC-marknaden.

I spåren av dessa många händelser har följt en debatt om börsens spelregler, om vad som är lämpligt och olämpligt i aktieaffärer — en börsetisk debatt. En av huvudfrågorna har gällt affärer grundade på icke offentlig information av väsentlig betydelse för kursutvecklingen. I slutet av 1983 presenterades ett statligt utredningsförslag om lagstadgat förbud för sådana affärer i vissa situationer. Även andra skärpningar av börsens spelregler har föreslagits eller diskuterats.

I denna bok tas frågan om insideraffärer med aktier på Stockholms Fondbörs upp för granskning. Bokens syfte är att, med hjälp av en teoretisk referensram för aktiemarknadens funktionssätt och av erfarenheter från Sverige och andra länder, diskutera om och i så fall hur insideraffärer bör regleras. I motsats till vad som gällt tidigare statliga utredningar tar ansatsen sin utgångspunkt i ekonomisk analys.

Arbetet har utförts av ekon dr *Rolf Rundfelt*. Författaren har haft stöd av en referensgrupp bestående av bankdirektör *Bo Damberg*, Handelsbanken, börschefen *Bengt Grönquist*, direktör *Johan Söderberg*, Ratos, samt från SNS docent *Ingemund Hägg* och ekon dr *Bengt Rydén* (ordf). Gruppen har genom sina diskussioner, syn-

punkter och råd haft ett inte oväsentligt inflytande över bokens uppläggning och innehåll. Framförda slutsatser och rekommendationer är emellertid författarens egna och behöver inte sammanfalla med gruppledamöternas. Som alltid när det gäller SNS böcker är det författaren ensam som står för i boken presenterade värderingar och synpunkter.

Jag ber att få tacka referensgruppen för dess ovärderliga hjälp. Arbetet har finansierats av Torsten och Ragnar Söderbergs stiftelser.

Stockholm i maj 1984

Bengt Rydén

Författarens förord

Initiativet till denna bok togs i början av 1983 av SNS. Huvuddelen skrevs under hösten 1983 och våren 1984. Många personer har bidragit på olika sätt till bokens utformning. Först vill jag tacka SNS som svarat för en stimulerande miljö. Bengt Rydén och Ingemund Hägg har inte bara hjälpt till med allmänna råd och synpunkter. De har också formulerat sina tankar i skrift och därigenom väsentligt underlättat omskrivningen av bokens första version. Den arbetsgrupp som SNS upprätade för att följa arbetet har också varit till stor hjälp. Den har varit tillräckligt liten för att vara konstruktiv samtidigt som dess sammansättning garanterat en lång rad synpunkter och påpekanden. Samtidigt som jag tackar för den hjälp jag fått bär jag emellertid det fulla ansvaret för bokens slutsatser och rekommendationer.

En del av arbetet med boken har ägnats åt en sammanställning av den statistik över insiders aktieinnehav som finns på Bankinspektionen. Göran Friberg, Åsa Johnsson och framför allt Mats Nordström har sammanställt uppgifter från primärmaterialet och även gjort en del tabellbearbetningar. Erik Evrén på Industriförbundet har också medverkat i arbetet med att analysera insiderstatistiken. Sist men inte minst går ett tack till mina barn Mats, Åsa och Sara som fått lära sig att intressanta slutsatser ofta baseras på ett mycket tidsödande arbete med att sortera olika sifferuppgifter.

Stockholm i maj 1984

Rolf Rundfelt

1 Insideraffärer — problem som kräver lagstiftning?

Bakgrund

Under de senaste åren har i Sverige förts en något nyvaknad börsetisk debatt som kan förklaras av bl a de starkt ökade aktiekurserna, det stora antalet nyintroduktioner och ett antal spektakulära börsaffärer. Frågan om otillbörligt utnyttjande av för kursutvecklingen väsentlig företagsinformation som inte varit allmänt känd har därvid diskuterats. I slutet av 1983 presenterades ett utredningsförslag att s k insideraffärer i aktier under vissa förutsättningar skulle förbjudas i lag.

Utgångspunkten för denna bok är frågan om insideraffärer bör kontrolleras och i så fall hur. Till början på 70-talet var detta område i Sverige helt oreglerat. Därefter har styrelseledamöter, företagsledning och vissa andra s k insiders haft skyldighet enligt lag att till Bankinspektionen anmäla sina köp och försäljningar av aktier i företag i vilka de varit registrerade som insiders.

Förslaget om skärpt insiderlagstiftning lades fram i december 1983 av Värdepappersmarknadsutredningen, som tillsattes 1979 efter förslag från Bankinspektionen. Det förhållandet att utredningen tillsattes och att den presenterat ett förslag om skärpt lagstiftning måste tolkas så att insideraffärer på börserna anses representera ett problem av en sådan natur och omfattning att särskild lagstiftning är motiverad för att komma till rätta med det. Uttalanden under hand från Bankinspektionen, i remissvar på utredningen och i den allmänna debatten måste tolkas på samma sätt. Regleringen av insideraffärer i andra länder skulle också kunna användas som argument

för att en skärpt lagstiftning i Sverige är befogad.

Men som alltid har ett problem flera sidor. Avsikten med denna bok är att diskutera insiderproblematiken i ett så brett perspektiv som möjligt. Tonvikten läggs vid ekonomisk analys som komplettering till den statliga utredningens huvudsakligen juridiska och legala synsätt. Utgångspunkten för diskussionen är att lagstiftning inte är en självklar metod när det gäller att reglera insideraffärer. En avvägning mellan fördelar och nackdelar av en lagstiftning, liksom av andra former för reglering, måste göras innan man kan bedöma hur och om insideraffärer skall regleras.

I en sådan diskussion och analys finns ett antal viktiga frågor att ta ställning till:

- problemets natur, dvs vilket är det problem som man vill lösa genom reglering?
- problemets omfattning, dvs har problemet en storlek som motiverar reglering?
- vem skall betraktas som en insider, dvs omfattas av en reglering?
- är insideraffärer av sådan karaktär att de är lämpliga att reglera genom lagstiftning?

Problemets natur

Alla aktieaffärer sker under osäkerhet om det ekonomiska utfallet. Tillgång till information om förhållanden av betydelse för kursutvecklingen i ett företag kan minska denna osäkerhet. Det är möjligt, men inte säkert, att insiders i större utsträckning än andra har tillgång till sådan information. Om de använder denna information i syfte att göra ekonomisk vinning är det befogat att tala om missbruk av inside information. I själva ordet missbruk ligger då ett fördömande.

Om sådant missbruk förekom i nämnvärd omfattning skulle det kunna medföra att allmänhetens förtroende för

aktiemarknaden rubbades. I så fall vore den naturliga slutsatsen att genom lag förbjuda missbruk av inside information. Men det finns ingenting i de senaste årens utveckling på den svenska aktiebörsen som tyder på ett bristande förtroende för den. Tvärtom finns tecken på ökat i stället för minskat förtroende både från svenskar och utlänningar för den svenska aktiebörsen.

Information innehåller ett större eller mindre mått av osäkerhet även för insiders ända tills den är definitiv och grundad på faktiska beslut eller tills en händelse faktiskt har inträffat. Om en insider handlat på grundval av osäker information och därigenom bidragit till en kursförändring kan han sägas ha bidragit till en snabbare anpassning av aktiens kurs till dess "rätta" värde. I ett sådant fall skulle man samtidigt kunna tala om missbruk av inside information *och* insideraffärer med positiva konsekvenser för aktiemarknaden.

Om insiders befann sig i ett systematiskt informationsövertag gentemot andra aktieägare och utnyttjade detta övertag för att genom aktieaffärer i det egna företaget göra ekonomisk vinning borde detta innebära att insiders gjorde avsevärda vinster på sådana affärer. Detta har inte visat sig vara fallet. Den genomsnittliga vinsten på de insideraffärer som omfattas av Bankinspektionens analys av det egna insiderregistret är i genomsnitt 4 procent av priset. Bakom denna siffra döljer sig rimligen ett antal större vinster — men också ett antal mindre vinster och förluster. Med tanke på de kostnader och risker som alla aktieaffärer är förbundna med är 4 procents genomsnittlig avkastning en så låg siffra att man måste fråga sig om insiders över huvud taget har något väsentligt informationsövertag eller om de finner anledning att utnyttja det.

Det är under alla förhållanden tydligt att insiderproblemetets natur inte låter sig beskrivas särskilt klart eller entydigt.

Problemets omfattning

Hur stort är problemet med insideraffärer? Av Bankinspektionens insiderregister framgår att det i Sverige finns cirka 3 500 insiders om dubbelräkningar elimineras. Av dessa äger endast knappt hälften aktier i "sina" företag. Värdet på detta aktieinnehav motverkar cirka 3 procent av det totala börsvärdet. Ytterligare hälften, dvs 850 personer, av den hälft som är aktieäggande insiders har ett innehav värt under 100 000 kronor. Ett 40-tal insiders har innehav på över 100 miljoner kronor per person.

Andra egenskaper hos insiders är att de ägnar sig företrädesvis åt långa affärer (mer än två år mellan köp och försäljning) och att de handlar i något mindre omfattning än andra aktieägare (deras andel av handeln är mindre än deras andel av börsvärdet). Det finns inga tecken som tyder på att korta insiderraffärer skulle resultera i särskilt stora vinster. Olika undersökningar som vi låtit göra tyder inte på att insiders genomsnittligt gör bättre aktieaffärer än andra aktieägare.

Detta motsäger inte att det kan finnas fall av missbruk av inside information som medfört betydande vinster. Men slutsatsen måste ändå bli att insiderproblemet är av begränsad storlek både om man ser till antalet personer, antalet affärer och vinsterna på sådana affärer. Det missbruk av inside information som rimligtvis förekommer, sker i liten utsträckning och med klen resultat.

Vem är insider?

En insider är en person som har tillgång till för kursutvecklingen i ett företag väsentlig företagsinformation som inte är allmänt känd. Den gällande legala definitionen i Sverige är betydligt mera avgränsad. Som insiders registreras styrelseledamöter och suppleanter i börsnoterade företag, VD samt de övriga personer i företagsledningen som anmälts som insiders (inklusive alla dessa

personers familjemedlemmar) samt företagets revisor. Till dessa kategorier vill Värdepappersmarknadsutredningen dessutom föga större aktieägare, vilka alltså antas ha tillgång till inside information.

Det är uppenbart att denna definition utesluter ett antal personer med möjligheter att få tillgång till inside information. Exempel på personer i en vidgad insiderkrets är andra anställda än företagsledning som i sin tjänst arbetar med eller råkar få del av inside information; personer som avsiktligt eller oavsiktligt får tips om troliga kurspåverkande händelser; mäklare och andra personer som yrkesmässigt ägnar sig åt aktiehandel och som därigenom själva har möjlighet att påverka kursen i en aktie eller få kännedom om sådan kurspåverkan; konsulter, advokater och andra rådgivare i viktiga företagsaffärer; journalister som genom egna eller andras skrivelser har förhandskännedom om kurspåverkande händelser etc.

I den legala insiderkretsen ingår dessutom endast fysiska personer och av dessa kontrollerade juridiska personer. Andra juridiska personer har naturligtvis i princip samma möjligheter att utnyttja och missbruka inside information som fysiska personer.

Kanske är det den snäva definitionen av insiderbegreppet i gällande svensk lagstiftning som är förklaringen till paradoxen att medan analys av tillgänglig statistik tyder på att det egentligen inte finns något problem av den omfattning som kräver lagstiftning, ett antal personer och organ samtidigt finner en sådan lagstiftning befogad. Den kritiska inställningen till insideraffärer skulle möjligen kunna förklaras av iakttagelser av hastiga och till synes omotiverade kraftiga kursrörelser strax före publiceringen av viktig kurspåverkande information. En hypotes skulle då kunna vara, att dessa kursrörelser och de bakomliggande affärerna inte orsakats av registrerade insiders utan av det slags oregistrerade insiders som ovan exemplifierats.

Om denna hypotes är riktig skulle en skärpt lagstiftning mot den begränsade kretsen i dag registrerade insiders bli ett slag i luften. Det finns därför anledning att överväga om insiderproblemet har beskrivits felaktigt med utgångspunkt från gällande insiderdefinition och om en ändring av denna definition skulle leda till andra slutsatser än den som Värdepappersmarknadsutredningen dragit.

Reglering genom lagstiftning?

De synpunkter som framförts ovan skulle kunna tolkas så att varje reglering av insideraffärer är obehövlig. Men detta vore en förhastad slutsats. Kanske är det så att *vissa* typer av insideraffärer bör regleras genom lag men inte andra. Man skulle också kunna tänka sig att en reglering är motiverad av omsorg om aktiemarknadens *framtida* trovärdighet och att denna skulle kunna störas även av enstaka undantag av missbruk.

Men även om slutsatsen är att insideraffärer bör regleras är formen för denna reglering inte självklar. Ett alternativ till lagstiftning är självreglering. En sådan kan utformas på många olika sätt varpå exempel kan hämtas från olika länder. Fördelar och nackdelar med dessa två principiellt skilda regleringsvägar bör ställas mot varandra och noggrant avvägas innan beslut fattas om vilken regleringsform som är lämpligast.

Bokens syfte

Som en sammanfattning av ovan förda resonemang kan bokens syfte sägas vara att dels diskutera och precisera insiderproblemet natur och betydelse, dels diskutera behovet av reglering av insideraffärer och olika former för en sådan reglering. Denna diskussion sker med utgångspunkt i egna analyser av statistiskt material över insideraffärer i Sverige samt från tidigare debatt, utredningar

och erfarenheter från Sverige och några andra länder, främst USA och Storbritannien.

Bokens uppläggning

Som framgått ovan får valet av definition av sådana begrepp som insider, inside information, missbruk av inside information, insideraffärer etc avgörande betydelse för slutsatser beträffande problemets natur och omfattning liksom för slutsatser vad gäller en eventuell reglering av insideraffärer. *Kapitel 2* ägnas därför en genomgång av de i sammanhanget viktigaste begreppen.

Synen på insideraffärer och möjligheten att med framgång utnyttja inside information påverkas i hög grad av hur man ser på aktiemarknadens funktionssätt och effektivitet. Som framgår av *kapitel 3* gäller den huvudregeln att ju effektivare en aktiemarknad fungerar, desto mer begränsat är utrymmet för framgångsrika insideraffärer eftersom helt ny och för marknaden okänd information är mycket sällsynt. Detta tar sig uttryck i att kursreaktionerna i samband med att företagen publicerar ny information ofta är små. Denna hypotes får stöd av den tidigare nämnda undersökningen av avkastningen på insideraffärer.

En bedömning av insiderproblemets omfattning förutsätter tillgång till uppgifter om antalet insiders och deras affärer. Sådana uppgifter presenteras i *kapitel 4*. Slutsatsen är att insiderproblemet, utifrån en kvantitativ analys, inte är av stor omfattning.

Som visas i *kapitel 5* är insiderfrågan tämligen ny på den politiska arenan i Sverige. Den har behandlats i två statliga utredningar och varit föremål för viss reglering först sedan början av 70-talet. I kapitlet redovisas diskussionen kring den senaste utredningens förslag till skärpt reglering.

I framför allt de större industriländerna finns en helt

annan erfarenhet i insiderfrågan än i Sverige. I *kapitel 6* redogörs för debatt, synsätt och reglering av insideraffärer i USA, Storbritannien och några ytterligare länder. Av speciellt intresse för Sverige har bedömts vara den brittiska debatten som därför ägnas särskild uppmärksamhet. I ett *appendix* till kapitlet redovisas också en jämförelse mellan ett antal länder av regleringen på insiderområdet. Olikheterna visar sig vara relativt stora.

Om påståendet att insiderproblemet är av liten omfattning är riktig borde det inte finnas något behov av att reglera insideraffärer. Som visas i *kapitel 7* behöver det inte vara så. Det finns ett antal principiella och praktiska argument både för och emot en reglering av insideraffärer och i kapitlet redovisas och granskas dessa argument. Slutsatsen är att någon form av reglering förefaller vara motiverad.

I denna situation blir valet mellan lagstiftning och självreglering en central fråga. Den diskuteras i *kapitel 8* med utgångspunkt i en jämförelse mellan förhållandena i USA och Storbritannien. Diskussionen lägger en grund för de egna slutsatser och rekommendationer, som presenteras i *kapitel 9*. Slutsatsen är att självreglering är att föredra framför lagstiftning av det slag som Värdepappersmarknadsutredningen föreslagit. I den bedömningen spelar utredningens avgränsning av insiderkretsen en viktig roll. Missbruk av inside information kan också ske utanför den begränsade insiderkrets som skulle omfattas av den föreslagna lagen. För sådana affärer blir en eventuell lag verkningslös.

Ett specialfall av inside information avser fusioner och företagsförvärv eftersom det i sådana fall, när beslutet om företagsaffären väl är fattat, inte kan råda någon tvekan om i vilken riktning kursen för det uppköpta företaget kommer att gå när nyheten blivit offentlig. Författaren anser att det är rimligt att genom lag förbjuda missbruk av sådan inside information, vilket också Värdepap-

persmarknadsutredningen föreslagit.

Som närmare utvecklas i slutkapitlet skulle en självreglering av andra insideraffärer kunna genomföras i ett samarbete mellan Stockholms fondbörs och de börsnoterade bolagen genom regler inskrivna i inregistreringskontrakten. Funktionsdugligheten i ett sådant system skulle kunna övervakas av något offentligt organ.

Generell lagstiftning mot insideraffärer bör tillgripas först när andra lösningar prövats och visat sig mindre effektiva.

2 Vem är insider och vad är inside information?

Kapitlet i sammandrag

Med utgångspunkt från ett fingerat exempel där alla väsentliga fakta dock hämtats från faktiska händelseförlopp på Stockholmsbörsen diskuteras definitionen av insider och inside information. Vid sidan av styrelseledamöter, företagsledning m fl — finns det starka skäl för att bland insiders räkna in också andra grupper.

I varje företag finns en lång rad uppgifter som inte är allmänt kända. I vilken mån de kan påverka kursen i väsentlig grad är dock svårt att avgöra i förväg. Exemplet i kapitlet illustrerar svårigheterna att koppla samman en kursändring på börsen med en specifik händelse som inte blivit allmänt känd.

AB SiNuS — missbruk av inside information?

Aktierna i AB SiNuS hade länge legat stilla på börsen. I november tycktes dock intresset på börsen vakna och aktierna följde med i den uppgång som noterades för hela marknaden. I december fortsatte kursen att stiga utan någon synbar förklaring. Efter en mindre uppgång i januari kom en ny kraftig uppgång i februari. I slutet av februari i samband med att bokslutskommunikén publicerades, meddelades att aktieägarna med företrädesrätt skulle få köpa in sig i ett fastighetsbolag som SiNuS avsåg att bilda.

Mot bakgrund av det positiva mottagande som denna nyhet fick på börsen framstår den kursuppgång som skedde i november—december som välgrundad. Frågan är varför kursen då började röra sig uppåt. Kunde det bero

på att insiders utnyttjat sin kunskap för egna aktieaffärer?

På SiNuS förnekar man att uppgången i november kan ha berott på att uppgiften om det kommande fastighetsbolaget läckt ut. Visserligen fick VD idén vid den tidpunkten men det dröjde nästan en månad innan han förde den utanför sin allra närmaste krets av medarbetare. Å andra sidan hade man vid ett styrelsesammanträde i ett av dotterbolagen i början av november konstaterat en väsentlig förbättring av lönsamheten och att framtidsutsikterna i bolaget var goda.

I december diskuterade VD planerna på en utförsäljning med flera personer. Först och främst förankrades förslaget hos några av styrelseledamöterna och hos den blivande chefen för fastighetsbolaget. Vidare frågade ekonomidirektören ett antal personer med nära kontakter till aktiemarknaden om hur de såg på förslaget, hur utförsäljningen skulle organiseras, vilket pris som var rimligt etc. Det slutliga beslutet om en utförsäljning fattades vid det ordinarie bokslutssammanträdet i slutet av februari. Omedelbart därefter presenterades planerna offentligt.

Definition av insiders

Vi har redan i kapitel 1 kommenterat den svenska legala definitionen av insiders — styrelseledamöter och suppleanter i börsnoterade företag, VD samt övriga personer i företagsledningen vilka anmälts som insiders (inklusive familjemedlemmar) och företagets revisorer.

Den legala definitionen bygger på ett antagande om att dessa personer löpande har tillgång till all, för kursbildningen, viktig information. Därutöver kan det emellertid finnas andra personer som får del av konfidentiella uppgifter. Ur aktiemarknadens synvinkel är det ointressant vem som missbrukar inside information. Utgångspunk-

ten måste därför vara att alla som får del av inside information behandlas på samma sätt.

Vilka är det då som, utöver redan uppräknade personer, kan tänkas få del av kurskänsliga uppgifter? Fyra kategorier, som i andra länder ofta inkluderas bland insiders, kan nämnas:

- 1 Övriga anställda;
- 2 Konsulter och andra personer med uppdrag från och tillfälliga relationer till företaget;
- 3 Juridiska personer;
- 4 Journalister och börsmäklare.

Härutöver finns en femte grupp, nämligen större aktieägare. Det förekommer att företag förankrar beslut bland större aktieägare. Normalt sker detta inom ramen för det löpande styrelsearbetet eftersom de större aktieägarna oftast är representerade där.

Det torde emellertid också förekomma att kontakter tas med aktieägare som inte är styrelseledamöter. Detta strider i så fall mot inregistreringskontraktet enligt vilket alla aktieägare skall behandlas lika. Det finns därför inget behov av att inkludera större aktieägare bland insiders. I den mån dessa skulle missbruka inside information är detta redan i dag ett brott mot gällande regler.

Övriga anställda

Att alla anställda borde behandlas på samma sätt är ganska självklart. Nackdelarna med begränsningen enbart till vissa personer i företagsledningen illustreras väl av AB SiNuS. Såväl styrelse som VD i i SiNuS dotterbolag var således oförhindrade att handla i SiNuS aktier (för såvitt VD inte anmälts som insider på grund av att han ingick i koncernens ledningsgrupp).

Konsulter m fl

Revisorer ingår bland legala insiders. Revisorer har också strikta regler som syftar till att hindra missbruk av inside information. Liknande regler finns bland exempelvis advokater. Andra konsulter, exempelvis organisationskonsulter, har inte lika stränga regler. Ändå kan de genom sina uppdrag få del av känslig information. Motsvarande kan gälla affärsförbindelser, exempelvis underleverantörer eller ett företag som står i begrepp att göra en större beställning. Personal på tryckerier som arbetar med prospekt och årsredovisningar kan också nämnas.

Juridiska personer

Bland legala insiders medräknas endast fysiska personer samt juridiska personer som kontrolleras av de fysiska personerna. Investmentbolag och andra börsnoterade bolag med stora innehav av aktier räknas alltså inte som insiders. I SiNuS styrelse sitter bland andra direktör Wallin som är ledamot i flera andra bolagsstyrelser däribland några investmentbolag. Om Wallin inte får handla i eget namn bör då inte samma inskränkning gälla också de andra bolagen i vars styrelse han ingår?

I USA skulle svaret vara beroende av hur Wallin utsetts. Skulle han sitta med i SiNuS styrelse som representant för ett investmentbolag och ha i uppdrag att bevaka dess intressen skulle saken bedömas annorlunda än om de två styrelseuppdragen vore oberoende av varandra. I det senare fallet skulle det räcka med att Wallin avstod från beslut om att köpa eller sälja SiNuS-aktier för att bolaget skulle undgå att bli betraktat som insider.

Detta leder över till en fråga som blir allt viktigare ju mer institutionaliserat aktieägandet blir. Hur utövar investmentbolagen och andra juridiska personer det inflytande deras aktieinnehav berättigar dem till? Är de representerade i styrelsen eller får de tillgång till information

på annat sätt? I vilken mån är det rimligt och lämpligt att samma regler som gäller för privatpersoners insideraffärer också skall gälla juridiska personer?

Journalister m fl

Journalister och börsmäklare hör till en grupp personer som står nära aktiemarknaden. Dessa har ibland tillgång till inside information av samma slag som de övriga kategorier av insiders vi diskuterat ovan. SiNuS tog sålunda kontakt med ett antal aktiemarknadsexperter för att få råd i olika frågor som gällde introduktion av det blivande fastighetsbolaget.

Dessa personer kan också röra sig med annan information av betydelse för aktiekursen. Journalister kan således skriva om företag där artikeln slutar med ett köpråd. Köpråd lämnas också av börsmäklare. Genom att handla på börsen innan dessa köpråd blir offentliga finns en god chans att göra en vinst.

För mäklare och portföljförvaltare tillkommer att de kan ha kännedom om större köp- och säljorder. Genom att handla i eget namn innan kundens order utförs aktualiseras ytterligare ett exempel på missbruk av inside information.

Gemensamt för de här senare formerna av missbruk är att de endast indirekt hänger samman med förekomsten av inside information i ett företag. För att markera åtskillnaden kan det därför vara motiverat att tala om missbruk av aktiemarknadsinformation eller information av teknisk natur.

Sådant missbruk har faktiskt påtalats i Sverige. En journalist vid en affärstidning hade strax före publice-

1) SNS behandlar i ett annat forskningsprojekt institutionaliseringens betydelse för aktiemarknaden. Detta projekt kommer att slutföras under 1985.

ringen av en mycket positiv artikel om ett börsföretag, som han själv skrivit, köpt några aktier i bolaget vilket föranledde kritik från Bankinspektionen. Detta ingripande fick som följd att flertalet affärstidningar preciserade vilka regler som skulle gälla för aktieköp av journalister som skrev (eller redigerade material) om börsen. Dessa regler gäller dock inte alla som skriver om aktier. Det är heller inte klart hur de efterlevs.

Avgränsning av insiderbegreppet

Vi har ovan konstaterat att de fyra kategorierna som vi diskuterat kan ha tillgång till inside information. Det hade därför varit logiskt att i den fortsatta framställningen utgå från en definition av insiders där även dessa inkluderas. Uttalandet som gjorts av olika personer under arbets gång tyder nämligen på att det hade varit motiverat att analysera särskilt gruppen journalister och börsmäklare. Det har inte varit möjligt att inom ramen för arbetet med denna bok göra särskilda analyser av dessa kategorier. Även om den fortsatta diskussionen i huvudsak avgränsas till att avse insiders såsom de definieras legalt går det ändå att bygga en del av resonemangen på ett vidgat insiderbegrepp.

Definition av inside information

Med inside information avses information som inte är allmänt känd och som, om den vore känd, kan antas påverka aktiekursen i väsentlig grad. Huruvida viss information sedan verkligen visar sig påverka aktiekurserna eller ej är ointressant.

Antag att en insider får reda på att företaget tänker föreslå en fondemission. Innan denna information publiceras köper han aktier. Detta är ett exempel på missbruk av inside information så till vida att köpet utlösts av den fö-

restående fondemissionen. Huruvida sedan aktiekursen stiger eller faller när nyheten offentliggörs saknar betydelse för denna slutsats.

Innebörden av detta är att varje insideraffär borde undersökas för att ta reda på om insidern hade kunskap om någon väsentlig kurspåverkande händelse. I praktiken är detta omöjligt. Frågan om missbruk uppkommer bara i samband med större kursförändringar. Problemet för insidern är att han aldrig vet om kurserna kommer att ändras och i så fall när och med hur mycket. Eftersom det alltid torde kunna visas att en insider har (eller borde ha) tillgång till inside information skapar detta svårigheter för insidern att göra legitima aktieaffärer.

Ett annat exempel som visar på svårigheterna att komma åt missbruk av inside information gäller den insider som uppskjuter en försäljning. Antag att en insider har för avsikt att sälja aktier i sitt företag. Han får då kännedom om ett förestående förslag om en kraftig utdelningshöjning. Detta föranleder honom att vänta med försäljningen. Moraliskt är detta ett exempel på ett missbruk av samma slag som tidigare nämnts. Möjligheterna att upptäcka det är dock nästan obefintliga.

Det enklaste fallet av missbruk av inside information gäller uppköpserbjudanden.

När ett uppköpserbjudande läggs vet man ofta vad likviden kommer att bli för aktierna i det företag som budet avser. Detta har medfört, som vi senare kommer att se, att uppköpserbjudanden ofta särbehandlas i diskussioner om reglering av insiderhandeln. Det är också typiskt att merparten av åtal mot insiders som väckts i andra länder avser just affärer i samband med uppköpserbjudanden.

I SiNuS skulle insiders kunna ha utnyttjat två eller tre uppgifter som inte var allmänt kända som underlag för egna köpbeslut. Den första var uppgiften om den starka resultatförbättringen i ett av dotterbolagen som blev känd i början av november i samband med dotterbolagets

styrelsesammanträde. Den andra var förslaget att bilda ett fastighetsbolag och att låta aktieägarna få köpa in sig i detta. Därtill kan möjligen läggas en tredje uppgift, nämligen styrelsens bokslutssammanträde i februari då beslutet om fastighetsbolaget fattades och bokslutskommunikén för hela koncernen med förslag till en utdelningshöjning fastställdes. Den sammanlagda effekten när dessa uppgifter publicerades var mycket positiv. Det är möjligt att varje uppgift tagen var för sig inte skulle ha en *väsentlig* kurspåverkande effekt. Detta är något som aldrig kan fastställas objektivt.

Spekulation — nödvändigt för att marknaden skall fungera

Hösten 1983 meddelade det engelska hovet att prinsessan Diana väntade sitt andra barn. Redan samma dag började en vadslagning om barnet skulle bli en flicka eller en pojke. Man kan uttrycka detta som att det engelska folket spekulerade i barnets kön.

Folk som sparar på bank spekulerar inte. Banksparandet är unikt så till vida att det kapital som sätts in på bank förblir oförändrat (nominellt sett) snart sagt vad som än händer. Den som sparar i obligationer däremot kan få sin förmögenhet kraftigt påverkad av ränteändringar. Det medför att den som väntar sig en räntesänkning gärna köper obligationer — han spekulerar i att kurserna på obligationer skall stiga.

Spekulation är alltså något som hör vardagen till. Ändå är det ett ord med negativ värdebelastning. Det gäller i synnerhet när man talar om spekulation i aktier. För flertalet aktieköpare finns ändå ett spekulationsmoment som lockar. Det finns visserligen ett fåtal personer som minimerar sitt risktagande och köper en aktieportfölj med en avkastning som precis följer marknads genomsnitt. Men många aktiesparare läser tidningar, pratar med bankper-

soner, drar egna slutsatser och väljer aktier som de tror kommer att stiga mer än genomsnittligt. För aktiemarknaden är detta positivt. En viktig funktion för denna är att förse företag med goda framtidsutsikter med kapital. Den andra sidan av detta är att det förutsätter spekulativa aktieägare.

När det gäller insiders enligt nuvarande svensk lag har de en allmän kunskap om företaget som bör ge dem ett övertag i förhållande till andra aktieägare. I t ex dansk lagstiftning har man därför infört ett förbud för insiders att ägna sig åt spekulation. Mot bakgrund av oklarheten i innebörden av begreppet spekulation är en sådan formulering i en lagtext olycklig. I denna bok kommer uttrycket därför inte att användas. I stället används begreppen ”missbruk av inside information” och ”osunda insideraffärer”.

3 Hur fungerar aktiemarknaden?

Kapitlet i sammandrag

Två förutsättningar måste vara uppfyllda för att en insider skall kunna dra nytta av inside information:

- aktuella aktiekurser skall återspegla all tillgänglig information,
- kurserna skall snabbt anpassas till ny information.

Ett flertal studier pekar på att den första förutsättningen är uppfylld. Aktiemarknaden är "effektiv", dvs aktiekurserna reagerar på all ny information som publiceras. En insider som har kännedom om information som inga andra vet om kan räkna med att kurserna reagerar när denna information blir offentlig.

Studier visar också att kursanpassningen går mycket snabbt. Det lönar sig alltså inte att vänta till dess information publicerats. Tvärtom tenderar kurserna att anpassa sig till den nya informationen lång tid i förväg. Det är ett uttryck för den intensiva bevakning som börsföretagen är utsatta för. På grund av denna bevakning är det ovanligt att börsen "övertäckas", dvs att någon information är helt ny. Detta innebär en begränsning av insiders möjligheter att handla. Information som insidern ofta tror är förtrolig, därför att den inte publicerats, har redan hunnit påverka kursbildningen.

Insiders möjligheter att utnyttja inside information är bl a beroende av hur lång tid det tar innan väsentlig kurspåverkande information publiceras. I kapitlet hävdas att denna tid, i varje fall för vissa företag, skulle kunna förkortas.

Aktiemarknaden är effektiv

Finns inside information och är det i så fall lönsamt för insiders att utnyttja den? För att kunna besvara dessa frågor är det nödvändigt att först diskutera hur aktiemarknaden fungerar.

Många som handlar med aktier baserar köp- och säljbeslut på råd från bankkamrern eller någon affärstidning. De stora affärerna på börsen görs dock mellan "proffs" som ägnar hela sin tid åt börsen. För heltidsanställda aktiefondschefer, börsmäklare, portföljförvaltare etc är uppgiften att bedöma vilka aktier som bör köpas och vilka som bör säljas. Det förutsätter en intensiv bevakning av vad som sker i företagen, på deras marknader etc. Varje förändring i produktmix, orderläge, ekonomisk politik etc värderas med avseende på effekter för framtida lönsamhet och utdelningar. Denna kontinuerliga bevakningsinsats gör att aktiekurserna någorlunda väl i varje ögonblick återspeglar *all tillgänglig* information som finns om ett företag.

Det finns ett flertal studier i USA som pekar på att detta gäller de stora börserna i USA. Även de få studier som gjorts i Sverige av Stockholmsbörsen tyder på samma sak. En slutsats av detta är att en genomsnittlig aktieägare som enbart har tillgång till årsredovisningar, analyser i affärstidningar och diagram över hur börskursen utvecklas historiskt inte kan räkna med att hitta över- och undervärderade aktier på börsen.

En annan slutsats är att aktiekurserna snabbt reagerar på den nya informationen. Om så inte vore fallet skulle också andra än insiders kunna dra nytta av den nya informationen genom att handla omedelbart efter publiceringen.

Det vi här redogjort för är i själva verket teorin för effektiva marknader. Den utvecklas närmare i appendix.

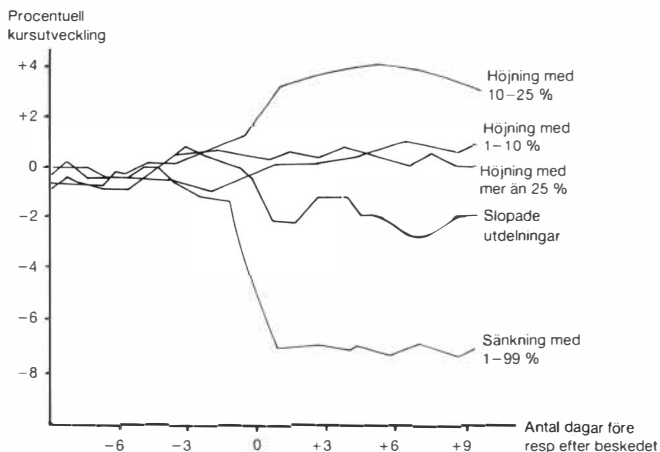
Anpassning till ny information — och snabbt!

Flera studier har genomförts som visar hur börskurserna anpassar sig till ny information. Diagrammen 3:1 och 3:2 visar hur kurserna ändras vid besked om utdelningsförändringar respektive en split. I båda fallen framgår dels att informationen har väsentlig betydelse för kursbildningen, dels att kurserna anpassar sig till den nya informationen snabbt efter det att den publicerats. I stort sett samma slutsats dras i en seminarieuppsats (Rydqvist & Ögren, 1983) där man undersökt hur aktiekurserna på Stockholmsbörsen reagerat på information i delårsrapporter. Författarnas analys pekar på att anpassningen börjar i genomsnitt tre veckor innan rapporten publiceras och att den är genomförd vid publiceringstillfället eller i varje fall inte senare än veckan efter.¹⁾

Särskilt diagram 3:2 understryker att kursanpassningen börjar tidigt. Aktiekurserna baseras inte enbart på information som företaget låtit publicera. Analytikerna drar också slutsatser om företagets utveckling genom att se på hur det går för konkurrenter, prognoser för hela ekonomin, intervjuer, anställningsannonser etc. För ett företag som går bra är det därför vanligt att kursen börjar stiga långt innan företaget bekräftar de goda nyheterna. Aktiekurserna återspeglar alltså inte bara officiell information utan också olika förväntningar. Förväntningarna kan slå fel. När detta inses reagerar aktiekurserna genom kursanpassning uppåt eller nedåt. Här ligger en viktig förklaring till varför kursen ibland går ned när en positiv nyhet publiceras. Om marknaden väntat sig en ännu mer positiv nyhet är nyheten "överdiskonterad" och ett kursfall följer.

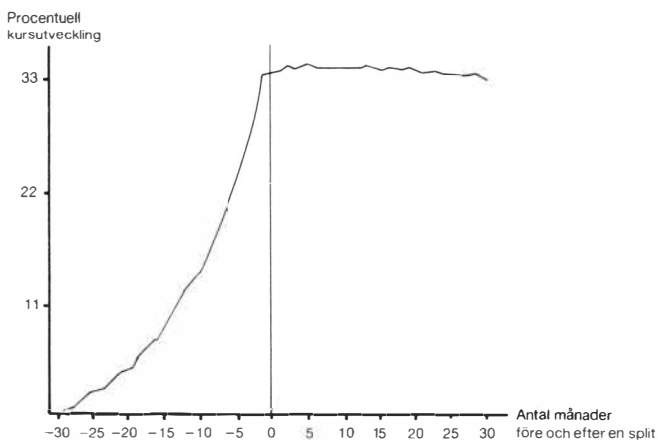
1) Att det skulle finnas möjligheter att göra vinster genom att handla under veckan efter publiceringen av en rapport stöds ej av amerikanska undersökningar. Skillnaden i resultat kan möjligen bero på den svenska undersökningens begränsade omfattning.

Diagram 3.1. Aktiekursens utveckling dagarna runt beskedet om utdelningarnas storlek



Källa: Brealey, R A, An Introduction to Risk and Return from Common Stocks. Basil Blackwell, Oxford 1983.

Diagram 3.2. Aktiekursens utveckling i 940 företag som genomfört en split och därefter höjt utdelningen



Källa: Brealey, R A, An Introduction to Risk and Return from Common Stocks. Basil Blackwell, Oxford 1983.

Somliga analytiker är skickligare än andra i att dra slutsatser från ett offentligt material. För flertalet placerare är detta emellertid av föga intresse. Så fort analysen blir allmänt känd anpassar sig kurserna till den nya informationen och analysen förlorar därmed sitt värde. Innebörden av detta är att den genomsnittlige placeraren i praktiken saknar möjligheter att hitta över- eller undervärderade aktier genom att själv analysera årsredovisningar eller följa köpråd. Aktiekurserna anpassar sig i stort sett omedelbart till all ny information.

Finns inside information?

Aktiemarknaden reagerar sålunda på ny information och det snabbt. Två förutsättningar för lönsamma insideraffärer är därmed uppfyllda. En fråga återstår dock — finns det över huvud taget någon inside information? Frågan kan tyckas naiv men är ändå viktig att ställa. Antag att aktiemarknaden är så effektiv att *all* information, även sådan som ännu inte publicerats officiellt påverkar aktiekurserna.

Så tycks dock inte vara fallet enligt flera undersökningar. I USA finns ett företag som specialiserat sig på att utarbeta sälj- och köprekommendationer baserade på de affärer som insiders registrerat. Analyser av dessa visar nämligen att den som handlar på samma sätt som insiders får en avkastning som är högre än genomsnittligt. Samma sak kan gälla Stockholmsbörsen. Värdepappersmarknadsutredningens analys av de köp och försäljningar som gjorts mindre än 30 dagar före publiceringen av delårsrapporter m m tolkas som att kursuppgången var högre än genomsnittligt för de aktier som insiders köpte och omvänt för de aktier som såldes. Vi återkommer till denna analys i kapitel 5.

I en inträngande undersökning av insiders möjligheter att göra prognoser (Hertzen–Forsgårdh, 1975) tillfråga-

des ett antal företagsledare om sina resultatförväntningar för det kommande året. Dessa jämfördes med prognoser gjorda av börsspecialister. Företagsledningarnas prognoser visade sig vara bättre. Deras övertag förklarades av att de var bättre i att prognostisera kraftiga resultatförändringar (100 procent och däröver). Börsspecialisternas prognoser tenderar att ligga omkring resultatförändringar på 10—20 procent. Inte ens mycket positiva eller negativa delårsrapporter förmår dem att kraftigt revidera dessa förväntningar. Företagsledningarna tycks däremot inte ha samma svårigheter; när resultatförändringarna å andra sidan närmar sig mera normala tal är skillnaden i träffsäkerhet jämfört med börsspecialisterna relativt små.

Kan insidern utnyttja sitt informationsövertag?

Att en insider vet mycket om det egna företaget som andra inte känner till är självklart. Inte lika självklart är att denna kunskap kan omvandlas i aktieaffärsvinster. Visserligen visar Herten-Forsgårdh i sin undersökning att det finns ett samband mellan rapporterad resultatförbättring och kursändring. Med tanke på svårigheterna för vanliga aktieägare att förutse kraftiga resultatförändringar tyder detta på att insidern i sådana fall har en reell möjlighet att göra lönsamma aktieaffärer.

I en annan studie (Staël von Holstein, 1970) undersöktes möjligheterna för olika kategorier att prognostisera aktiekurser. Uppgiften var att ange sannolikheten för att aktiekursen för 12 olika aktier skulle förändras med a) mer än +3 procent, b) mellan +1 och +3 procent, c) mellan +1 och -1 procent, d) mellan -1 och -3 procent och e) med mer än -3 procent under en kommande 14-dagarsperiod. Experimentet upprepades tio gånger. De som medverkade var anställda på en fondavdelning i en bank; börsexperter, bl a börskommentatorer; experter på sta-

tistik; lärare i företagsekonomi samt studerande i företagsekonomi.

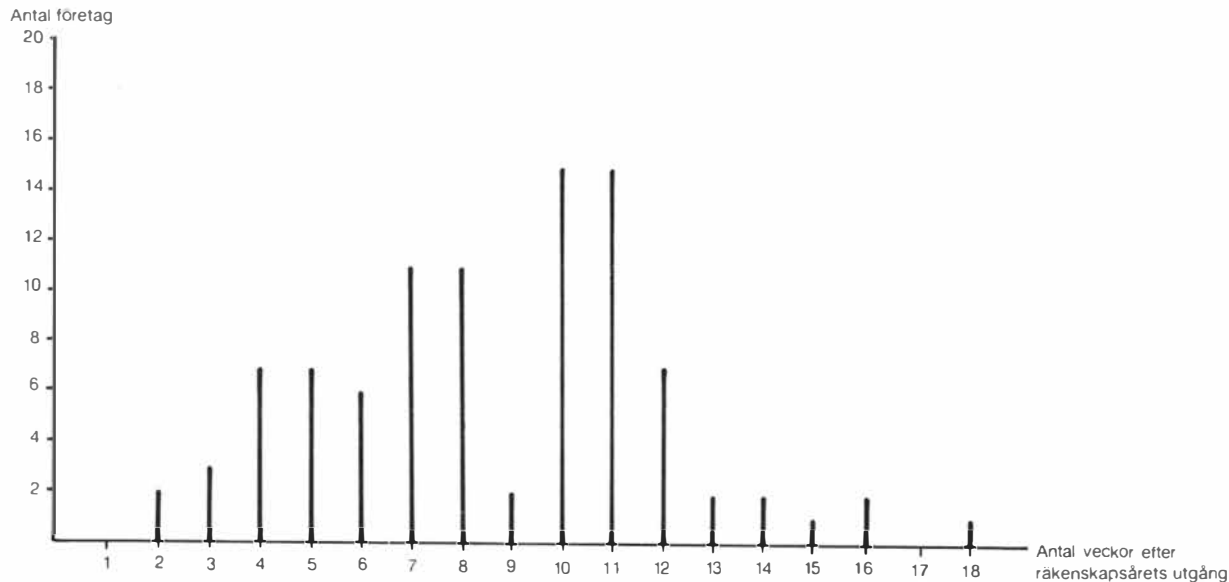
Börsexperterna uppnådde bäst resultat. Det skulle kunna innebära att inte bara de som arbetar inne i företag utan också de som har anknytning till börserna har tillgång till inside information. Slutsatsen modifieras dock av att statistikerna endast var obetydligt sämre trots att de inte hade någon egentlig kunskap om aktier. Dessutom hade endast tre av sammanlagt 72 personer ett resultat som översteg vad en totalt okunnig person skulle ha fått, dvs en som gav vart och ett av de fem alternativen samma sannolikhet att infalla. Författaren förklarar detta utfall med att det är ovanligt att begära att någon skall lämna prognoser för en 14-dagarsperiod. I verkligheten torde ambitionen vara inriktad antingen på kortare eller längre perioder. Samtidigt är det svårt att komma ifrån slutsatsen att svårigheterna att göra prognoser för aktiekurserna är stora också för personer som sitter mycket nära börserna.

Företagens informationsgivning

Eftersom företagen är skickligare när det gäller att göra prognoser över vissa resultat, i varje fall när resultatförändringarna är stora, är en naturlig slutsats att företagen i större utsträckning än för närvarande skall ge prognoser i delårsrapporter och årsredovisningar (Hertzen– Forsgårdh, 1975). Detta är en ofta diskuterad fråga och argumenten för och emot behöver här inte upprepas. Det räcker med att konstatera att i den mån företagen redovisar någorlunda preciserade prognoser som revideras förlöpande under året bör möjligheterna för missbruk av inside information minska.

En annan fråga gäller snabbheten i företagens rapportering. Göran Sjöberg genomförde 1982¹⁾ en enkätunder-

1) Informationschef vid Mo och Domsjö vid tiden för undersökningen.

Diagram 3.3. Publiceringsvecka för 93 bokslutskommunikéer 1983

Källa: Aktiv Placerings Företagsanalyser 1983.

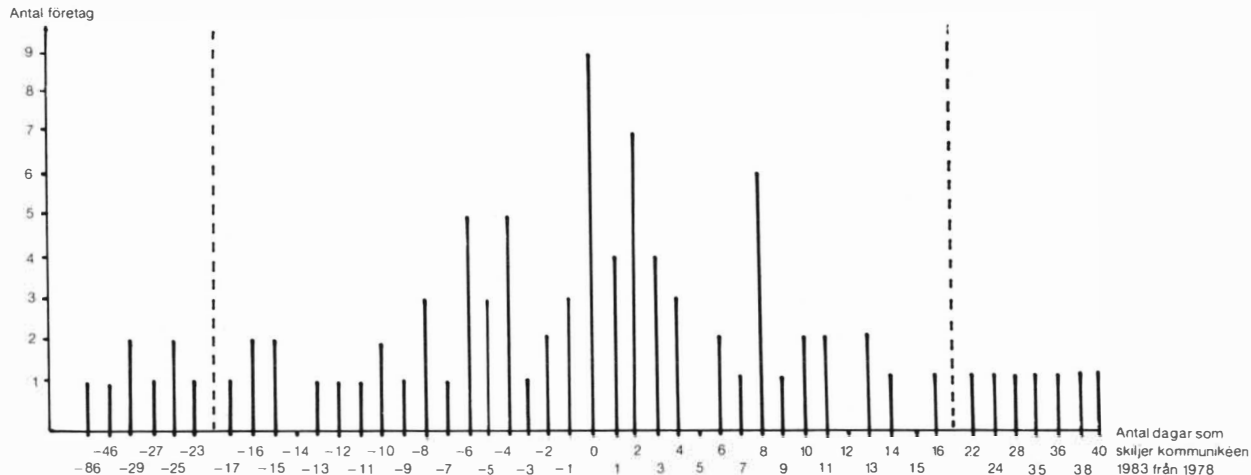
sökning i ett antal börsföretag där han frågade hur lång tid dessa behövde för att ta fram sin årsredovisning (Edlund m fl, 1982). Svaren varierade från 56 dagar till ett halvt år. Sjöbergs slutsats verkar inte obefogad; det finns ett betydande utrymme för att påskynda informationsgivning i flera företag. Amerikanska företag är skyldiga att publicera sina årsredovisningar inom fyra månader från räkenskapsårets utgång.

Nu kan man invända att årsredovisningen inte är viktigast utan bokslutskommunikén. Även här finns emellertid stora skillnader mellan företag. Av Aktiv Placerings sammanställning framgår att bland de företag vilkas aktier tillhörde de 16 mest omsatta under 1983 var tidsskillnaden mellan den första och sista kommunikén 12 veckor. Medan Volvos kommuniké publiceras i slutet av januari väntar Cementgjuteriet till slutet av april. De övriga 14 företagens kommunikéer är jämnt fördelade mellan februari och mars.

I diagram 3:3 redovisas motsvarande uppgifter för 93 börsföretag. En dryg tredjedel av dessa publicerar sina bokslutskommunikéer i vecka sex—nio samt vecka 12. Sju företag publicerar sina kommunikéer mer än 12 veckor efter räkenskapsårets utgång.

Man kunde vänta sig att datoriseringen av rapportsystemet skulle ha medfört att tiden för publiceringen av bokslutskommunikéer skulle ha förkortats de senaste åren. En jämförelse mellan 1978 och 1983 tyder dock inte på att så skulle vara fallet. Av 94 företag har nio samma publiceringstid de båda åren. Av de återstående 85 företagen har 43 en senare publiceringsdag 1983 än 1978 (se diagram 3:4).

38 *Diagram 3.4. Publiceringstidpunkt för 94 företags bokslutskommunikéer 1983 i förhållande till 1978*



Källa: Aktiv Placerings Företagsanalyser 1983.

Appendix till kapitel 3

Under rubriken "Aktiemarknaden är effektiv" gavs en förenklad framställning i vardagsspråk av den sk teorin för effektiva marknader. Det är en teori som utvecklats sedan 60-talet, huvudsakligen i USA, och forskningen fortsätter både på teoretisk, begreppsmässig nivå och med hjälp av empiriska undersökningar. Alla teorier kan sägas vara provisoriska och teorin för effektiva marknader är inget undantag. Men den ger i alla fall visst underlag för att förstå dagens aktiemarknader. Utrymmet i denna bok medger ingen fullständig redovisning av teorin. För en aktuell översikt hänvisas till Foster, Financial Statement Analysis, 1978.

Fama (1976) har givit en formaliserad beskrivning av villkoren för en marknad i jämvikt, dvs en marknad där aktiekursen i ett företag i varje företag avspeglar all den information som finns om företaget, oavsett om den är publicerad eller ej. En sådan jämviktmarknad sägs vara effektiv (i stark form).

$$x_{j, t+1} = p_{j, t+1} - E(p_{j, t+1} | \Phi_t) \quad \text{där}$$

$p_{j, t+1}$ är faktisk kurs på aktie j vid tidpunkt $t+1$

E står för förväntat värde (i statistisk mening)

Φ_t är den information som aktiekursen bygger på i period t

$x_{j, t+1}$ definieras alltså som den kurs aktien x faktiskt får vid tidpunkt $t+1$ minus den kurs vid tidpunkt $t+1$ som förväntades vid tidpunkt t på grundval av information Φ_t . Marknaden är då effektiv om följande villkor gäller:

$$E(x_{j, t+1} | \Phi_t) = 0$$

dvs det förväntade värdet (vardagligt uttryckt: i genomsnitt) av sådan avvikelse ("vinster" eller "förluster") från en kurs som faktiskt uppkommer är lika med noll.

Detta resonemang bygger i sin tur på antagandet att successiva kursförändringar (från tidpunkt t till $t+1$) är oberoende av varandra, när de uppstår efter det att ny information kommit fram som medverkat till att kursen sti-

git eller sjunkit till ett nytt jämviktsläge. Man säger att kursförändringarna, efter en anpassning till ny jämvikt, följer en random walk. Olika antaganden kan göras om utseendet på den slumpfördelning som gäller denna random walk.

En konsekvens av att aktiekursförändringarna följer en random walk är att det inte går att köpa och sälja aktier på basis av s k tekniska analyser. Gemensamt för de tekniska analyserna är att de utnyttjar information om hur aktiekurserna utvecklats historiskt för prognosändamål. Ett exempel är s k filterregler. Dessa innebär att man skall köpa aktier om kurserna stigit mer än exempelvis 2 procent och sälja när kurserna fallit mer än exempelvis 4 procent. Oavsett vilka gränser som sätts i detta filter visar systematiska undersökningar att avkastningen är sämre än om man investerat i en portfölj aktier som utvecklats i enlighet med index.

Andra exempel är de köp- och säljsignaler som bildas i s k point and figure-diagram. Det är lätt att visa att den som följer sådana signaler med urskiljning kan uppnå en spektakulär avkastning. Problemet är bara att avgöra om en köpsignal följs av stigande eller sjunkande kurser! Det har ej kunnat visas att den som systematiskt följer alla köp- och säljsignaler som bildas i sådana typer av diagram får en avkastning som överstiger index.

Vi har sett att ingen som enbart har tillgång till information om hur aktiekurserna utvecklats historiskt kan räkna med att hitta över- eller undervärderade aktier. Detta brukar kallas för att aktiemarknaden är *effektiv i svag form*. Härutöver finns det två andra nivåer på effektivitet, nämligen halvstark och stark form. Att aktiemarknaden är *effektiv i halvstark form* innebär att aktiekurserna återspeglar all tillgänglig publicerad information. Med stark form avses att kurserna avspeglar all information över huvud taget, dvs också icke publicerad information eller med andra ord inside information.

4 Insideraffärer och aktieinnehav

Sammanfattning av kapitlet

Kapitlet innehåller analyser av Bankinspektionens statistik över insiders aktieaffärer. Flertalet av dessa analyser har gjorts specifikt för denna bok.

Hösten 1983 fanns drygt 1 500 aktieäggande insiders med aktier värda cirka sju miljarder kronor eller 3 procent av det totala börsvärdet. Detta representerar en mindre nedgång jämfört med 1972 då andelen uppgick till 4 procent.

Hälften av de insiders som äger aktier har under perioden 1978—83 sålt aktier. Tre fjärdedelar av försäljningarna avsåg aktier som köpts mer än två år före försäljningen. Beträffande den återstående fjärdedelen "korta" affärer har storleken av gjorda vinster uppskattats. Den ligger förhållandevis lågt i relation till generalindex för börser. Kring genomsnittet finns dock stora variationer.

För att undersöka om insiders gör bättre aktieaffärer än andra har fem olika analyser gjorts. Dessa visar att:

- 1 Företag med små insiderinnehav 1972 hade högre avkastning än företag med stora innehav.
- 2 Företag med störst insiderinnehav 1983 hade en kurs-tillväxt 1982 och 1983 som låg över genomsnittet.
- 3 De företag som hade bäst kursstillväxt 1983 hade större ägande av insiders än de företag som gick sämst.
- 4 Företag där VD ägde få aktier hade en högre avkastning än genomsnittligt 1983.
- 5 Av 24 olika aktieportföljer utvecklades de bäst som innehöll aktier som insiders sålt.

En slutsats av detta är att det saknas samband mellan aktieavkastning och insidersaktieaffärer.

Aktieinnehav

Hösten 1983 fanns det, som framgår av tabell 4:1, 3 841 insiders i Sverige i 144 företag (=det totala antalet företag som Bankinspektionen har uppgifter om). Med insiders avses här alla de personer som är registrerade som insiders hos Bankinspektionen. Av dessa äger knappt hälften aktier för vilka registreringsskyldighet föreligger.

Fler verkställande direktörer än andra insiders äger aktier. 81 procent av de verkställande direktörerna äger aktier i sina bolag. Övriga personer i företagsledningen är den grupp där aktieägandet är minst utbrett. Här är andelen bara 42 procent.

Värdet på det totala aktieinnehavet som insiders registrerat var hösten 1983 knappt sju miljarder kronor. Siffran kan jämföras med det samlade börsvärdet för de företag som noteras på Stockholmsbörsen och som utgjorde cirka 260 miljarder vid motsvarande tidpunkt. Insiders äger alltså knappt 3 procent av värdet på alla aktier (bortsett från eventuella aktier som de äger i företag för vilka registreringsskyldighet ej föreligger). En jämförelse med våren 1972 tyder på att insiders andel av ägandet sjunkit något. Då ägde insiders aktier för 1,1 miljarder motsvarande 4 procent av börsvärdet (en reservation måste dock göras för att praxis av vilka aktier insiders registrerar, kan ha ändrats. Detta gäller sådana aktier som ägs av stiftelser etc över vilka insiders har kontroll).

I genomsnitt äger insidern aktier för 1,8 miljoner kronor.¹⁾ Exkluderar man insiders som inte äger några aktier stiger siffran till 3,8 miljoner. Att siffran är så hög förklaras av att det finns ett litet antal personer med mycket stora aktieinnehav. I tabell 4:2a har listats samtliga insiders som äger mer än 100 000 aktier. De utgör 43 och äger

1) Om ej annat anges bortser vi från att insidern kan vara registrerad som insider i mer än ett företag.

aktier för fem miljarder. I genomsnitt uppgår alltså värdet av deras innehav till 226 miljoner kronor. Exkluderas dessa 43 personer sjunker genomsnittet för de återstående 1 769 till 1,1 miljoner.

Mer än hälften (53 procent) av alla insiders äger inga aktier alls i "sina" företag. Exkluderas dessa äger den "typiske" insidern aktier för något mer än 100 000 kronor. Hälften av alla insiders äger aktier för mindre än detta belopp och hälften för mer (jämför tabell 4:1).

Vid sammanställningen av antalet insiders har det inte varit möjligt att ta hänsyn till att samma person kan vara insider i mer än ett företag. Det är inte ovanligt att styrelseledamöter och VD sitter med i flera börsnoterade företags styrelser. En undersökning har gjorts av de 20 "styrelseproffs" som har flest uppdrag. Sammanlagt innehar dessa personer 176 uppdrag, dvs i genomsnitt 9 per person (*Ledarskap*, november 1983).

Ingen av dessa insiders har dock aktier i samtliga de bolag han är insider i. Curt Nicolin topparlistan med nio aktieinnehav i de tio bolag där han klassas som insider. Motsvarande siffror för Peter Wallenberg och Sten Gustafsson är 12 av 14 respektive sex av sju. Å andra sidan äger Peder Bonde och Bengt Haak bara aktier i ett bolag vardera trots att de är insiders i tio respektive sju bolag. (Uppgifterna redovisas i tabell 4:10.)

Sammanlagt äger de 20 "styrelseproffsen" aktier i 95 företag. Det innebär att antalet personer som enligt tabell 4:1 äger aktier i "sina" företag (1 812) är minst 75 för stort. Eftersom det kan finnas ytterligare något hundratal personer som sitter med i mer än en bolagsstyrelse torde det faktiska antalet aktieägande insiders ligga mellan 1 600 och 1 700. På motsvarande sätt skulle det totala antalet insiders kunna uppskattas till cirka 3 500 personer.

Insiders blev skyldiga att registrera sina aktieinnehav 1972. Strax efter det att Bankinspektionen fått in anmälningar från samtliga registreringskyldiga, publicerade

DN ett antal artiklar om insiders aktieinnehav. En sammanställning med utgångspunkt från dessa artiklar visar att antalet insiders och antalet börsföretag var ungefär detsamma i början av 1972 som i slutet av 1983. Aktieinnehavens storlek har dock ökat kraftigt — från 1,1 miljarder kronor 1972 till sju miljarder 1983. För de verkställande direktörerna är däremot siffrorna 0,2 respektive 1,4 miljarder kronor (se tabell 4:3a och 4:1).

Denna mycket kraftiga ökning — mellan 500 och 600 procent är i första hand ett uttryck för kursuppgången på börsen. Uppskattningsvis 400 av ovanstående 500—600 procent kan hänföras till en kurshöjning. Återstoden, 100—200 procent, är en volymökning. Det är dock inte självklart att detta skall tolkas som att aktiesparande bland insiders blivit vanligare. En annan förklaring kan vara att 1983 års siffror i hög grad påverkas av ett litet antal mycket stora insiderinnehav.

En sammanställning av de företag som hade störst respektive minst insiderägande 1972 redovisas i tabell 4:3b. Där anges också som jämförelse insiders aktieinnehav 1983. Det finns en viss stabilitet i insiderinnehaven. Flera företag som hade störst insiderägande 1972 ligger i topp också 1983. Inga företag som 1972 hade små insiderinnehav hade stora innehav 1983.

Mer än hälften av företagen med små insiderinnehav 1972 hade 1983 försvunnit från börslistan. Bland företag med stora insiderinnehav är det bara ett, Kockum, som försvunnit (om man undantar Kinnevik, som nyligen avförts). Det är svårt att se någon naturlig förklaring till varför så många företag med små insiderinnehav försvunnit. Möjligen kan en låg andel insiderägande återspegla en svag lönsamhet, vilket gjort dessa företag utsatta för uppköperbjudanden. En sådan slutsats bekräftas dock inte av de uppgifter om effektiv avkastning på börsaktier som publiceras av Handelsbanken. Visserligen behöver aktieägarnas avkastning inte direkt sammanfalla med företa-

gens lönsamhet. Över längre perioder bör dock sambandet vara relativt starkt.

Som framgår av tabell 4:3b är den effektiva avkastningen i de företag som har små insiderinnehav klart högre än genomsnittet för samtliga börsaktier. Den är också högre än avkastningen på aktier i företag med stora insiderinnehav. Uppgifter om avkastningen för flera av företagen med små insiderinnehav saknas emellertid. Trots det torde det vara svårt att med utgångspunkt från tabell 4:3b hävda att det finns ett starkt (positivt) samband mellan insiders aktieäggande och långsiktig avkastning på börser. Vi återkommer till detta i slutet av kapitlet.

Insiders köp och försäljningar

I tabell 4:4 redovisas uppgifter om insiders aktietransaktioner under 1973, 1982 samt 1983 (t o m september). Som framgår av tabellen har handeln ökat kraftigt — från 117 miljoner kronor 1973 till 1,3 miljarder under nio månader 1983. Antalet affärer har dock inte ökat lika mycket. 1973 uppgick antalet till 520, vilket skall jämföras med 847 1982 och uppskattningsvis lika många helåret 1983.

Det genomsnittliga beloppet per transaktion har som tabellen visar också ökat kraftigt. Som redan tidigare framhållits är detta dock främst en återspeglning av de kraftiga kursstegringarna främst under senare år. Den genomsnittliga aktietransaktionen 1973 uttryckt i 1983 års kursnivå torde uppgå till drygt en miljon kronor. Motsvarande siffra för 1983 är drygt två miljoner. Även efter det att hänsyn tagits till de ökade kurserna är det således uppenbart att insidertransaktionerna ökat i storlek.

Detta framgår också av tabell 4:4b där antalet aktier per transaktion redovisas. Medianvärdet för köp har således stigit från cirka 100 aktier per transaktion 1973 till cirka 500 1982 och cirka 1 000 aktier 1983. För försäljningarna är motsvarande siffror cirka 350, 500 och 1 300 aktier. Det genomsnittliga antalet aktier i de allra största

transaktionerna 10 000 eller fler har också stigit kraftigt. 1973 skeddde 12 sådana transaktioner med ett genomsnitt på 18 000 aktier. 1982 var antalet transaktioner 71 med 68 000 aktier i genomsnitt. 1983 uppgick antalet transaktioner till 83 under årets första nio månader med ett genomsnitt på 60 000 aktier.

Av den totala Börsomsättningen motsvarar insideraffärerna 5,7 procent 1973, 2,8 procent 1982 samt 2,4 procent 1983. Jämfört med andelen av ägandet är alltså omsättningsandelen något lägre under 1983, vilket innebär att den genomsnittliga innehavstiden är i motsvarande grad längre.

Det är svårt att urskilja något klart mönster i insiders köp och försäljning i tabell 4:4a. 1973 var försäljningarna 40 procent större än köpen för samtliga insiders. Ser man enbart på gruppen verkställande direktörer var köpen dubbelt så stora. För 1983 gäller motsatsen, dvs köpen var större för samtliga insiders medan de verkställande direktörerna var nettosäljare. Intressant att notera är att gruppen övriga insiders beloppsmässigt ligger väsentligt under de båda andra grupperna.

Transaktionerna är relativt jämt fördelade mellan årets månader (tabell 4:5). Eftersom uppgiften för det sista kvartalet 1983 saknas är det svårt att dra några direkta slutsatser. Möjligen ökar antalet affärer i december. Däremot finns inte någon påtaglig nedgång i affärer under vårmånaderna, dvs under bokslutssäsongen.

Vid undersökningar av insideraffärer är det naturligt att särskilt studera försäljningar. I många sammanhang hävdas det att det är positivt för företagen att insiders köper och äger aktier i sina företag. Men det är svårare att se något positivt i försäljningar. I USA finns t o m ett förbud för insiders att sälja aktier med vinst under en sexmånadersperiod efter köpet. I Storbritannien har styrelseledamöterna i börsföretagen åtagit sig att inte göra korta affärer.

Insiderstatistiken möjliggör en analys av i vilken utsträckning insiders i Sverige gör korta affärer. Med Dagens Nyheters månatliga uppgifter om insideraffärer som underlag har ett försök gjorts att kombinera alla försäljningar med tidigare köp¹⁾. Den undersökta tidsperioden gäller i stort sett åren 1978 tom 1983. (Täckningen är inte fullständig eftersom av olika skäl inte alla affärer registreras omedelbart). Som framgår av tabell 4:6 omfattar analysen 1 676 försäljningar. Av dessa har 50, dvs cirka 3 procent, kunnat kombineras med ett köp mindre än en månad tidigare. Det bör understrykas att detta inte nödvändigtvis innebär att affären också skattemässigt redovisats som en kortfristig transaktion. Genom att det finns en valfrihet för aktieägare att matcha köp och försäljningar går det i allmänhet inte att avgöra hur insidern betraktar den gjorda affären. I denna undersökning har i stället köp och försäljningar kombinerats med varandra enligt principen att de först sålda aktierna anses vara de som är sist köpta. Vissa transaktioner har bortsetts ifrån. Om en insider skänker bort aktier till sina barn är det uppenbart inte en försäljning eller därmed likartad transaktion. Försäljning av aktier i kombination med köp av konvertibla skuldebrev eller byte av fria mot bundna aktier har också bortsetts ifrån.

Som framgår av tabell 4:6a dominerar de långa affärerna, dvs affärer över två år. De svarar för 74 procent av det totala antalet. För det övervägande antalet av dessa finns över huvud taget inga köp registrerade. Köpen har alltså ägt rum före 1978 eller, när det gäller personer som inte tidigare varit registreringspliktiga, före den tidpunkt då registreringsplikten inträdde. Om en försäljning på ex-

1) I princip skall DN:s statistik sammanfalla med Bankinspektionens uppgifter eftersom DN hämtar sitt material därifrån. Det kan dock uppkomma överföringsfel. Vidare inkluderar inte DN småaffärer som saknar allmänt intresse. En jämförelse mellan DN och Bankinspektionens primärmaterial för ett antal företag visar att överensstämmelsen är god.

empelvis 200 aktier motsvaras av två inköp på exempelvis 150 och 50 aktier har detta behandlats som två försäljningar. Antalet försäljningar som redovisas i tabell 4:6a är därför något större än vad som framgår av Bankinspektionens statistik.

Försäljningar under 1978 och 1979 kan motsvaras av köp under 1976 och 1977 som inte omfattas av undersökningen. Antalet långa affärer är således något mindre än de 1 264 som redovisas i tabellen. För att visa hur stor felkällan maximalt kan vara anges i tabellen hur många försäljningar som gjorts under första respektive andra halvan av 1978 samt under 1979.

I tabell 6a har också gjorts en uppskattning av resultatet av de insideraffärer som är kortare än två år. Genom att insiderstatistiken saknar uppgifter om inköps- och försäljningspris har dessa uppgifter hämtats från Öhmans börsguide. Prisuppgifterna är endast ungefärliga. I många fall framgår inte vilken dag en affär gjorts utan endast månaden. I detta fall har månadens genomsnittspris använts. Felkällorna blir naturligtvis särskilt stora när innehavstiden är kort. Med reservation för detta tyder tabellen på att försäljningarna under de fem till sex år som undersökningen omfattar inte varit särskilt lönsamma. Vinsten ligger på cirka 20 procent per år samtidigt som kurserna i genomsnitt stigit med cirka 30 procent per år. Försäljningarna är relativt ojämnt fördelade mellan insiders. De 1 676 affärer som analyserats gäller 750 personer, varav 67 personer gjort mer än fem affärer var. En person redovisar 21 försäljningar.

Uppgiften om i vilka företag som de flesta försäljningarna ägt rum återfinns i tabell 4:6b. Bland dessa företag märks några som introducerats på börserna under senare år. I tabell 4:6c redovisas insiders försäljningar i de företag där de har störst innehav mätt i kronor. Det ligger nära till hands att anta att försäljningarna är särskilt stora i dessa företag. Som framgår av tabellen skiljer sig dock in-

te det genomsnittliga antalet försäljningar särskilt mycket från genomsnittet för hela materialet.

Samband mellan insiderinnehav och aktieavkastning

I tabell 4:3b redovisades uppgifter om insiders aktieinnehav 1972 och effektiv avkastning 1972—1976 samt 1972—81. Tabellen tyder inte på att det finns något samband mellan stora insiderinnehav och hög total avkastning på lång sikt.

För 1983 har en liknande tabell (tabell 4:7a) ställts samman. Där redovisas insiders aktieinnehav i de företag som gått bäst respektive sämst på börsen under 1983. Här finns ett positivt samband. Medan det genomsnittliga insiderinnehavet i de företag som gick sämst var 13 miljoner kronor, uppgick det till 144 miljoner i de företag som gick bäst. Även om man exkluderar KemaNobel där insiders äger en ovanligt stor del av aktierna uppgick genomsnittet till 51 miljoner. Som jämförelse kan nämnas att det genomsnittliga insiderinnehavet i samtliga företag är 48 miljoner kronor (40 miljoner om KemaNobel ej räknas med).

I tabell 4:7a anges både samtliga insiders aktieinnehav och VDs. Sambandet mellan insiderinnehav och kursutveckling gäller oavsett vilken av dessa grupper som man studerar. Detta är inte självklart. Sambandet mellan VDs innehav och övriga insiders är nämligen som regel relativt lågt. Det illustreras väl av Upsala-Ekeby och KemaNobel — två av de företag där insiders äger mest, samtidigt som VD knappast äger några aktier alls.

I tabell 4:7b redovisas kursändringen 1983 för de 16 företag där insiders äger mest. Även här bekräftas bilden av ett positivt samband. Den genomsnittliga kursändringen för de 16 företagen uppgår till +143 procent, vilket kan jämföras med förändringen i generalindex som är

+69 procent.

Diskussionen om betydelsen av insiders aktieinnehav för företagets framgång brukar ofta fokuseras kring VDs innehav. Detta till trots finns 37 företag i vilka VD äger aktier för mindre än 50 000 kronor. Dessa företag listas i tabell 4:8 tillsammans med uppgifter om kursutvecklingen under 1983 samt under 1982—83.

Frånvaron av egna innehav för VD tycks inte vara kopplade till en sämre kursutveckling. 27 av företagen (73 procent) redovisar en kursutveckling som är högre än generalindex för 1983. Två företag ligger 1 procentenhet under generalindex medan endast åtta företag (22 procent) ligger klart under index. Ser man i stället på de två åren 1982—83 gäller att 18 företag har en avkastning som ligger över generalindex medan 19 företag ligger under.

Samband mellan insidertransaktioner och effektiv avkastning

Det kan hävdas att insiders aktieinnehav vid en viss tidpunkt inte lämpar sig särskilt väl som mått på om en aktie är köpvärd eller ej. Aktierna kan ju ha inköpts vid en tidigare tidpunkt under andra förutsättningar och sedan aldrig sålts. Vidare kan det vara så att trots att ett företag har ett stort insiderinnehav så kan insiders ha sålts. I ett enskilda företag behöver det därför inte finnas något positivt samband mellan köp och innehav även om det rimligen föreligger för genomsnittsförtaget.

I tabell 4:9 har en annan metod valts för att mäta insiders framgång på aktiemarknaden. En sammanställning har där gjorts av samtliga insideraffärer under 1982 och hur stor avkastningen kan beräknas ha varit från den månad då köpet gjordes fram till slutet av 1983. Från eventuella försäljningar som gjorts under tiden bortses. Som framgått ovan svarar försäljningar inom en tvåårsperiod för endast 25 procent av samtliga försäljningar.

Sammanställningen utgår ifrån 24 aktieportföljer. Portfölj 1 utgörs av samtliga aktier som köpts av insiders under januari 1982. Portfölj 2 utgörs av aktier som köpts under februari osv. Portfölj 13 utgörs av aktier som sålts under januari 1983. Portfölj 24 slutligen utgörs av aktier som sålts under december. För var och en av dessa portföljer har den effektiva avkastningen beräknats t o m december 1983. I genomsnitt omfattar alltså portföljerna en tidsperiod på 18 månader. Avkastningsuppgifterna för de enskilda aktierna har hämtats från FINDATA. För varje portfölj har en genomsnittlig avkastning beräknats genom att väga samman avkastningsuppgifterna för de enskilda aktierna varvid uppgifter om köp och försäljningar i kronor använts som vikter.

Som framgår av tabellen har säljportföljerna haft den klart bästa utvecklingen. I genomsnitt har kurserna för de aktier som sålts stigit med 60 procent i förhållande till generalindex. Endast en portfölj, den från februari 1982, har utvecklats sämre än index. För köpportföljerna är bilden mer splittrad; fem portföljer har utvecklats så mycket sämre än index att genomsnittet för samtliga 12 köpportföljer ligger under index.

En viktig orsak till att portföljernas avkastning skiljer sig så kraftigt från genomsnittet för börsen är att de vanligen domineras av en eller två aktier.

I köpportföljen för juli svarar således SÅA, Stockholms Ångslup, för 90 procent av hela portföljen. Sandvik utgör 4 procent medan övriga aktier sammanlagt svarar för 6 procent. Genom att avkastningen för SÅA mellan juli 1982 och december 1983 bara var 2 procent är det den huvudsakliga förklaringen till att hela portföljen endast stigit med 12,8 procent — 112 procent under genomsnittet.

På motsvarande sätt gäller att säljportföljen i februari domineras av Fabege och Saléninvest med 71 respektive 12 procent av hela portföljens värde. Trots att övriga ak-

tier som svarar för 17 procent av portföljens värde stigit nästan dubbelt så snabbt som index drar den svaga utvecklingen för Fabege (+17 procent) och Saléninvest (—19 procent) ned hela portföljens avkastning till 37 procent vilket är 89 procent sämre än för börsen som helhet. Genom att det i detta fall handlar om en säljportfölj kan insiders sägas ha tjänat på den dåliga utvecklingen, nämligen om de använt försäljningslikviden för att investera i en marknadsportfölj av aktier.

Är insiders skickligare placerare?

Det hävdas ofta att insiders gör bättre aktieaffärer än andra personer. Anledningen behöver inte vara att de utnyttjar konfidentiell information. Lika sannolikt är att den allmänna känslan av när företaget går bra eller dåligt möjliggör för insidern att få en högre avkastning på sina placeringar. Att så är fallet har också bestyrkts i flera utländska undersökningar. Analysen som gjorts i detta kapitel visar dock att bilden av insidern som framgångsrik aktieplacerare behöver modifieras.

Insiderns placeringsförmåga kan mätas på flera olika sätt och under olika tidsperioder. Nedan sammanfattas de fem olika undersökningar som redovisats tidigare i kapitlet.

- 1 För företag med stora respektive små insiderinnehav 1972 redovisas den effektiva avkastningen för en fem- och en tioårsperiod. För båda perioderna var det företag med *små* innehav som hade den högsta avkastningen.
- 2 Företagen med de största insiderinnehaven 1983 hade en kurstillväxt som var klart högre än genomsnittligt.
- 3 För kursvinnare och förlorare under 1983 jämfördes insiderinnehaven. Kursvinnarna hade större insiderinnehav än förlorarna.
- 4 Företag med små eller inget aktieinnehav hos VD hade 1983 en kurstillväxt som låg väsentligt över börsens genomsnitt.

- 5 Av 24 aktieportföljer som omfattade aktier som köptes och såldes under 1982 visade det sig att säljportföljerna utvecklades väsentligt bättre än köpportföljerna som i sin tur gick sämre än generalindex. Innebörden är alltså att man i det här fallet borde ha handlat tvärtemot insiders för att få en högre avkastning än börsens genomsnitt.

Till detta kan läggas att den undersökning som genomförts på uppdrag av Värdepappersmarknadsutredningen (refereras i kapitel 5) visar att insiders som köpt aktier inom 30 dagar före en bokslutskommuniké eller motsvarande haft en avkastning som översteg börsens genomsnitt. För insiders som sålt registreras också en vinst, dvs värdet på de sålda aktierna har fallit efter försäljningstidpunkten.

Slutsatsen är att det inte finns något (starkt) samband mellan en insiders aktietransaktioner och hans framgång på börsen. Beroende på hur sambandet definieras kan man antingen finna stöd för antagandet att insidern har tillgång till inside information eller för att han inte har det.

Kommentarer till tabellbilagan

Tabellerna baseras huvudsakligen på det material som finns tillgängligt på Bankinspektionen. För varje företag finns där, i bokstavsordning, uppgifter om insiders namn, slag av transaktion, transaktionens storlek, tidpunkt för transaktionen samt innehavet efter transaktionen.

Uppgifterna finns registrerade på blanketter som fylls i av insidern och skickas till Bankinspektionen senast en månad efter den tidpunkt då transaktionen ägt rum. Alla blanketter fr o m 1972 eller den senare tidpunkt då registreringsplikt inträffade finns i kronologisk ordning.

En stor del av arbetet har bestått i att överföra och sammanställa data från Bankinspektionens blanketter. Detta arbete har utförts av Göran Friberg, Åsa Johnsson och Mats Nordström.

Bengt Ekström vid Bankinspektionen har välvilligt medverkat till att arbetet kunnat utföras.

Två av tabellerna bygger på DN:s sammanställning av insideraffärer. Det gäller den tabell som innehåller uppgifter om insiders aktieinnehav 1972 och tabellen med uppgifter om insiders aktieförsäljningar. I det senare fallet visade det sig vara enklare att kombinera uppgiften om köp och försäljningar från DN:s sammanställningar än från primärmaterialet, framför allt beroende på att arbetet inte behövde utföras i Bankinspektionens lokaler. Visserligen är DN-materialet ett sekundärmaterial och som sådant rimligen behäftat med vissa fel. Dessa har dock inte bedömts så allvarliga att de får någon menlig inverkan på resultatet.

Tabellbilaga till kapitel 4

Tabell 4:1 Insiders aktieinnehav hösten 1983.

Hela börsen (144 företag)

Befattning ¹⁾	Totalt antal insiders	Insiders som äger aktier		Antal insiders fördelade på innehavens storlek (tusentals kronor)					Antal aktier (tusental)	Värde, Mkr
		Antal	Proc	1—25	25—100	100—500	500—1 000	1 000—		
VD	148	120	81	5	15	25	23	52	4 087	999
S	1 833	912	50	206	205	198	72	231	27 928	5 354
Ö	1 860	780	42	235	199	198	63	85	2 249	602
Totalt	3 841	1 812	47	446	419	421	158	368	34 264	6 955

1) VD = Verkställande direktör

S = Styrelseledamot

Ö = Övriga personer i företagsledningen

Värdemässigt mest omsatta aktier (16)

VD	16	14	88	1		1	7	5	114	30
S	194	125	64	30	27	29	13	26	1 839	518
Ö	394	192	49	47	45	46	25	29	454	122
Totalt	604	331	55	78	72	76	45	60	2 407	670

Övriga industriaktier (65)

Befattning	Totalt antal insiders	Insiders som äger aktier		Antal insiders fördelade på innehavens storlek (tusentals kronor)					Antal aktier (tusental)	Värde, Mkr
		Antal	Proc	1—25	25—100	100—500	500—1 000	1 000—		
VD	65	51	78	2	5	9	10	25	2 071	336
S	934	373	40	77	76	70	32	118	22 652	3 539
Ö	766	331	43	98	83	92	27	31	853	146
Totalt	1 765	755	43	177	164	171	69	174	25 576	4 021

Banker och försäkringsbolag (12)

VD	16	13	87		4	5	2	2	30	9
S	236	142	60	49	37	31	7	19	484	132
Ö	262	111	42	51	33	26			53	14
Totalt	514	266	52	100	74	62	9	21	567	155

Investmentbolag (22)

Befattning	Totalt antal insiders	Insiders som äger aktier		Antal insiders fördelade på innehavens storlek (tusentals kronor)					Antal aktier (tusental)	Värde, Mkr
		Antal	Proc	1—25	25—100	100—500	500—1 000	1 000—		
VD	22	18	82	1	2	7	2	6	322	102
S	173	91	53	14	16	26	8	27	1 738	795
Ö	162	39	24	8	12	8	3	8	131	40
Totalt	357	148	41	23	30	41	13	42	2 191	937

Företag: Industriaktier, A II-listan (22)

VD	22	17	77		2	3	2	10	1 407	473
S	215	140	65	25	36	37	9	33	905	314
Ö	210	91	44	27	21	21	8	14	575	250
Totalt	447	248	55	52	59	61	19	57	2 887	1 037

Investmentbolag och banker, A II-listan (7)

Befattning	Totalt antal insiders	Insiders som äger aktier		Antal insiders fördelade på innehavens storlek (tusentals kronor)					Antal aktier (tusental)	Värde, Mkr
		Antal	Proc	1—25	25—100	100—500	500—1 000	1 000—		
VD	7	7	100	1	2			4	143	49
S	81	40	49	11	13	5	3	8	310	56
Ö	66	17	26	4	5	5		3	183	30
Totalt	154	64	42	16	20	10	3	15	636	135

Tabell 4:2a Insiders som innehar över 100 000 aktier hösten 1983¹⁾.

Namn	Befattning ²⁾	Företag	Antal	Värde Mkr
Birger Gustavsson	S	FABEGE	6 031 328	241,3
Maud Gustavsson	S	FABEGE	5 615 000	224,6
Erik Penser	S	KemaNobel	3 070 000	1 166,7
Reinhold Gustafsson	S	Reinhold	1 047 000	71,7
Birgitta Wiklund	S	Gambro	895 000	214,8
Olof Pettersson	S	Guldfynd	850 000	263,5
Jan Pehrsson	VD	Stockholms Ångslup	758 035	208,5
Fredrik Lundberg	S	Incentive	730 254	529,4
Erik Penser	S	Asken	607 902	407,2
Tedde Jeansson	VD	STC	550 000	37,7
Giovanni Agnelli	S	SKF	456 720	70,3
Folke Westerberg	S	ASEA	450 000	162,0
Margareta Dahlberg	S	Gambro	399 500	95,9
Pär Stenberg	VD	Bergman & Beving	396 290	154,5
Gunnar Skoog	VD	Skoogs	354 900	142,0
Hans Werthén	S	Electrolux	341 500	76,8
Stig Andersson	S	Monark	291 800	78,8
Erling Persson	S	H&M	290 220	47,6
Anders Wall	S	Beijer	278 680	41,2
Roger Bergman	Ö	Barkman	270 000	131,0
Ingemar Broberg	VD	NEA	262 000	100,9
Anders Wall	S	Volvo	230 000	101,2
Bert Sjölin	S	Munksjö	230 000	16,8
Mats Arnhög	Ö	STC	205 010	14,0
Bernhard Muskantor	S	Skåne-Gripen	204 375	26,6

Namn	Befattning ²⁾	Företag	Antal	Värde Mkr
Hans Eliasson	VD	Regnbågen	192 677	22,5
Donald Ericsson	VD	FABEGE	182 280	7,2
Rune Andersson	Ö	Kuben	160 000	24,0
Sven Westerberg	S	Munksjö	150 000	11,0
Sten K Johnsson	VD	Skåne-Gripen	128 801	16,7
Matts Carlgren	S	MoDo	125 504	41,4
Sydney Carlsson	S	Becker	125 000	28,7
Anders Althin	S	Gambro	125 000	30,0
Hans Georgii	S	Citadellet	120 000	6,0
Håkan Birke	S	SIAB	118 000	18,3
Sven Söderberg	VD	Ratos	291 570	51,3
Johan Söderberg	S	Ratos	274 040	48,3
Sture Ödner	S	Saba	109 100	15,3
John Mattson	S	Industrivärden	107 120	23,6
Torsten Fardell	Ö	Bergman & Beving	105 000	41,0
Jörgen Lind	S	Munksjö	104 980	7,7
Arne Henriksson	S	Götabanken	100 000	15,8
Lars Thuresson	Ö	STC	100 000	6,9

1) Uppgifterna baseras på Bankinspektionens register. Eftersom insiders inte behöver registrera förändringar som enbart beror på fondemissioner och eller sk splits, kan de angivna siffrorna ligga för lågt. En justering har gjorts för de emissioner som gjorts i Ratos våren 1983.

2) VD=verkställande direktör

S=styrelseledamot

Ö=övrig insider

Tabell 4:2b Storleken av insiders aktieinnehav (kronor) hösten 1983.

Värdemässigt mest omsatta aktier

Företag	Alla insiders	VD
AGA	1 771 400	816 000
Alfa-Laval	2 797 630	797 500
ASEA	210 733 560	5 400 000
Astra	3 796 848	892 296
Atlas Copco	13 513 932	691 200
Boliden	6 314 000	—
Cementgjuteriet	14 465 320	1 425 005
Electrolux	146 031 975	6 300 000
Ericsson	9 620 910	294 450
MoDo	56 851 080	660 000
Pharmacia	36 795 590	8 392 813
SCA	7 836 600	—
SKF	81 702 236	979 594
Saab-Scania	7 627 400	15 950
Swedish Match	15 419 220	2 133 000
Volvo	131 300 400	993 520

Banker och försäkringsbolag

Företag	Alla insiders	VD
Götabanken	22 048 268	1 580 000
S-E-Banken	40 115 808	2 419 200
Skaraborgsbanken	3 802 760	364 000
Skånska Banken	3 062 285	811 325
Sundsvallsbanken	3 119 005	554 200
Svenska Handelsbanken	4 809 227	—
Uplandsbanken	997 110	60 480
Wermlandsbanken	6 242 670	168 000
Östgötabanken	46 871 860	4 750 000
Atlantica	2 740 310	62 300
Skandia	21 407 400	180 000

Övriga industriaktier

Företag	Alla insiders	VD
ABV	9 952 320	290 080
Ahlsell	3 414 515	814 820
Alcro	292 575	—
Andersons	69 688 068	11 037 246
Bahco	481 140	16 200
Becker	28 854 880	—
Billerud	3 590 093	926 900
Bofors	1 376 835	14 250
Broström	11 419 758	—
Dagens Nyheter	19 643 655	—
Bröderna Edstrand	479 960	—
ESAB	1 398 165	255 000
Esselte	6 362 855	1 230 150
Euroc	13 629 720	811 200
FABEGE	481 013 760	7 291 200
Fläkt	4 733 850	990 000
Gambro	377 013 600	5 424 000
Garphyttan	—	—
Geveko	11 521 068	1 729 000
Grafoprint	19 362 575	1 450 000
Guldfynd	278 114 640	310 000
Gullspång	969 363	25 092
Gunnebo	787 500	675 000
H & M	54 062 600	—
Hexagon	14 866 212	1 177 632
Holmen	2 287 860	227 120
Hufvudstaden	7 565 908	5 428 640
Höganäs	154 280	47 560
Iggesund	1 969 125	1 929 750
Incentive	559 406 375	842 450
Independent	10 776 096	10 755 696
Infina	29 605 000	18 910 000
IRO	2 475 490	—
JM	6 339 125	1 727 250
KemaNobel	1 170 274 220	38 000
Kilaberg	5 183 750	715 000
Korsnäs-Marma	25 013 560	—
LKB	5 179 798	1 160 250
Ljungdahls	3 820 800	—
Marabou	311 610	—
Monark	81 634 500	756 000

Företag	Alla insiders	VD
Munksjö	40 645 305	547 500
NPL	52 878 380	857 440
Nymölla	1 286 735	—
Papyrus	28 630 294	43 560
Perstorp	58 841 992	470 108
Pharos	8 488 100	3 060 000
PLM	6 102 705	2 415 000
Prospector	16 388 130	6 633 660
Reinhold	82 435 982	1 027 500
SIAB	24 970 500	310 000
STC	61 769 875	37 675 000
Stockholms Ångslup	213 288 625	208 459 625
Saba	33 335 120	3 080 000
Sandvik	13 471 587	80 860
Scansped	20 542 572	164 829
Skåne-Gripen	57 660 070	16 744 130
Sonesson	41 822 800	21 362 650
Stockholms Badhus	6 453 880	1 003 000
Stora Kopparberg	4 065 925	582 980
Svea	545 415	390 000
Transatlantic	9 158 510	—
Trelleborg	6 552 390	6 174 500
Uddeholm	14 222 250	4 050 000
Åkermans	6 918 786	—

Industriaktier, A II-listan

Företag	Alla insiders	VD
Barkman	171 578 450	548 050
Bergman & Beving	206 487 840	154 553 100
Bulten	14 891 610	11 029 000
Citadellet	11 642 000	4 125 000
Dacke	11 693 000	1 842 500
Eldon	28 550 880	7 680
Fagerhult	1 449 000	—
Faluhus	11 802 375	—
Forsheda	45 089 065	1 601 250
Gotlandsbolaget	15 891 600	39 900
Hemglass	1 547 568	—
Holmia	1 877 750	319 000
Jacobson & Widmark	11 471 400	1 240 000
NEA	144 837 600	100 870 000
Regnbågen	26 293 059	22 543 209
Sandblom & Stohne	3 865 230	302 505
Scapa	67 252 500	31 050 000
Skoogs	143 573 200	141 960 000
Skrinet	7 356 800	605 000
Sydskraft	519 400	—
Tornet	379 500	138 600
Upsala-Ekeby	107 957 650	—

Investmentbolag och banker, A II-listan

Företag	Alla insiders	VD
Aritmos	24 050 400	13 900 950
Gorthon Invest	32 292 400	78 850
Kuben	25 200 000	—
Saléninvest	29 838 380	—
Sila	16 089 480	11 880
Wigral	3 944 745	1 852 200
Jämtlands Folkbank	3 254 550	80 925

Investmentbolag

Företag	Alla insiders	VD
Almedahl	41 074 770	36 705 150
Asken	436 630 960	—
B & B Invest	19 474 220	13 507 200
Beijer	54 168 592	7 063 152
Borås Invest	8 181 400	504 000
Cardo	12 270 225	56 175
Carnegie	145 350 000	2 500 000
Custos	19 310 368	18 390 064
Eken	45 900	—
Export-Invest	1 785 661	158 500
Företagsfinans	441 700	303 450
Hevea	419 580	18 500
Industrivärden	27 136 120	352 000
Investor	40 348 197	343 500
Opus	13 950 000	—
Promotion	16 514 559	368 200
Protorp	310 500	86 250
Providentia	10 477 929	100 500
Rang Invest	16 409 500	—
Ratos	68 145 440	20 526 528
Säfveån	847 218	838 000
Öresund	3 290 700	225 000

Tabell 4:2c Företag i vilka insiderägandet var störst respektive minst, hösten 1983.

Största andel insiders	Dagsvärde på insiderinnehavet i % av börsvärdet	Minsta andel insiders	Dagsvärde på insiderinnehavet i % av börsvärdet
Guldfynd	80,6	AGA	0,1
Skoogs	66,1	Alfa-Laval	0,1
Stockholms Ångslup	65,7	Billerud	0,1
FABEGE	60,0	Bofors	0,1
Mea	56,9	Företagsfinans	0,1
Scapa	47,2	Gullspång	0,1
KemaNobel	36,3	Höganäs	0,1
Asken	34,3	Ericsson	0,1
Reinhold	33,1	Protorp	0,1
Monark	30,5	Saab-Scania	0,1
Bergman & Beving	28,6	Stora Kopparberg	0,1
Forsheda	27,8	Svea	0,1
Incentive	25,3	Sv Handelsbanken	0,1
Barkman	24,4	Sydkraft	0,1
Östgötabanken	20,9	Säfveån	0,1

Tabell 4:3a Insiders aktieinnehav i januari 1972 (Mkr).

Företag	Samtliga insiders	därav VD
AEG	0,2	0,0
AGA	3,5	0,7
Ahlsell	13,8	0,7
Alfa-Laval	0,8	0,2
Alcro	8,5	0,0
Algot	4,0	1,2
Almedahl	6,9	4,9
Almqvist & Wiksell	1,0	0,5
Aritmos	1,6	0,4
ASEA	53,6	3,3
Asken	52,9	0,4
Astra	44,3	2,4
Atlantica	2,4	0,1
Atlas Copco	16,1	0,5
Bahco	19,5	0,2
Balken	4,0	0,6
Barnängen	6,8	0,1
Becker	7,2	6,8
Beijer	24,7	4,5
Bergvik & Ala	2,4	0,5
Billerud	1,1	0,1
Boliden	1,8	0,1
Bofors	0,3	0,0
Borås Wäfveri	2,2	0,0
Bulten	27,8	0,9
Cardo	0,3	0,0
Carnegie	6,7	0,9
SCA	3,0	0,1
Cementa	3,3	0,1
Cementgjuteriet	27,4	1,1
Coronaverken	13,5	0,5
Credo	0,5	—
Custos	0,8	0,0
Dagens Nyheter	30,5	0,6
Drott	0,1	0,0
Electrolux	15,2	12,5
Elverk, Skandinaviska	0,9	0,2
Ericsson	7,5	1,6
Esab	2,6	0,5
Esselte	0,9	0,0
Export-Invest	0,8	0,5
Facit	2,7	0,5
Fagersta	1,2	0,2
Fläkt	0,3	0,0
Ford	0,0	—
Fortia	50,6	48,2
Företagsfinans	0,4	0,0
Gotlandsbolaget	1,1	0,4

Företag	Samtliga insiders	därav VD
Gränges	2,0	0,1
Gunnebo	1,5	0,1
Götabanken	4,1	0,1
Göta Kanalbolag	0,1	0,1
Hevea	0,9	0,2
Hexagon	2,3	0,0
Holmen	20,1	0,0
Holmia	1,1	0,6
Hufvudstaden	0,4	0,3
Husqvarna	2,8	0,1
Höganäs	0,4	0,2
Iggesund	50,8	3,2
Incentive	31,3	1,5
Industrivärden	10,3	0,0
Investor	9,4	0,7
Jonsered	2,2	0,0
NifeJungner	1,4	0,1
Jämtlands Folkbank	1,4	0,1
Järnvägsverken	0,1	0,0
KemaNobel	2,8	0,3
Kilsund	5,4	0,2
Kinnevik	40,3	12,0
Klippan	2,0	—
Kockum	28,0	0,4
Kopparfors	22,4	0,6
Korsnäs-Marma	7,7	0,0
Marabou	7,9	1,6
Mea	0,0	0,0
MoDo	18,5	12,6
Monark	3,9	—
Munksjö	16,4	0,0
Mölnlycke	2,7	1,3
Nitro Nobel	0,3	0,1
NK	9,0	1,4
Nymölla	1,0	0,0
Ostasiatiska Kompaniet	0,2	0,0
Papyrus	7,0	0,1
Perstorp	10,9	0,1
PLM	15,1	10,8
Pripp	1,1	—
Providentia	16,0	—
Rotor	9,1	7,7
Ry	1,2	0,0
Sandvik	9,4	1,1
Sila	5,4	0,0
Sonesson	1,5	1,0

Företag	Samtliga insiders	därav VD
Sponsor	0,4	—
Stockholms Badhus	0,3	0,2
Stora Kopparberg	9,0	0,2
Promotion	1,9	0,0
Ratos	56,5	12,9
Skandia	3,6	0,3
Skansen Lejonet	4,5	1,6
Skaraborgsbanken	0,4	0,0
SKF	4,9	0,2
Skånska Banken	10,6	0,8
Smålandsbanken	0,4	0,1
Stab	8,0	1,9
Svea	16,9	15,3
Svenska Amerika Linjen	0,9	0,0
Svenska Lloyd	2,1	1,9
Svenska Handelsbanken	1,8	0,0
Sundsvallsbanken	0,3	0,0
Sydinvest	2,8	0,0
Sydkraft	0,2	0,0
Säfveån	0,2	0,1
Tarkett	0,0	—
Tirfing	73,5	7,1
Transalantic	16,9	16,5
Trelleborg	0,7	0,2
Tretorn	0,3	0,1
Tulwe	0,8	0,1
Uddeholm	0,5	0,2
Uplandsbanken	0,4	0,0
Uppsala Ekeby	0,9	0,1
Wermlandsbanken	1,2	0,0
Wirsbo	0,6	0,4
Wolrath	3,7	—
Volvo	8,9	0,8
Åhlen & Holm	22,4	0,6
Åkermans	11,3	6,8
Öresund	8,1	0,4
Östgötabanken	2,7	0,0
	1 140,5	224,5

Tabell 4:3b Storleken på insiders aktieinnehav och företagens effektiva avkastning, Mkr.

Stora insiderinnehav 1972

Företag	Insiders aktieinnehav		Effektiv avkastning procent per år	
	1972	1983	1972—76	1972—81
Asea	53,6	210,7	9,7	12,8
Asken	52,9	436,6	21,9	17,7
Astra	44,3	3,8	14,8	21,7
Broströms	73,5	11,4	0,5	-3,2
Bulten	27,8	14,9	11,8	9,3
Cementgjuteriet	27,4	14,5	29,1	33,5
Dagens Nyheter	30,5	19,6	3,6	5,9
Iggesund	50,8	2,0	19,8	17,3
Incentive	31,3	559,4	9,1	7,0
Kinnevik	40,3	—	24,3	16,9
Kockum	28,0	—	7,1	—
Pharmacia	50,6	36,8	14,6	23,4
Ratos	56,5	68,1	22,3	19,8
		Ovägt genomsnitt	14,5	15,2

Små insiderinnehav 1972

AEG	0,2	—	23,2	17,7
Cardo	0,3	12,3	29,0	30,5
Drott	0,1	—	20,1	—
Fläkt	0,3	4,7	4,5	7,1
Ford	0,0	—	7,9	—
Göta Kanalbolag	0,1	—	—	—
ASJ	0,1	—	—	—
Mea	0,0	—	—	—
Nitro Nobel	0,3	—	23,4	—
Ostasiatiska Kompaniet	0,2	—	—	—
Stockholms Badhus	0,3	6,5	—	37,6
Sundsvallsbanken	0,3	3,1	18,8	20,4
Sudkraft	0,2	0,5	23,8	30,3
Säfveån	0,2	0,8	20,4	13,9
Tarkett	0,0	—	10,6	—
Tretorn	0,3	—	10,6	—
		Ovägt genomsnitt	18,2	22,5
		Genomsnitt för samtliga företag	11,2	14,5

Tabell 4:4a Insidertransaktioner 1973, 1982 och 1983 (9 månader) för samtliga företag, inklusive banker.

År: 1973

Be-fattning	Antal köp	KÖP		Antal förs	FÖRSÄLJNING		Summaköp och förs (tkr)
		Värde (tkr)	Genomsnittligt belopp (tkr)		Värde (tkr)	Genomsnittligt belopp (tkr)	
VD	30	10 489	350	14	5 287	378	15 776
S	184	29 982	163	114	50 276	441	80 258
Ö	128	8 448	66	50	12 445	249	20 893
Totalt	342	48 920	143	178	68 008	382	116 927

År: 1982

Be-fattning	Antal köp	KÖP		Antal förs	FÖRSÄLJNING		Summaköp och förs (tkr)
		Värde (tkr)	Genomsnittligt belopp (tkr)		Värde (tkr)	Genomsnittligt belopp (tkr)	
VD	58	158 723	2 737	64	96 494	1 508	255 217
S	178	236 793	1 330	246	251 787	1 024	488 580
Ö	132	25 618	194	169	37 862	244	63 480
Totalt	368	421 134	1 144	479	386 143	806	807 277

År: 1983 (ca 9 månader)

Be-fattning	Antal köp	KÖP		Antal förs	FÖRSÄLJNING		Summaköp och förs (tkr)
		Värde (tkr)	Genomsnittligt belopp (tkr)		Värde (tkr)	Genomsnittligt belopp (tkr)	
VD	48	41 255	859	50	120 615	2 412	161 870
S	136	696 447	5 121	224	417 595	1 864	1 114 042
Ö	109	32 266	296	85	31 398	369	63 664
Totalt	293	769 968	2 628	359	569 608	1 587	1 339 576

Tabell 4:4b Insidertransaktioner, antal transaktioner m a p antal aktier per transaktion.

Antal aktier per transaktion	Antal transaktioner					
	1972		1982		1983	
	köp	förs	köp	förs	köp	förs
0— 24	59	11	6	12	1	1
25— 75	85	32	31	51	12	15
76— 124	53	22	36	46	26	24
125— 249	37	22	44	65	29	26
250— 750	51	33	80	111	58	49
751—1250	24	21	53	53	37	32
1251—9999	38	37	78	101	83	165
10000— ¹⁾	6	6	29	42	38	45
	(14 130)	(21 380)	(63 430)	(72 940)	(78 980)	(42 170)
Totalt	353	184	357	481	284	357

1) Inom parentes anges genomsnittligt antal aktier för transaktioner som omfattar 10 000 eller fler aktier.

Tabell 4:5 Antal insideraffärer per månad.

Köp

Månad	1973	1982	1983	Totalt
Jan	34	20	30	84
Feb	32	35	33	100
Mar	31	36	14	81
Apr	28	29	36	93
Maj	42	27	22	91
Jun	17	33	47	97
Jul	14	30	39	83
Aug	20	31	20	71
Sep	23	20	18	61
Okt	23	20	1	44
Nov	23	22	2	47
Dec	25	29	—	54
Totalt	312	332	262	906

Försäljning

Månad	1973	1982	1983	Totalt
Jan	24	38	58	120
Feb	16	20	36	72
Mar	8	36	35	79
Apr	14	29	32	75
Maj	14	18	31	63
Jun	17	27	37	81
Jul	6	30	38	74
Aug	6	21	41	68
Sep	3	48	43	94
Okt	11	41	—	52
Nov	20	57	—	77
Dec	32	84	—	116
Totalt	171	449	351	971

Tabell 4:6a Insiders aktieförsäljningar.

Innehavsperiod i månader	0—1	1—6	6—12	12—24	24—	Summa
Antal trans- aktioner	50	111	127	124	1 264	1 676 ¹⁾
Beräknat inköpspris (Mkr)	17,0	44,6	35,1	30,6		
Beräknat försäljnings- pris (Mkr)	16,7	50,4	43,8	38,1		
Beräknad vinst (Mkr)	—0,3	+5,8	+8,7 ²⁾	+7,5		
Vinst i procent av inköpspris	—1,8	12,9	24,8	24,5		

1) Antalet personer som gjort dessa affärer uppgår till 750.

2) Härav hänför sig 4,2 miljoner till ett köp av Erik Penser i Bofors för 8,9 miljoner kronor med ett försäljningspris på 13,1 miljoner.

Tabell 4:6b Företag i vilka insiders gjort flest aktieförsäljningar.

Företag	Antal försäljningar 1978—83	Antal personersom sålt
Scansped	72	15
S-E-Banken	55	22
Perstorp	47	11
Bergman & Beving	47	9
Saléninvest	45	12
Bulten	43	11
Kinnevik	36	6
Jacobson & Widmark	34	12
NPL	33	8
Dagens Nyheter	33	15
MoDo	31	9
ABV	30	14
Boliden	29	11
Skåne-Gripen	28	5
ASEA	28	12
Gambro	25	9
Hexagon	25	11
Saab-Scania	25	13
Grafoprint	24	12
Hufvudstaden	24	6
Genomsnitt	35,7	11,2
Genomsnitt för hela materialet ¹⁾	11,6	0,9

1) Genomsnittet baseras på 144 företag och 1 812 aktieägande insiders.

Tabell 4:6c Antal försäljningar och antal personer som sålt i företagen med de största insiderinnehaven, mätt i kronor.

Företag	Antal försäljningar 1978—83	Antal personer som sålt
KemaNobel	17	15
Incentive	23	7
FABEGE	20	9
Asken	3	5
Gambro	25	9
SCA	4	2
ASEA	28	12
Bergman & Beving	47	9
Barkman	15	9
Electrolux	10	7
Carnegie	16	6
NEA	3	3
Skoogs	3	2
Volvo	9	9
Uppsala-Ekeby	20	10
Genomsnitt	15,2	7,1
Genomsnitt för hela materialet	11,6	0,9

Tabell 4:7a Insiders aktieinnehav i företag med högst (kursvinnare) respektive lägst (förlorare) aktieavkastning 1983.

Företag	Samtliga insiders, Mkr	Därav VD, Mkr
Kursvinnare		
Skåne-Gripen	57,6	16,7
Uppsala Ekeby	107,9	—
Munksjö	40,6	0,5
Proventus	—	—
Fagersta	—	—
Skrinet	7,3	0,6
Schatullet	—	—
KemaNobel	1 170,2	0,0
Billerud	3,5	0,9
Alcro	0,2	—
Uddeholm	14,2	4,0
Bergman & Beving	206,4	154,5
Dagens Nyheter	19,6	—
Almedahl	41,0	36,7
Parcon	—	—
MoDo	56,8	0,6
Kursförlorare		
STC	61,7	37,6
Kuben	—	—
STC-Venture	—	—
IRO	2,7	—
ESAB	1,3	0,2
Tornet	0,3	0,1
Gullspång	0,9	0,0
Cardo	12,2	0,0
Monark	81,6	0,7
Holmia	1,8	0,3
Kilaberg	5,1	0,7
Sydskraft	0,5	—
Ericsson	9,6	0,2
AGA	1,7	0,8
Svenska Kredit	—	—
Uplandsbanken	0,9	0,0

Tabell 4:7b Kursutveckling i företag med de största insiderinnehaven, mätt i kronor.

Företag	Insiderinnehav hösten 1983 (Mkr)	Kursutveckling 1983 (%)
KemaNobel	1 170	+221
Incentive	559	+162
FABEGE	481	+ 30
Asken	437	+173
Gambro	377	—
Guldfynd	278	—
SRA	213	+ 44
ASEA	210	+126
Bergman & Beving	206	+178
Barkman	172	+163
Electrolux	146	+ 92
Carnegie	145	+119
NEA	145	+112
Skoogs	144	+148
Volvo	131	+ 60
Upsala-Ekeby	108	+381
Genomsnitt		+143
Förändring i generalindex för aktier		+ 69

—=uppgift saknas

Tabell 4:8 Kursutvecklingen i företag där VDs innehav hösten 1983 understeg 50 000 kronor.

Företag	Förändring i köpkursen, procent	
	1983 (12 mån)	1982—83 (24 mån)
Boliden	+ 41	+ 68
SCA	+ 62	+185
Saab-Scania	+ 67	+150
Alcro	+210	+275
Bahco	- 63	+ 29
Becker	+ 27	+ 84
Bofors	+ 52	+ 34
Broströms	+ 50	+ 27
Dagens Nyheter	+175	+188
Garphyttan	+140	+258
Gullspång	+ 3	- 22
H & M	+ 34	+ 23
Höganäs	+115	+203
IRO	- 7	+ 28
KemaNobel	+221	+315
Korsnäs	+146	+270
Ljungdahls	+ 84	+ 55
Marabou	+ 84	+209
Nymölla	+ 89	+109
Papyrus	+103	+306
Transatlantic	+136	+112
Åkermans	- 51	+ 45
Asken	+156	+311
Eken	+126	+217
Hevea	+101	+210
Opus	+ 58	+ 90
RangInvest	+ 34	+ 59
Sv Handelsbanken	+ 89	+ 62
Eldon	+ 83	+190
Fagerhult	+ 67	+167
Faluhus	+133	+186
Gotlandsbolaget	+125	+483
Sydkraft	+ 19	- 18
Upsala-Ekeby	+381	+444
Kuben	- 43	+113
Saléninvest	+ 59	- 10
Generalindex för aktier	+ 35	+125

Tabell 4:9 Avkastning på insiders köp och försäljningar under 1982 fram t o m december 1983 jämfört med generalindex för aktier.

	Köp 1982 (Mkr)	Portföljens avkastning i förhållande till general- index	Försälj- ning 1982 (Mkr)	Portföljens avkastning i förhållande till general index
Jan	21,5	+ 49,6	41,9	+ 59,4
Feb	44,7	- 68,7	52,9	- 89,0
Mar	5,7	+ 17,2	7,4	+159,4
Apr	9,2	- 37,0	13,3	+ 41,8
Maj	68,2	- 110,4	2,9	+109,0
Jun	209,5	- 131,5	35,2	+162,0
Jul	250,0	- 111,8	8,0	+109,5
Aug	7,3	+ 5,2	5,0	+ 25,8
Sep	2,5	+ 62,1	45,5	+ 49,3
Okt	20,1	+ 48,4	15,7	+ 18,9
Nov	14,6	+117,2	53,9	+ 44,2
Dec	30,1	+ 38,7	33,4	+ 34,4
Genomsnitt (ovägt)		- 10,1		+ 60,3

Tabell 4: 10 Styrelseproffsens aktieinnehav i miljoner kronor i bolag där de är insiders.

<i>Peter Wallenberg</i>		<i>Anders Wall</i>		<i>Per Lindberg</i>	
Atlas Copco	6,5	Beijer	41,2	Industrivärden	0,3
SKF	1,7	Sonesson	4,0	PLM	0,04
Investor	18,3	Argentus	—	Gunnebo	0,0
Providentia	0,0	Billerud	0,0	JM	0,05
Papyrus	14,5	STC-Venture	—	AGA	0,08
Nymölla	1,2	Volvo	101,2	SCA	0,02
ASEA	3,7	STC	1,0	Promotion	0,0
Broström	0,3	Skandia	5,4	Ericsson	0,34
Electrolux	0,9	Svenska Handelsbanken	0,2	Svenska Handelsbanken	0,0
Ericsson	5,9	Industrivärden	0,9	Argentus	—
S-E-Banken	1,6	Stockholms Badhus	0,0		
Stora Kopparberg	2,8	Tresor	—		
Sila	0,0	Företagsfinans	0,0		
Incentive	3,8	Dacke	—		
Totalt	75,3	Totalt	153,7	Totalt	0,8

—=uppgift saknas

<i>Peder Bonde</i>		<i>Hans Stahle</i>		<i>Curt Nicolin</i>	
Investor	0,0	Alfa-Laval	0,9	ASEA	26,3
Providentia	0,0	KemaNobel	0,0	ESAB	—
Alfa-Laval	0,3	Astra	0,0	Fläkt	1,9
KemaNobel	0,0	Esselte	0,0	Sila	1,1
Astra	0,0	Iggesund	0,0	Swedish Match	0,7
Fläkt	0,0	Incentive	2,2	Investor	0,8
Saab Scania	0,0	Investor	0,05	Providentia	0,4
Stora Kopparberg	0,0	S-E-Banken	0,006	Incentive	0,7
Skandia	0,0	Providentia	0,04	Volvo	0,2
Sila	0,0	LKB	—	S-E-Banken	0,6
Totalt	0,3	Totalt	3,2	Totalt	32,7

<i>Jan Wallander</i>		<i>Hans Cavalli-Björkman</i>		<i>Sven Ågrup</i>	
Svenska Handelsbanken	0,002	S-E-Banken	0,1	AGA	0,04
Dagens Nyheter	0,05	Skoogs	0,0	Pharos	0,0
IRO	0,007	Uddeholm	0,01	Svenska Handelsbanken	0,0
Sila	0,0	Åkermans	0,003	Volvo	0,0
Argentus	—	Bulten	—	Asken	0,0
Ericsson	0,03	Saab-Scania	0,02	STC	0,07
Iggesund	0,02	Scansped	0,005	Sonesson	0,0
Promotion	0,01	Trelleborg	—	Ericsson	0,0
MoDo	0,01	Incentive	0,0		
Totalt	0,1	Totalt	0,1	Totalt	0,1

<i>Bo Rydin</i>		<i>Gunnar Dahlsten</i>		<i>Sven Söderberg</i>	
SCA	0,0	Swedish Match	2,1	Ratos	20,5
Borås Invest	0,0	Almedahl	0,01	Papyrus	2,3
Transatlantic	0,5	ESAB	—	Alfa-Laval	0,0
Industrivärden	0,2	Hufvudstaden	0,01	ASEA	0,1
Svenska Handelsbanken	0,3	Perstorp	0,0	Fläkt	0,0
Skandia	0,0	S-E-Banken	0,0	Custos	0,0
Sila	0,0	SCA	2,3	Skandia	0,01
ABA	—	Custos	0,01	S-E-Banken	0,2
Saba	0,1				
Totalt	1,1	Totalt	4,4	Totalt	23,1
<i>Christer Salén</i>		<i>Ernst Herslow</i>		<i>Sigvard Ando</i>	
Saléninvest	11,5	Öresund	0,2	Custos	18,4
Atlantica	2,4	Custos	0,2	Hufvudstaden	1,4
Export Invest	0,2	Cardo	0,2	Höganäs	0,0
Fors Invest	—	Gorthon Invest	0,0	Sandblom & Stohne	0,0
NK	—	Höganäs	0,02	SCA	3,0
Fagersta	—	Euroc	—	Swedish Match	0,0
Kinnevik	—	S-E-Banken	0,06	Uplandsbanken	0,0
ASEA	1,4	Trelleborg	0,0		
Totalt	15,5	Totalt	0,7	Totalt	22,8

Lennart Johansson

SKF	1,0
Broström	0,0
Volvo	0,2
S-E-Banken	0,03
ESAB	—
ASEA	0,0
Cementgjuteriet	0,0
Totalt	1,2

Per Lindblad

Cardo	0,06
Wigral	0,04
Ahlsell	0,0
Aritmos	0,0
Protorp	0,04
Cementgjuteriet	0,0
Gorthon Invest	0,0
Totalt	0,1

Bengt Haak

Cementgjuteriet	0,03
SKF	0,0
Euroc	—
Cardo	0,0
Opus	0,0
Custos	0,0
S-E-Banken	0,0
Totalt	0,0

Olof Kuhlberg

Rang Invest	0,0
Borås Invest	0,0
Industrivärden	0,0
JM	0,0
PLM	0,0
IRO	0,0
Promotion	0,01
Totalt	0,0

Sten Gustavsson

Astra	0,2
Saab-Scania	0,02
Investor	0,2
Incentive	6,9
Skandia	0,0
Providentia	0,2
S-E-Banken	0,01
Totalt	7,5

5 Reglering av insideraffärer i Sverige

Kapitlet i sammanfattning

I Sverige har två statliga utredningar behandlat insid-erproblemet. På förslag av Fondbörsutredningen beslutade Riksdagen 1971 att styrelseledamöter och personer i företagsledningen skulle registrera sina aktietransaktioner fr o m 1972. Kontrollen av att registreringsplikten fullgjordes utövas av Bankinspektionen. Enligt inspektionen fanns det emellertid skäl att anta att enbart registrering inte var tillräckligt för att hindra missbruk av inside information. 1979 tillsattes därför Värdepappersmarknadsutredningen som i slutet av 1983 lade fram ett förslag om lagfäst förbud mot vissa insideraffärer.

Värdepappersmarknadsutredningen motiverar sitt förslag med att ett förbud är nödvändigt för att bevara allmänhetens förtroende för börser. Därutöver redovisas ett antal exempel på misstänkta fall av osunda insideraffärer. Viktigast bland dessa är de s k "Kritiska affärerna", dvs köp och försäljningar som insiders gjort mindre än 30 dagar före publiceringen av delårsrapporter, bokslutskommunikéer m m.

Remissvaren på Värdepappersmarknadsutredningens betänkande har i huvudsak tillstyrkt de föreslagna åtgärderna mot missbruk av inside information. Dock framförs kritik mot detaljer i förslagen. Flera av remissinstanserna pekar sålunda på den osäkerhet som råder när insidern får handla. Vidare finns invändningar mot förslaget att inkludera vissa större aktieägare i insiderkretsen.

Fondbörsutredningen

1966 tillsattes Fondbörsutredningen med uppgift att i första hand diskutera frågan om förbättrad informationsgivning till aktiemarknaden. Därutöver hade den möjlighet att ta upp andra frågor som utredningen kunde möta, t ex "otillbörligt utnyttjande av förtrolig bolagsinformation".

Varför utredningen beslöt att behandla insiderfrågor är oklart. Som framgått av kapitel 3 är ämnet dock närbesläktat med den för utredningen centrala frågan om företagets informationsgivning. Enligt en av utredningens sekreterare kan också en insideraffär som behandlades i en dagstidningsartikel ha bidragit till att frågan kom att tas upp.

Om aktiemarknaden fick sköta sig helt själv skulle den inbjuda till missbruk i olika avseenden. Spridande av falsk information och missbruk av inside information är några exempel. En sådan marknad skulle knappast fungera effektivt. Mindre aktieägare skulle välja andra sparalternativ och marknaden skulle få svårigheter att klara sin primära uppgift, nämligen att förse företagen med riskvilligt kapital.

För att undvika en sådan situation har nästan alla börser någon form av självreglering som specificerar krav på mäklare, på företagets informationsgivning etc. Därutöver finns ofta en myndighet som kontrollerar efterlevnaden av olika bestämmelser. I Sverige fyller Bankinspektionen denna uppgift.

De som är skeptiska till regleringar framhåller att det sällan görs något försök att mäta om kostnaderna för regleringen motsvarar dess intäkter. Hur mycket större ett missbruk skulle vara om regleringarna och tillsynsmyndigheterna avskaffades är också svårt att avgöra.

Frånvaron av försök att mäta regleringars effektivitet har förklarats med att deras egentliga syfte inte är att

skydda den svaga parten, i det här fallet den lilla aktieköparen. Snarare bör regleringarna ses som ett medel att gynna vissa grupper på andras bekostnad. Enligt denna uppfattning är regleringar ett resultat av en politisk process. Regleringens utformning blir därmed beroende av hur olika grupper påverkas och möjligheterna för dessa grupper att gå samman och utöva ett tryck på dem som fattar beslut. Välorganiserade, resursstarka och homogena grupper har med detta synsätt lättare att vinna gehör för sina synpunkter än grupper som inte har samma intresse eller möjlighet att påverka.

En viktig roll spelas här av myndigheten själv. För att få tillgång till ökade resurser och för att stärka sin ställning kan det ligga i myndighetens eget intresse att peka på ofullkomligheter i en marknads funktionssätt och behov av nya regleringar för att rätta till dessa missförhållanden. Enligt detta synsätt skulle Bankinspektionens medverkan i Fondbörsutredningen och offentliga agerande i övrigt ha styrts av ett önskemål att öka inspektionens makt. Om det finns fog för ett sådant påstående återkommer vi till senare.

Fondbörsutredningen kunde påvisa förekomsten av missbruk av inside information genom ett antal intervjuer. De flesta tillfrågade börsjournalister, fondkommissionärer och företagsledare kunde berätta om aktietransaktioner som föreföll vara baserade på inside information. Flertalet ansåg också att det fanns ett behov av lagstiftning ”för att förstärka motståndskraften mot frestelser till otillbörligt utnyttjande av företagsinformation”. Utredningens slutsats blev att man, trots att missbruk av företagsinformation inte framstod som utbrett, borde medverka till att försöka förstärka uppfattningen att utnyttjandet av förtrolig företagsinformation var något förkastligt.

Utredningen övergick därefter till att diskutera vad som menas med förtrolig företagsinformation. Inled-

ningsvis konstaterades därvid att det finns ett nära samband mellan aktiekursutvecklingen och ett företags resultat. Resultatförändringar är således av centralt intresse för aktiemarknaden. Andra viktiga faktorer är utdelningsbeslut, förslag om fond- eller nyemissioner, företagsköp, organisationsförändringar, produktlanseringar etc. Däremot ansågs uppgifter om produktpriser, försäljningsvolym, orderläge och nyinvesteringar vara för allmänna för att kunna betecknas som "förtrolig information".

Syftet med den här diskussionen måste rimligen ha varit att förbereda ett förslag till lagstiftning mot missbruk av inside information. Utredningen tog dock själv avstånd från en sådan idé. Problemområdet sades vara nytt för lagstiftaren och det förelåg stora svårigheter att påvisa ett missbruk. Utredningen föreslog därför att man skulle agera med försiktighet och begränsa lagstiftningen till att omfatta regler om registrering av aktieinnehav för en snävare personkrets. Genom den uppmärksamhet som insideraffärerna därmed skulle komma att få kunde det förväntas att insiders skulle avstå från klandervärda affärer.

Beträffande avgränsningen av de personer som måste registrera sina aktieinnehav ansåg utredningen att styrelseledamöter, medlemmar i direktionen, revisorer samt övriga högre företagsledare skulle ingå. I den senare kategorin skulle ingå bl a ekonomichefer, försäljningschefer, forskningschefer samt chefer för lokala förvaltningar om befattningen medför att personerna generellt får tillgång till förtrolig information. Registreringsplikten skulle också omfatta innehav hos övriga personer i insiders hushåll samt hos juridiska personer som insiders har ett väsentligt inflytande över. För att minska osäkerheten om en enskild tjänsteman är registreringspliktig eller ej föreslogs att företaget skulle vara skyldigt att på begäran av den anställde lämna besked om så var fallet.

Ytterligare en kategori för vilken registreringskyldig-

het diskuterades var större aktieägare. Här konstaterades dock att även stora aktieägare kan stå helt utanför företagets ledning medan i andra företag även ett litet innehav kan ge ett stort inflytande. Enligt utredningen kan man därför inte generellt hävda att det finns ett samband mellan aktieinnehav och tillgång till förtrolig information och avstod därför från att kräva att större aktieägare blir registreringspliktiga.

De som skall registrera sina aktieinnehav föreslogs av utredningen att göra detta i respektive bolag. Anmälan skulle skickas in inom en månad efter aktieförvärvet. En längre tid än så ansågs olämplig därför att det skulle försvåra utredningen om någon insider gjort affärer i samband med någon betydelsefull händelse i ett företag. Uppsåtligt brott mot registreringsplikten föreslogs kunna straffas med böter eller fängelse i högst ett år.

Näringslivets Börskommitté

Samma år som Fondbörsutredningen tillsattes bildades Näringslivets Börskommitté gemensamt av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund. Dess uppgift var att diskutera möjligheten att förbättra företagens ekonomiska informationsgivning. En rekommendation om dessa publicerades 1968. När Fondbörsutredningen lade fram sitt betänkande 1970 blev Börskommittén en av de viktigaste remissinstanserna.

Börskommittén delade i allt väsentligt Fondbörsutredningens syn på insideraffärer. En av ledamöterna förklarade att han t o m kunde gå längre och föreslå förbud för befattningshavare i ett företag att göra aktieaffärer exempelvis i samband med fusioner. En annan ledamot föreslog att registreringsskyldigheten borde utsträckas till att omfatta samtliga anställda. Det slutliga remissvaret kom dock att utformas i enlighet med en reservation till utredningen av Alvar Lindencrona som också var ledamot av

Börskommittén. Där tillstyrktes alltså förslaget om registreringsplikt för styrelseledamöter, verkställande och vice verkställande direktörer samt revisorer. Däremot vände man sig emot förslaget att också övriga företagsledare skulle omfattas. Anledningen var oklarheten om vilka som avsågs. I första hand krävdes därför att man för dessa personer skulle nöja sig med att rekommendera att man i anställningsvillkoren inskräppte vikten att inte missbruka förtrolig företagsinformation. I andra hand yrkades att registreringsplikt för dessa personer skulle uppkomma först efter att företagen skriftligen meddelat att sådan förelåg.

Riksdagens beslut

Regeringens proposition, baserad på Fondbörsutredningens förslag, antogs av riksdagen hösten 1971. Jämfört med utredningens förslag genomfördes bara marginella förändringar. Kretsen av registreringspliktiga ändrades sålunda inte. Däremot föreskrevs att övriga företagsledare blev registreringspliktiga först efter att de erhållit meddelanden från företaget. Registret skulle utan inskränkning hållas tillgängligt för allmänheten hos både företaget och VPC. Dessutom skulle Bankinspektionen ha rätt anmoda företagen att lämna uppgifter till Bankinspektionen om alla anmälningsskyldiga personer. I departementschefens motivering heter det dock att uppgifterna obligatoriskt bör lämnas till Bankinspektionen utan särskild anmaning. Att detta kunde uppfattas som självklart av departementschefen förklaras av att Bankinspektionen var den myndighet som skulle kontrollera att de nya reglerna följdes.

I enlighet med detta uttalande lät också Bankinspektionen trycka upp blanketter för rapporteringen av aktieinnehav där originalet gick till respektive företag och en kopia till Bankinspektionen. I praktiken har denna ord-

ning medfört att det är Bankinspektionen som kontaktats när någon vill ha uppgifter om insiders aktieaffärer. På Bankinspektionen finns alla anmälningssblanketter samlade per företag till vilka vem som helst har tillträde. Där-
emot torde det vara mer ovanligt att ett företag kontaktas för att lämna ut motsvarande uppgifter.

30-dagarsregeln

I lagen och dess förarbeten gavs Bankinspektionen ingen vägledning om huruvida dess tillsynsverksamhet skulle omfatta mer än en ren kontroll av att företagets befattningshavare uppfyllde sina registreringskyldigheter. Bankinspektionen ansåg att man hade en sådan skyldighet. I början av 1974 lät man undersöka när insideraffärer gjorts. Det visade sig då att en relativt stor andel av affärerna, 36 procent, gjorts mindre än 30 dagar före publicerandet av betydelsefull information. Bankinspektionen skrev därför till börsföretagen och framhöll att man uppfattade dessa affärer som olämpliga. Andelen minskade också under 1974 och 1975 till 22 respektive 13 procent för att sedan åter öka. 1981 uppgick andelen till 25 procent vilket föranledde en ny skrivelse från Bankinspektionen där man uttalade att den ökade andelen kunde uppfattas som att "respekten för insiderlagstiftningen och statsmakternas i samband därmed uttalade önskemål har minskat".

Det bör understrykas att Bankinspektionens undersökningar uteslutande avser risken för missbruk av inside information. Man har således inte försökt bedöma om missbruk faktiskt skett. Man har heller inte kontrollerat om kursrörelserna varit sådana att det funnits skäl att misstänka att insidern haft tillgång till någon för aktie-
marknaden viktig information. (En sådan analys har dock gjorts av Bankinspektionen på uppdrag av Värdepappersmarknadsutredningen, se nedan.) Allt vad sta-

tistiken visar är hur många affärer som gjorts mindre än 30 dagar före publicerandet av en delårsrapport, bokslutskommuniké eller årsredovisning samt före bolagsstämman.

Utökade insynsmöjligheter

Statistiken över 30-dagarsaffärer kan ses som ett uttryck för Bankinspektionens tolkning av innebörden i 1971 års insiderlagstiftning. Dock var Bankinspektionens möjligheter att ingripa mot missbruk begränsade. Man hade sålunda inga formella möjligheter att undersöka affärer där det kunde misstänkas att inside information kommit till användning. I slutet av 1973 skrev därför Bankinspektionen till regeringen och bad om en precisering av sina befogenheter. Bl a föreslogs att Bankinspektionen skulle ges rätt att fråga också andra än fondkommissionärer om deras aktieaffärer. Frågan hänsköts av regeringen till Fondbörsutredningen. I sitt slutbetänkande som publicerades 1976, föreslog utredningen att Bankinspektionen skulle ges en utvidgad rätt att infordra uppgifter från de insiders som är anmälningsskyldiga vad avser deras handel med aktier i det egna företaget. Denna rätt skulle dock vara begränsad. Inspektionen skulle inte få "göra påpekanden för den upplysningsskyldige angående dennes sätt att göra affärer". Upplysningarna skulle i stället användas till att tjäna som underlag för förslag till lagändringar.

Vidare föreslog utredningen att kretsen av de personer som skulle registrera sina aktieaffärer borde utvidgas. Framför allt ansågs att större aktieägare borde vara registreringspliktiga. Visserligen sades att "dessa inte i allmänhet har tillgång till förtrolig företagsinformation". Å andra sidan är större aktieägare registreringspliktiga i vissa andra länder. Utredningen ansåg därför att detta borde gälla även Sverige och att gränsen för registrering skulle

sättas vid 10 procent. Även ledamöter i företagsnämnden ansågs ha en sådan anknytning till företaget att de borde uppfattas som insiders och åläggas registreringskyldighet.

Remissbehandling och proposition

I remissbehandlingen accepterades i stort sett utredningens förslag. Den hårdaste kritiken kom från Bankinspektionen som menade att en rätt att göra undersökningar utan att få kritisera den som eventuellt felat var meningslös. Bankinspektionen föreslog också att 10-procentsgränsen för registrering borde sänkas till 5 procent. De stora näringslivsorganisationerna ansåg å andra sidan att utredningen gjort en riktig bedömning av inspektionens befogenheter. Med tanke på att missbruk är relativt ovanligt ansåg de att Bankinspektionens rätt att kräva in upplysningar borde begränsas till fall där det fanns sannolika skäl för att misstänka att allt inte stod rätt till. Däremot kritiserades inte förslaget att utöka kretsen av insiders annat än av några få instanser under hänvisning till administrativa problem.

Efter det att remissbehandlingen avslutats skrev Bankinspektionen till regeringen om några fall där man velat men inte kunnat ingripa. Ett av dessa gällde Trendinvest, ett företag som specialiserat sig på en mycket spekulativ form av värdepappersförvaltning som åsamkat kunderna stora förluster.

Ett annat gällde några misstänkta insideraffärer. Bankinspektionen upprepade därför sitt krav på en skärpning av lagstiftningen men tillfogade att frågorna sannolikt var så komplicerade att en ny utredning var motiverad.

Uppfattningen att en ny utredning borde tillsättas delades av statsrådet Gösta Bohman, inom vars departement frågan handlades. Han skrev att det fanns skäl att skärpa

lagstiftningen exempelvis genom att Bankinspektionen gavs rätt att göra påpekanden med anledning av de undersökningar som inspektionen kunde göra. Å andra sidan framhöll han att frågan var känslig eftersom offentliga påpekanden från Bankinspektionen kunde ses som ett ingrepp i den personliga integriteten. Han avslutade med ”även om jag således anser att det kan finnas skäl att skärpa lagstiftningen på detta område är jag för närvarande inte beredd att slutgiltigt ta ställning till denna fråga utan anser att den bör övervägas ytterligare”.

Något förvånande är att frågan om en utvidgning av insiderkretsen inte avgjordes redan 1978. Eftersom remissinstanserna inte tyckts uppfatta den frågan som kontroversiell borde regeringen kunnat ta med utredningens förslag i propositionen. Så skedde emellertid inte. Förmodligen uppfattades frågan om registreringsplikt som så nära kopplad till det övergripande problemet om hur man skulle kunna förhindra missbruk av inside information, att även denna delfråga överlämnades till den nya utredningen.

Insideraffärer efter 1972

Sedan insiderlagen trädde i kraft 1972 har det rapporterats några fall av överträdelser. I en ledare i Veckans affärer i januari 1973 kritiserades Bankinspektionen för att ha varit för släpphänt när det gällde att kontrollera lagens efterlevnad. Flera insiders hade sålunda underlåtit att rapportera sina innehav utan att detta föranlett någon åtgärd. Med åren har dock inspektionen tagit i hårdare. I mars 1983 anmäldes en styrelsesuppleant i Skrinet i samband med att han anmälde en försäljning av aktier, eftersom köpet av dessa aktier aldrig hade rapporterats till Bankinspektionen.

Den kanske mest uppmärksammade insideraffären avslöjades under våren 1983. Ett mindre fastighetsbolag,

Profundo, hade under 1982 köpt och sålt 30 000 Sandvickaktier. Profundo ägdes av tre personer till ungefär lika delar. Två av dessa hade direkt anknytning till Sandvik — den ene som styrelseledamot, den andre som vice VD. Diskussionerna kom framför allt att handla om den sistnämnde. Frågan huruvida denne borde ha rapporterat sitt indirekta innehav av Sandviksaktier är ännu inte avgjord. Aktier som en insider äger genom en juridisk person skall registreras om insidern har ett väsentligt inflytande över den juridiska personens verksamhet. Detta kan bara avgöras utifrån de särskilda omständigheterna i det enskilda fallet.

Härutöver redogör Värdepappersmarknadsutredningen för några fall som innehåller omständigheter som kan tyda på att missbruk av inside information förekommit. En styrelseledamot hade köpt aktier före offentliggörandet av en nyhet om ett förvärv av ett utländskt bolag. I ett annat bolag hade en ekonomidirektör köpt aktier omedelbart före ett mycket gynnsamt bokslutsbesked. I ett tredje fall hade hela ledningsgruppen köpt aktier strax innan det blev känt att företaget fått en stor utländsk order.

Gemensamt för samtliga dessa fall är att aktiekurserna stigit efter att nyheten blivit offentlig. Något missbruk av inside information har dock inte kunnat påvisas eftersom de inblandade förnekar att de känt till nyheterna i förväg. Till bilden hör också att Bankinspektionen, som redan påpekats, inte har befogenhet att göra egna utredningar. Förmodligen önskar man en förändring på denna punkt. Samtidigt är Bankinspektionens chef, Sten Wahlberg, realistisk nog att inse att det inte är lätt att erhålla utökade resurser för att komma åt misstänkta insiders. I en intervju i november 1983¹⁾ förklarade han därför att han var negativ till att göra insideraffärer straffbara annat än för "återgångsförbrytare". Å andra sidan ansåg Wahlberg att insiderfrågorna måste lösas snabbt. I december 1983 sade han till Veckans affärer: "Jag trodde tidigare att vi

här inte hade att göra med någon större olägenhet, men under årens lopp har vi fått vittring på en hel del spår som luktar illa. De leder inte så ofta direk till insiders utan till bulvaner och andra som fått s k tips”.

Undersökning av osunda insideraffärer

Det kan synas paradoxalt att den viktigaste källan för upptäckt av missbruk av inside information är den statistik som förs av Bankinspektionen. Den som avsiktligt missbrukar förtrolig information för egen vinning avstår förmodligen från den publicitet som anmälan medför. Med andra ord torde möjligheterna att hitta fall där inside information missbrukats genom att analysera insiderregistret vara begränsade. Insikten om detta kan vara en förklaring till att insiderstatistiken bearbetats endast i obetydlig utsträckning. Ett undantag är en prisbelönt uppsats 1983 av Friberg m fl *Hur handlar insiders?* Författarna undersökte samtliga insideraffärer som registrats hos Bankinspektionen under den senaste tioårsperioden och identifierade alla affärer om minst 1 000 aktier. För var och en av dessa undersöktes den efterföljande kursutvecklingen. Författarna fann 12 fall där insiders köpt före en kraftig kursstegring och tre fall där insiders sålt före ett kraftigt kursfall.

I samband med genomgången av de enskilda fallen ”betygsätts” varje affär med avseende på om aktörerna kan anses ha missbrukat inside information eller ej. I sammanlagt sju fall anses missbruk föreligga. Åtta fall frikänns, därav ett fall där kursuppgången inträffade mindre än en månad efter insiders köp. Det gällde Eken där kursuppgången inte kunde kopplas till någon specifik händelse utan tillskrevs en allmän uppvärdering av bolag med stora fastighetsinnehav. Övriga ”kortsiktsaffärer” kritiserades dock.

I Bergman & Beving köpte insidern samma dag som en

positiv rapport lades fram. Tydligt anser författarna att det bör krävas några dagars "karenstid" innan informationen kan anses ha blivit allmänt känd. Som tidigare påpekats är detta inte självklart mot bakgrund av aktie-
marknadens höga effektivitet.

I Saba köpte insiders strax innan det meddelades att man skulle skilja ut fastighetsbeståndet. Kritiken i detta fall bygger delvis på att insiders inte angett en exakt tidpunkt för sina köp utan endast månaden, juni. Nyheten läckte ut ungefär 14 juni och bekräftades någon vecka senare. Om köpet ägde rum dessförinnan torde kritiken varit berättigad. Detta framgår dock inte av statistiken.

I Saléninvest köpte insiders aktier strax före en mycket positiv delårsrapport. Kursuppgången i samband med rapportens publicering var dock mycket måttlig. Ett större lyft kom en dryg månad senare. Även om således insiders möjligen köpte för nära delårsrapportens publicering förefaller det som om andra orsaker förklarar varför kursstegringen blev så stor. Huruvida dessa var kända av insiders eller ej framgår inte av analysen.

I de övriga fyra fall som författarna bara kritiserar inträffade kursändringen mellan en och sex månader efter transaktionerna; i ett fall efter cirka ett år. Författarna har här gjort det lätt för sig. Med facit i handen är det naturligtvis enkelt att påstå att insiders "vet" att de pågående satsningarna i företaget skall ge utdelning längre fram och att detta kommer att leda till kurshöjningar. I verkligheten torde det vara så att insiders har lika stora svårigheter som andra att förklara den "irrationella" kursställningen på en viss aktie.

Sammanfattningsvis är detta en intressant undersökning som illustrerar den nuvarande registreringens möjligheter och begränsningar när det gäller att upptäcka insiderspekulation. I fallet Bergman & Beving sätter man fingret på en känslig punkt — när skall insiders få handla efter det att informationen publicerats?

Värdepappersmarknadsutredningen

1979 tillsattes Värdepappersmarknadsutredningen med regeringsrådet Göran Wahlgren som enmansutredare. Uppgiften var bl a att bedöma konsekvenserna av Fondbörsutredningens förslag om utökade befogenheter för Bankinspektionen samt av en utvidgning av den krets av personer som är skyldiga att registrera sina aktieinnehav.

Utredningens betänkande publicerades 30 november 1983. Där föreslogs betydligt mer långtgående åtgärder mot insideraffärer än tidigare. Viktigast är ett förslag att missbruk av inside information skall vara straffbart.

Utgångspunkt för Värdepappersmarknadsutredningens förslag

Värdepappersmarknadsutredningens utgångspunkt är att missbruk av inside information är oacceptabelt. Anledningen är främst att den "är ägnad att undergräva förtroendet för handeln med värdepapper och därmed medför risk för att seriösa investerare söker sig från marknaden". Den här allmänna kritiken underbyggs med referat från massmedia av ett antal insideraffärer (se ovan) samt en analys av insiderstatistiken för 1979. Analysen visar bl a att i företag med en mycket positiv kursutveckling domineras insideraffärerna av köp. För första halvåret 1980 är bilden mer splittrad. Dock noteras försäljningar i ett av bolagen som anges vara det enda av de undersökta bolagen för vilken kursutvecklingen vänt (nedåt). "Det anförda frammanar obestridligen bilden av att insiders har och tar tillvara möjligheten att gå in och ur papperen vid den tidpunkt som är ekonomiskt gynnsamt". Beteendet hos insiders i de företag som utvecklats sämst gör det dock svårare att dra bestämda slutsatser. Visserligen är omsättningen väsentligt mindre för dessa bolag men även här dominerar köpen.

Utredningen har också undersökt lönsamheten i s k

kritiska affärer, dvs affärer som genomförts mindre än 30 dagar före publiceringen av delårsrapporter etc. Undersökningen visar att lönsamheten i dessa kritiska affärer är mycket hög. Mellan köpet och årsskiftet har aktiekurserna i genomsnitt stigit med 60 procent på årsbasis. För försäljningarna gäller att säljaren sluppit en kursundergång på 20—30 procent på årsbasis. För hela året 1979 gäller vidare att Japos generalindex låg i stort sett stilla. Vad statistiken alltså tycks visa är att insiders utnyttjar sitt informationsövertag.

Den slutsatsen är dock inte självklar. Endast en mindre del av ovanstående kursförändringar äger nämligen rum under de första 30 dagarna. Eftersom dessutom många av de "kritiska" affärerna görs mindre än 30 dagar före den kurspåverkande händelsen framstår utredningens skrivning som diskutabel. Visserligen tycks aktiekurserna i genomsnitt gå upp i de bolag där insiders köper och ned där insiders säljer. Kursutvecklingen under den kritiska perioden är dock inte dokumenterad på ett tillfredsställande sätt.

Å andra sidan tycks inte huvudkritiken mot 30-dagarsaffärerna grundas på dessas faktiska lönsamhet. Snarare synes man, i varje fall inom Bankinspektionen, ha uppfattat de 30 dagarna som en absolut tidsperiod inom vilken man, som insider, alltid bör avstå från aktieaffärer.

Det gör också att man tar lätt på de invändningar som utpekade insiders gjort. Genomgående förnekar nämligen insiders att deras affärer gjorts i syfte att göra en kortiktig vinst. Enligt utredningen understryker detta svårigheten att fastställa om missbruk av inside information verkligen förelegat. Utredningen tycks vara tveksam om ens en utvidgad befogenhet för Bankinspektionen skulle vara till hjälp. "Då det gäller insiders motiv är det under alla förhållanden svårt att nå klarhet." Det spelar dock inte någon avgörande roll. "När det gäller att bedöma (den nuvarande) lagens effektivitet (dvs snarare brist på

effektivitet) synes det emellertid inte vara helt nödvändigt att känna till antalet enskilda fall där informationsmissbruk skett.”

Värdepappersmarknadsutredningens förslag

Utredningens viktigaste förslag är att vissa insideraffärer förbjuds. Detta innebär en väsentlig skärpning av attityden jämfört med Fondbörsutredningen. Tidigare avvisades tanken på ett förbud med motivet att det saknades erfarenhet i Sverige av åtgärder för att reglera insiderhandeln. Erfarenheterna tycks inte vara större nu. Utredningen säger att en skärpning av lagstiftningen är nödvändig ”utan att man kunnat belägga omfattningen av osund insiderhandel på den svenska värdepappersmarknaden”. Just bristen på ”offentligrättsliga sanktioner är den viktigaste invändningen mot den nuvarande insid-erlagstiftningen...” Denna brist i lagstiftningen väger så tungt att utredningen anser att den bör botas oberoende av graden av påvisbart missbruk för närvarande.

Förbudet i lagstiftningen föreslås gälla två typer av insid-eraffärer.

- 1 Köp av aktier i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv (take-overs).
- 2 Handel innan en för aktiemarknaden väsentlig nyhet publicerats.

Offentliga aktieförvärv

Möjligheterna för lönsam insiderspekulation är utan tvekan störst i samband med offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Det är i dessa sammanhang vanligt att aktierna i det bolag som köps upp betalas med ett pris som ligger väsentligt över börskursen som gäller innan erju-

dandet blir allmänt känt. Insiders vinst blir härigenom garanterad. Såsom visas i nästa kapitel har detta också lett till att flera länder har förbud mot insiderhandel i just dessa situationer. Nederländerna är ett exempel på ett land där förbud mot insiderhandel är begränsad just till take-overs.

I Sverige har Näringslivets Börskommitté i en rekommendation från 1971 uttalat att "befattningshavare som i tjänsten får kännedom om planerat samgående ej får överlåta eller förvärva aktier i berörda företag förrän erbjudandet offentliggjorts". Utredningen avser dock att denna rekommendation är otillräcklig.

I likhet med Näringslivets Börsrekommendation föreslås förbudet gälla alla dem som i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare i de berörda företagen fått kännedom om erbjudandet. Därtill kommer större aktieägare som blivit förhandsinformerade. Förbudet skall gälla från den tidpunkt förslaget presenterats i det erbjudande företagets styrelse. Risker för missbruk av inside information dessförinnan bedöms så låg att den inte motiverar en utvidgning av förbudet.

Övrig insiderhandel

Det av Värdepappersmarknadsutredningen vid flera tillfällen kommenterade problemet att avgöra om missbruk av inside information verkligen förekommit skulle kunna användas som ett argument för ett generellt förbud mot vissa affärer oberoende av dess syfte. Utredningen avvisar dock tanken på förbud mot såväl 30-dagarsaffärer som "korta affärer" där man såväl köper som säljer aktier inom en viss period. I stället föreslås ett förbud som är utformat efter förebilder från bl a USA och Storbritannien mot handel för egen eller annans räkning *så länge en i företagets verksamhet inträffad omständighet av kursdrivan-*

de natur inte offentliggjorts. Förbudet avser också rådgivning (tips). Förbudet föreslås gälla dels alla de som närvarande räknas som insiders, dvs är skyldiga att registrera sina aktieinnehav, dels fysiska personer som äger mer än 5 procent av aktierna i ett företag.

Andra grupper, konsulter, övriga anställda inklusive ledamöter i företagsnämnder samt personer som erhållit tips omfattas inte direkt av förbudet att handla. Vidare gäller att förbudet är begränsat till fall där informationsmissbruket uppfattas som allvarligt. Det innebär att informationen skall *väsentligt* påverka aktiekursen när den publiceras. Innebörden av detta har utredningen medvetet avstått från att försöka beskriva.

Det förtjänar att understrykas att det av utredningen föreslagna förbudet är eller i varje fall kan uppfattas som mer begränsat än motsvarande förbud i exempelvis Storbritannien. Utgångspunkten där är att den insider som är i besittning av *information* som väsentligt skulle kunna påverka aktiekursen förbjuds att handla. Att använda ordet "omständighet" som den svenska utredningen gjort antyder att den information man vill hindra insidern att utnyttja är information om *specifika händelser*. Inside information av mer allmän karaktär, t ex en god försäljningsutveckling, hög produktionstakt, optimism hos företagsledningen, vilka sammantagna pekar mot en kraftig vinstökning skulle således inte vara straffbart att utnyttja. Först när dessa allmänna fakta omsatts i en konkret prognos, skulle förbudet träda i kraft.

Påföljder

Den som av *grov oaktsamhet* bryter mot insiderlagen skall dömas till böter. Anses brottet ha varit *uppsåtligt* kan straffet bli fängelse i upp till två år. Därutöver skall eventuell vinst på aktieaffären vara förverkad om detta inte kan anses obilligt.

Huruvida åtal skall väckas eller ej skall avgöras av Bankinspektionen. Inspektionen har därvid rätt att avgöra om åtal kan underlåtas. Så kan ske om ”brottet saknar betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller då brottet eljest är av ringa beskaffenhet”.

Utvidgade befogenheter för Bankinspektionen

I och med att missbruk av inside information kriminaliseras har tydligen betänkligheterna mot att utvidga Bankinspektionens befogenheter att undersöka misstänkta fall försvunnit. ”En frågerätt mot enskild person med insynställning kan inte undvaras.” Frågerätten skall bli tillgripas för att avgöra om en polisutredning är nödvändig. Kan den som tillfrågats om en misstänkt affär ge en godtagbar förklaring till Bankinspektionen skall fallet avskrivast.

Utvidgning av insiderkretsen

Som redan nämnts föreslår utredningen att definitionen av insiders skall vidgas. I likhet med Fondbörsutredningen föreslår Värdepappersmarknadsutredningen att större aktieägare skall betecknas som insiders. Anledningen är att ”dessa ofta får förhandstillgång till förtrolig information om företaget”. Påståendet motiveras inte närmare trots att Fondbörsutredningen på sin tid hävdade motsatsen, dvs att större aktieägare *inte* hade ett informationsövertag. Påståendet är anmärkningsvärt också därför att det strider mot en rekommendation från Stockholms Fondbörs där det sägs ”att alla intressenter på aktiemarknaden skall få information samtidigt”.

Beträffande definitionen av *större* aktieägare sägs att redan mindre innehav än 5 procent kan ha strategisk betydelse. En högre siffra än 5 procent bör därför inte kom-

ma i fråga. Man kan här återigen göra en jämförelse med Fondbörsutredningen som argumenterade ungefär lika kraftfullt för en 10-procentgräns på sin tid.

Mer utrymme ägnas åt förslaget att inte inkludera de större aktieägarna som är juridiska personer i insiderkretsen.

Utredningen anför tre skäl:

- 1 Det privatekonomiska vinningsmomentet saknas. (OBS! Aktier som ägs av ett "fåmansbolag", dvs ett bolag där en fysisk person har ett väsentligt inflytande, skall anses ägda av den fysiska personen.)
- 2 Institutioner m fl har ett egenintresse av att motverka osunda insideraffärer samt
- 3 Administrativa problem.

Det är intressant att notera att den hänvisning som ofta förekommer i utredningen till "allmänhetens behov av förtroende för aktiemarknaden" inte nämns här. Om allmänheten har ett behov av skydd är väl det i första hand gentemot större aktieägare, dvs vanligtvis juridiska personer. Att hävda att dessa saknar ett vinstmotiv är knappast riktigt. Konkurrensen mellan olika fonder och institutioner är ofta hård. Den förstärks av massmedias bevakning som vanligen uteslutande koncentrerar sig på att se om portföljens avkastning kortsiktigt överträffat generalindex.

Påståendet att institutioner och andra juridiska personer har ett egenintresse av att motverka insiderspekulation är långsökt. De personer som sitter i dessa juridiska personers styrelser är ju samma personer som man tidigare förklarat att man ville skydda allmänheten mot. En liknande synpunkt förs fram i Dagens Industri den 21 februari 1984 av Björn Davegårdh.

"De senaste månaderna har S-E-Banken sålt ut omkring 800 000 Atlas Copco-aktier. Det bolaget halverade sin utdelning förra veckan. S-E-Banken och Atlas Copco

har tre personer gemensamma i sina styrelser.

Mot den bakgrunden framstår den pågående insiderdebatten som lite löjlig. De stora insideraffärerna görs inte av privatpersoner utan av institutioner.

Ändå vill jag inte insinuera att just den här försäljningen bygger på insiderinformation. Det vore naturligt att misstänka Investor och Providentia som säljare. Förhoppningsvis är det fel.

Det vore emellertid lika olyckligt om det vore en annan S-E-Banken närstående kund.

Blotta misstanken är dock tillräcklig för att utvidga insiderbegreppet till även institutioner. Kanske finns det också anledning att ifrågasätta det lämpliga i att ha bankmän i industriföretagens styrelser.”

Krav på snabbare registrering

Enligt nuvarande regler skall en insider rapportera eventuella affärer inom 30 dagar. Utredningen konstaterar att det relativt ofta förekommer att den här tidsfristen överskrids. Det vanligaste skälet som anförs av den försumlige är glömska. Mot denna bakgrund föreslår utredningen att anmälan i framtiden i stället skall göras inom 14 dagar. Tanken är uppenbarligen att om registreringen ligger närmare affären i tiden så minskar risken att den glöms bort. Å andra sidan genomförs många affärer under en längre tid. En tidigare rapportering medför därför en ökad belastning för dem som svarar för registreringen. Till det kommer att det är ofta flera personer inblandade i registreringen — bolagsregister, VPC och Bankinspektionen. Mot denna bakgrund framstår det inte som självklart att en registrering inom 14 dagar är bättre än inom en månad.

En lindring i rapporteringsskyldigheten föreslås för mindre aktieaffärer. Eftersom lagstiftningen är inriktad mot ”mera allvarliga fall” föreslås att affären inte behöver anmälas om förändringarna i aktieinnehavet jämfört med senaste anmälan understiger 50 aktier.

Remissvaren

Det allmänna intrycket vid en genomgång av remissvaren är att man accepterar lagstiftningsåtgärder mot missbruk av inside information. Ingen är helt avvisande, dock finns flera exempel på invändningar mot detaljer i utredningens förslag.

Viktigast bland dessa är definitionen av de händelser som insiders inte får utnyttja. Näringslivets organisationer är tämligen eniga om att utredningens förslag skapar en osäkerhet för insiders som kan inverka menligt på deras intresse för att äga aktier. I ett svar som beretts av Näringslivets Börskommitté anför Industriförbundet och Stockholms Handelskammare med stöd från bl a Bankföreningen att det vore bättre att knyta förbudet mot handel i aktier till vissa specifika händelser, närmare bestämt publiceringen av delårsrapporter, bokslutskommunikéer samt till bolagsstämman. Sveriges Aktiesparares Riksförbund anser att detta förslag är för snävt och vill därutöver inkludera förbud mot handel i samband med händelser som ”*uppenbart kommer att ha starkt kurspåverkande effekt*”. Det skall vidare vara fråga om ”en oväntad händelse som ändrar en tidigare allmänt omfattad bild av företaget och som är tydligt avgränsad i tiden”. Detta är en formulering som nära anknyter till Fondbörsens remissvar och som i sin tur strävar efter att skapa en koppling till börsens inregistreringskontrakt. Även finansanalytikerna efterlyser en mer preciserad definition av vilka händelser som bör ge upphov till ett förbud mot handel.

En intressant precisering föreslås av Fjärde AP-fonden. Där påpekas att aktiekurserna för enskilda företag slumpmässigt kan väntas utvecklas cirka 7 procent plus/minus förändringen i generalindex under en månad. Med ”väsentlig händelse” bör följaktligen avses en händelse som kan antas förändra aktiekursen med cirka 10 procent (i förhållande till generalindex).

En annan fråga där oenigheten i förhållande till utredningens förslag är påtaglig gäller definitionen av insiderkretsen. Aktiespararna kräver sålunda att man även borde inkludera så tekniska insiders, alltså de som professionellt handlar med aktier: journalister m fl. Bankinspektionen är tveksam till om juridiska personer bör utlämnas. Å andra sidan finns det ett flertal organisationer som menar att det är fel att inkludera större aktieägare. Det gäller först och främst Industriförbundet m fl, Aktiefremjandet och Svenska Värdepappersfondens förening. Fjärde AP-fonden vill för sin del höja gränsen från föreslagna 5 till 10 procent.

I allmänhetens tjänst?

Inledningsvis påpekas att det kan finnas en risk att myndigheter ser mer till sina egna önskemål än till allmänhetens behov av skydd. Mot den bakgrunden tilldrar sig remissvaret från Bankinspektionen särskilt intresse.

Enligt Bankinspektionen är den starka betoningen på straffsanktionerad lagstiftning "inte självklar". Enligt dess uppfattning vore det bättre om man i stället kunde förlita sig på råd, anvisningar och kritik från inspektionen. Detta är samma uppfattning som inspektionen tidigare fört fram, exempelvis i samband med att Fondbörsutredningens slutbetänkande lades fram 1976.

Det är också den uppfattning man väntar sig att Bankinspektionen skall ha om dess intresse är att öka de egna befogenheterna. Dessa skulle nämligen minska om det överlämnades till domstolarna att avgöra vad som är ett riktigt eller felaktigt beteende hos insiders.

Som Bankinspektionen framhåller i sitt remissvar är dock konflikten mellan inspektionens uppfattning och utredningens förslag till lagstiftning "inte så stor som den kan synas vara". Eftersom Bankinspektionen svarar för utredningsarbetet och kan bevilja åtal eftergift, blir det i

praktiken den som avgör hur den nya lagen tillämpas.

Härav följer inte nödvändigtvis slutsatsen att Bankinspektionens åsikter bara återspeglar egennyttn. Bankinspektionens uppfattning ligger nämligen relativt nära den slutsats som dras i denna bok, nämligen att en lagstiftning inte är nödvändig. Men medan Bankinspektionen själv vill svara för bekämpandet av missbruk av inside information anser vi att detta bör göras av näringslivet självt.

Insiderlagstiftningen anses vanligen syfta till att skydda mindre aktieägare mot styrelseledamöter m fl. Aktieägarna utgör en heterogen grupp med små resurser medan de som ingår i insiderkretsen kan agera genom de traditionella organisationerna. Organisationernas förstående inställning till en skärpt insiderlagstiftning skulle kunna ses som ett uttryck för att insiders inte uppfattar den som ett direkt hot mot sina intressen. Det kan i sin tur bero på att man delar uppfattningen att en lagstiftning behövs för att bibehålla allmänhetens förtroende för börsen eller för att man bedömer möjligheterna att kontrollera att den nya lagen efterlevs som små. Det kan naturligtvis också förklaras av att en majoritet av insiders inte ägnar sig åt missbruk av förtrolig företagsinformation och gärna ser att en liten minoritets missbruk beivras.

6 Reglering av insideraffärer i utlandet¹⁾

Kapitlet i sammandrag

I kapitlet beskrivs hur några viktiga länder reglerar insideraffärer. USA, Kanada och Storbritannien utgör en grupp som valt likartade metoder med skyldighet för insiders att registrera sina aktieaffärer och med ett lagstadgat förbud mot missbruk av inside information.

På den europeiska kontinenten är skillnaderna stora mellan olika länder. Italien kräver registrering men saknar därutöver regler mot osunda insideraffärer. I Frankrike finns ett lagstadgat förbud mot insidermissbruk men inga krav på registrering. I Västtyskland gäller samma sak men med skillnaden att förbudet inte är lagfäst.

I Beneluxländerna finns varken krav på registrering eller uttryckliga förbud mot missbruk av inside information.

Definitionen av inside information är likartad i de olika länderna. Den skall vara väsentlig, oväntad och inte allmänt känd. Börserna har i allmänhet ett huvudansvar för upptäckt av missbruk. Därutöver ställs i några länder krav på att företagen skall följa kursstämningen och ingripa när det finns anledning befara att någon missbrukat inside information. Den vanligaste sanktionen är att eventuella vinster skall överlämnas till företaget. I Storbritannien och Frankrike däremot drabbas insidern av böter och i undantagsfall av fängelse

Kapitlet har disponerats så att olika problemområden behandlas i tur och ordning. I appendix ges en motsvarande beskrivning land för land.

1) Detta kapitel hade inte kunnat bli så utförligt om inte Rider & Ffrenchs standardarbete *The regulation of insider trading* kunnat utnyttjas som källa.

Inledning

Som vi redan noterat aktualiserar ett ingripande mot insideraffärer en rad olika problem. Som exempel kan nämnas hur man definierar en insider och inside information, sanktionsbestämmelser, åtgärder för att upptäcka missbruk av inside information osv. Olika länder har löst problemen på delvis olika sätt. Nedan följer en redogörelse för dessa, strukturerade med utgångspunkt i respektive problemområde. I bilaga finns dessutom en mer utförlig beskrivning av bakgrunden till de olika bestämmelserna i ett antal enskilda länder som bedömts vara intressanta ur svensk synvinkel.

Vilka är insiders?

Flera länder arbetar med två definitioner av insiders — en snäv som används vid registrering av insiders aktietransaktioner och en bred som utnyttjas när man vill bedöma om en viss person får handla med aktier utan inskränkningar.

De personer som är registreringskyldiga faller utan undantag in i någon av följande tre kategorier:

- styrelseledamöter (directors)
- företagsledning (officers)
- större aktieägare (inklusive juridiska personer).

Vid bedömningen av om någon är insider med avseende på en viss aktieaffär kan följande kategorier tillkomma:

- övriga anställda i företaget
- affärskontakter i andra företag och konsulter
- statliga tjänstemän eller motsvarande
- personer som fått tips
- envar som ingår i ovanstående kategorier.

Registreringsskyldighet

Krav att registrera aktieinnehav torde vara det vanligaste sättet att försöka hindra att insiders missbrukar information. De äldsta reglerna om registrering av insiderinnehav daterar sig från 1934 i USA. Krav på öppen redovisning av aktieinnehav har dock ett vidare syfte än att försvåra insideraffärer i snäv mening. Vid förvärv av större aktieposter i ett företag har det av olika skäl ansetts lämpligt att köparen öppet skall redovisa när hans innehav överstiger en viss gräns. Eftersom det kan vara svårt att skilja den registreringsskyldighet som följer av denna anledning från den som härrör från önskemålet att bekämpa missbruk av inside information, bortser vi fortsättningsvis från orsaken till varför större aktieägare är skyldiga att redovisa sina aktieinnehav.

I tabell 6:1 visas vilka som är skyldiga att registrera sina aktieinnehav i några viktigare länder. Där framgår att registreringsskyldigheten vanligen omfattar styrelse och företagsledning. Det enda undantaget är Frankrike, där bara större aktieägare omfattas av registreringsplikt. I Frankrike fanns tidigare registreringsplikt också för styrelseledamöter och företagsledning. Denna plikt slopades dock 1970 på grund av svårigheter att göra registren tillförlitliga. Ytterligare ett land som slopat registreringsplikten är Japan. I detta fall tycks en öppen redovisning av aktieinnehav ha upplevts som stridande mot japanska traditioner.

Storbritannien är ytterligare ett undantag från regeln att registreringsplikt omfattar styrelse och företagsledning. Redan 1948 ålades styrelseledamöter att registrera sina aktieinnehav. Något krav på att registreringsskyldigheten skulle utsträckas till att omfatta också företagsledningen har inte förts fram, trots att insiderfrågor diskuterats intensivt under hela 70-talet.

Tabell 6:1 Vilka är skyldiga att registrera aktieinnehav?

	Styrelse	Företags- ledning	Större aktieägare, innehav över
USA	X	X	5 %
Kanada	X	X	10 %
Storbritannien	X	—	5 %
Frankrike	—	—	5 %
Västtyskland	—	—	—
Italien	X	X	—
Danmark	X	X	—
Beneluxländerna ¹⁾	—	—	—
Schweiz (förslag)	—	—	—
Japan	—	—	—
Sverige	X	X	—
Sverige (förslag)	X	X	5 %

1) I Nederländerna finns skyldighet att registrera aktieaffärer under en sexmånadersperiod före ett företagsförvärv.

Definitionen av styrelseledamöter (i den mån dessa är registreringsskyldiga) vållar inga problem. Däremot finns det skillnader mellan de olika länderna vad gäller frågor om en styrelseledamots registreringsskyldighet också skall omfatta familjemedlemmar och juridiska personer där styrelseledamoten utövar inflytande.

Också definitionen av företagsledning kan variera något mellan länderna. Här inkluderas normalt ekonomichefen och styrelsens sekreterare förutom VD och vice VD. Viktigare än den formella positionen är den reella befattningen. Enligt lagstiftningen utgörs insiders av de ledande befattningshavare som har en bred insyn i och övergripande ansvar för företagets utveckling.

I Kanada finns ett unikt tillägg i listan över registreringsskyldiga. De fem högst avlönade i företaget anses alltid vara insiders, även om de inte ingår i företagsledningen som den traditionellt definieras.

Registreringsplikt för större aktieägare finns i USA, Kanada, Storbritannien och Frankrike. Registrerings-

plikten inträffar när innehavet når upp till 5 procent utom i Kanada där gränsen är 10 procent. Definitionen av aktieinnehav varierar något mellan länderna. Som exempel kan nämnas att man ibland ser till andelen av det totala aktiekapitalet, ibland till andelen av varje aktieslag. Vidare kan noteras vissa skillnader när det gäller att avgöra vilka ägares aktieinnehav som skall medräknas när man bedömer om den kritiska storleksgränsen uppnåtts. Skall man t ex inkludera aktier som ägs av olika "besläktade" juridiska och fysiska personer?

Av intresse är också frågan när innehavet når en sådan storlek att registreringsplikt inträffar. I den ursprungliga amerikanska lagstiftningen sattes den gränsen till 10 procent. I början av 70-talet utvidgades skyldigheten att registrera innehav till att avse innehav över 5 procent.

En liknande utveckling visar Storbritannien upp. Fram till 1976 låg gränsen på 10 procent, varefter den sänktes till 5. Därutöver finns en gräns på 15 procent som, när den överskrids, föranleder en omedelbar rapporteringsskyldighet till börsen.

Hur registreras aktieinnehav?

När det gäller registreringen av en aktietransaktion finns två huvudalternativ. I t ex USA och Kanada är det tillsynsmyndigheten (dvs i USA, SEC) som svarar för registreringen och som också gör sammanställningar av inkomna anmälningar som publiceras löpande. I Storbritannien och Danmark är det företagen som sköter registren. För att garantera att uppgifterna blir offentliga har man i Storbritannien dessutom ålagt företagen att informera börsen, som åtagit sig att se till att materialet blir allmänt känt.

Det finns stora skillnader mellan länderna vad gäller snabbheten i rapporteringen av en aktietransaktion. I Storbritannien skall en transaktion redovisas inom fem

dagar. Italien nöjer sig med kvartalsredovisning medan flertalet andra länder har valt en månadsrapportering. I USA finns dessutom en tröskel på 3 000 dollar som, om den inte överskrids, medför att rapportering får ske halvårsvis i stället.

Slutligen bör framhållas att den normala rapporteringskyldigheten i några länder är större i samband med förvärv av företag. I Kanada och Holland krävs att vissa personer anger sina affärer i det förvärvade bolagets aktier under en sexmånadersperiod före förvärvet.

Tabell 6:2 Registrering av insiders aktieinnehav i olika länder.

	När skall registrering ske?	Till vem?	Registreringen omfattar också
USA	Tio dagar efter månadens utgång om transaktionen överstiger 3 000 dollar	SEC	—
Kanada	Tio dagar efter månadens utgång	Delstatlig tillsynsmyndighet	Transaktioner i ett uppköpt bolag sex månader före försäljning
Storbritannien	Fem dagar efter transaktionen	Företaget som i sin tur underrättar börsen. Styrelseledamöter bör dessutom underrätta sin ordförande i förväg (när 15-procentsgränsen överskrides skall börsen underrättas senast påföljande dag)	
Italien	15 dagar efter kvartalets utgång	CONSOB (en statlig tillsynsmyndighet)	Pris
Holland	?	En kommitté knuten till börsen	VD + styrelseledamöter skall uppgge alla transaktioner i ett uppköpt bolag 6 månader före försäljningen
Danmark	?	Företaget	—
Sverige	Inom 30 dagar	Till VPC som informerar respektive företag samt Bankinspektionen	
Sverige (förslag)	Inom 14 dagar	Bankinspektionen	

Vilka är förbjudna att utnyttja inside information?

I tabell 6:3 visas vilka som är insiders i förhållande till aktiemarknaden, dvs vilka som i vissa fall bör eller måste avhålla sig från aktieaffärer. En jämförelse mellan tabellerna 6:1 och 6:3 visar att det normalt är många fler personer som bör avhålla sig från aktieaffärer än som måste registrera sina aktieinnehav. Ett undantag är Italien som i likhet med Sverige för närvarande saknar förbud mot missbruk av inside information.

En jämförelse mellan tabellerna visar också att definitionen av större aktieägare ofta skiljer sig åt. Det gäller t ex USA där gränsen för registrering är 5 procent medan förbudet att utnyttja inside information gäller innehav över 10 procent.

Den mest långtgående definitionen av insider i samband med insiderhandel finns i Danmark. I fondbörsens rekommendationer sägs att alla som får del av icke-offentligt material om ett företag bör avhålla sig från aktieaffärer i det företags aktier. Den här rekommendationen bygger på ett EG-direktiv från 1977. Förutom börsens rekommendation finns i Danmark en lag som förbjuder styrelseledamöter och företagsledning att "spekulera" i sitt företags aktier. Danmark kan således samtidigt sägas illustrera två extremer när det gäller ingrepp mot insideraffärer; å ena sidan en mycket snävt definierad lag, å andra sidan en rekommendation som är så generell formulerad att den blir mycket svår att tillämpa.

Vanligare är, som i de anglosaxiska länderna samt Frankrike och Schweiz, att i förbudet mot missbruk av inside information inkludera "övriga anställda" utöver styrelse och företagsledning. I USA, Storbritannien, Frankrike och Schweiz har man gått ännu ett steg längre och inkluderat också vissa personer utanför företaget. Definitionen av dessa varierar något mellan länderna. I Frank-

Tabell 6:3 Befattningshavare för vilka det är förbjudet att utnyttja inside information.

	Styrelse	Företags- ledning	Större aktieägare	Övriga anställda	Personer som fått tips	Övriga
USA	X	X	≥10 procent	X	X	Personer som har en direkt relation till annan insider
Kanada	X	X	≥10 procent	X	X	—
Storbritannien	X	X	—	X	X	Statstjänstemän, konsulter m fl i sex månader
Frankrike	X	X	—	X	—	Övriga som i sin yrkesutövning fått del av inside information
Västtyskland	X	X	≥25 procent	—	—	—
Italien	—	—	—	—	—	—
Beneluxländerna	—	—	—	—	—	—
Danmark	X	X	—	—	—	”Envar” som fått del av inside information
Schweiz (förslag)	X	X	—	X	X	Statstjänstemän, konsulter med tillgång till förtrolig information
Japan	I princip samma bestämmelser som i USA					
Sverige	—	—	—	—	—	Befattningshavare som i tjänsten fått kunskap om ett planerat samgående får ej förvärva aktier i berörda bolag förrän erbjudandet offentliggjorts
Sverige (förslag)	X	X	≥ 5 procent	—	(X) ¹⁾	Bland större aktieägare medräknas endast fysiska personer

1) Vinsten för den person som handlar på basis av tips kan förklaras förverkad.

rike omfattas alla som fått del av icke-offentligt material genom sin yrkesutövning. I USA och Schweiz tycks man inte ha gått fullt så långt. Där inkluderar förbudet mot insideraffärer personer som har en speciell relation till det företag i vilket de fått del av icke-offentligt material. Här avses uppenbarligen personer i någon form av förtroendeställning. I Storbritannien slutligen gäller förbudet alla personer som är, eller under den föregående sexmånadersperioden varit, på något sätt knutna till företaget ifråga.

Ytterligare en kategori som i några länder omfattas av förbudet mot missbruk av inside information, är personer som tagit emot tips (tippees). Detta gäller USA, Kanada, Storbritannien och Schweiz. En förutsättning är att de som tar emot tipset är medvetna om eller borde varit medvetna om att tipset baseras på icke-offentlig information.

Särskilt i USA har man härutöver diskuterat om också "andra generationen" av tipsmottagare skulle kunna omfattas av insider-reglerna. Detta gäller alltså personer som tagit emot tips av en annan tippee. Denna diskussion har dock inte lett fram till något konkret förslag.

Kan en juridisk person vara insider?

Som insider räknas i vissa fall större aktieägare. Om denne aktieägare är en juridisk person omfattar förbudet mot insideraffärer också samtliga personer i styrelsen och företagsledningen hos denna juridiska person.

En svårare fråga gäller när en styrelseledamot eller företagsledare i ett företag sitter med i styrelsen för ett annat företag. Själv blir han naturligtvis insider men hur går det med hans kollegor och arbetskamrater?

Svaret tycks framför allt vara beroende av varför han valts in i det andra företagets styrelse. Är det personliga skäl som är förklaringen är smittorisken låg. Skulle det å

andra sidan vara så att han bara är en tjänsteman som är tillsatt för att "bevaka" det egna företags intressen är det naturligt att alla i styrelsen m fl förvandlas till insiders. Det gäller alltså att se på omständigheterna i varje enskilt fall.

I Storbritannien har man särskilt kommenterat det fall där någon som är placeringsansvarig i ett investmentbolag eller i en aktiefond sitter med i styrelsen för ett annat företag. I detta fall rekommenderas att investmentbolagets eller fondernas eventuella köp och försäljningar i detta företags aktier skall baseras på rekommendationer från annan "respekterad" person.

Vad får en insider inte göra?

Som framgår av tabell 6:4 är det vanligt att man förbjuder insiders att göra aktieaffärer när han har tillgång till information som inte är allmänt känd (och som kan antas ha en väsentlig kurspåverkande effekt). Det normala är också att förbudet inte bara gäller egna affärer utan också råd och tips till andra. De flesta länder som har ingripit mot insiderhandel har gjort det genom lagstiftning. Utöver lagstiftningen finns i några länder rekommendationer.

Utöver det allmänna förbudet mot missbruk av inside information finns i vissa länder några mer specificerade restriktioner. I USA, Kanada och Storbritannien finns ett generellt förbud för insiders att blanka, dvs sälja aktier som man inte själv äger. I Kanada och Storbritannien gäller detta förbud också köp av optioner.

Ytterligare ett exempel på ett kategoriskt förbud är den s k short-swing rule i USA. Enligt denna är alla kortfristiga vinstaffärer förbjudna. Med kortfristig menas i det här sammanhanget sex månader vilket för några år sedan sammanföll med den period inom vilken realisationsvinsten beskattades med en högre procentsats (för närvarande är det 12 månader).

Tabell 6:4 Lagstadgade förbud och rekommendationer mot missbruk av inside information.

USA	<ol style="list-style-type: none"> 1 Att köpa och sälja aktier med tillgång till inside information; 2 Att ge tips till andra på basis av inside information; 3 Att sälja aktier med vinst inom en sexmånadersperiod; 4 Blankning
Kanada	<ol style="list-style-type: none"> 1, 2 =USA 3 Köp av optioner och blankning
Storbritannien	<ol style="list-style-type: none"> 1, 2 =USA 3 =Kanada 4 Styrelseledamöter bör <ul style="list-style-type: none"> — helt avstå från alla kortsiktiga aktieaffärer; — inte handla under en viss tid (cirka två månader) före delårsrapporter etc; — anmäla aktieaffärer i förväg till styrelsens ordförande (OBS! Endast rekommendation)
Frankrike	1, 2 =USA
Västtyskland	1 =USA (OBS! Endast rekommendation)
Danmark	<ol style="list-style-type: none"> 1, 2 = USA (OBS! Endast rekommendation) 3 Styrelseledamöter och företagsledning skall avstå från spekulativa affärer
Beneluxländerna samt Italien	Inget uttalat förbud
Schweiz (förslag)	1, 2 = USA
Sverige	Befattningshavare som i tjänsten fått kännedom om ett planerat samgående mellan två företag får ej förvärva aktier, förrän erbjudande offentliggjorts (OBS! Endast rekommendation)
Sverige (förslag)	<ol style="list-style-type: none"> 1, 2 =USA 3 Att utnyttja information om ett förestående offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett börsnoterat bolag.

Slutligen kan nämnas att det i olika sammanhang kan finnas mer eller mindre långtgående uttalanden där vissa personer uppmanas att inte missbruka sin ställning för egen vinning. I Storbritannien är de ”etiska” reglerna väl definierade och publicerade. I andra länder, t ex Nederländerna, finns kanske lika stränga regler men de är inte nedskrivna.

I de länder där det finns ett förbud mot missbruk av inside information finns i allmänhet vissa undantag. I både USA, Kanada och Storbritannien får t ex insiders handla i aktier om syftet med affären inte är att göra vinst. De som avses i det här fallet är framför allt börsmäklare som kan behöva ta en egen position i en aktie trots att han har tillgång till inside information.

Den som säljer en aktie och som kan göra sannolikt att det exempelvis är ett plötsligt behov av pengar som motiverat försäljningen kan också undantas från förbudet mot insideraffärer.

Definition av inside information

Den mest utförliga information av vad som skall anses med inside information återfinns i USA.

Med inside information avses där all information som en person har i kraft av sin ställning (och/eller aktieinnehav). Förbudet att handla i företagets aktier gäller dock bara i förhållande till en viss del av denna information, nämligen den som

- avser specifika fakta eller händelser;
- är oväntad;
- med stor sannolikhet har väsentlig betydelse för kurs-sättningen samt
- inte är allmänt känd.

I Storbritannien anges följande exempel på information som fyller ovan nämnda krav:

- beslut om utdelning;
- resultatrapporter samt därutöver normalt också
- beslut om förändringar i kapitalstrukturen;
- köp eller försäljning av större anläggningstillgångar.

Hur upptäcks missbruk av inside information?

Det bäst utvecklade systemet för att upptäcka brott mot insiderbestämmelserna finns i USA. På de stora börserna följs löpande alla avslut som noteras. Så snart kursen i en aktie rör sig utöver vissa i förväg specificerade gränser sker en kontroll av orsakerna. Börsen kan då anmoda berörda mäklare att uppge namnen på köpare och säljare.

Kontrollfunktionen är uppbyggd på ett liknande sätt också i andra länder. Skillnaden gäller främst den snabbhet med vilken börsen kan få fram de uppgifter som behövs. Det finns också skillnader mellan länder vad gäller omfattningen av förvaltarregistrering, dvs att aktieköp registreras på någon annan än den verkliga ägaren, vanligen en bank. Även om förvaltaren är skyldig att uppge den verkliga ägarens namn är detta förenat med ett merarbete. I den mån förvaltaren är en utländsk bank förekommer också att man vägrar uppge kundens identitet. Möjligheterna att avslöja insiders som handlar genom ett utländskt ombud blir därigenom begränsade. Fr o m 1984 har dock rättsläget delvis ändrats genom den nya schweiziska lagstiftningen. I Schweiz ligger för övrigt det primära ansvaret för upptäckt av missbruk av inside information på företaget. Det skall fortlöpande bevaka kursställningen på företagets aktier och inleda undersökningar, om så erfordras tillsammans med polisen, vid misstanke om osunda insideraffärer.

En viktig skillnad mellan USA och andra länder är att USA är det enda land som har en väl utbyggd tillsynsmyndighet för all värdepappershandel, dvs SEC. Vid ingrepp mot missbruk är detta en betydande fördel eftersom SEC har en mycket stor kompetens inte minst vad

gäller åtalsfrågor. I andra länder är det en allmän åklagare som hanterar brotten mot insiderlagstiftningen. Eftersom åtalen är relativt ovanliga bidrar det till att försvåra och försena arbetet i domstolen.

Timely disclosure

Minst lika betydelsefull som upptäckten av överträdelser av förbud mot missbruk av inside information är att minska insiders möjlighet att handla. Det sker framför allt genom att många börser har utfärdat regler och andra rekommendationer om hur företag skall informera om för börserna viktiga nyheter (timely disclosure). Ett krav som exempelvis de amerikanska börserna ställer på de företag vilkas aktier är noterade är att de själva skall följa kursrörelserna. Om dessa är ovanligt kraftiga åligger det företaget att bekräfta (eller förneka) eventuella rykten som är i omlopp eller att offentliggöra sådan information som kan ha gett upphov till spekulation. Företagen uppmanas också att i förväg anmäla till respektive börs uppgifter om känsliga förhandlingar m m. Börsstyrelsen kan då själv avbryta handeln i aktien om det bedöms som sannolikt att informationen läckt eller kan läcka ut.

Sanktioner

Den insider som inte följer uppsatta regler kan drabbas av sanktioner. Dessa varierar från stränga fängelsestraff och böter i vissa länder till en offentlig tillrättavisning i andra.

Sanktionerna kan också vara indirekta. I USA finns det inga påföljder om någon bryter mot de regler som gäller för registrering av en insiders aktietransaktioner. Om det enligt SEC osannolika ändå skulle inträffa, dvs att någon medvetet avstår från registreringsplikten, finns det möjligheter för SEC att ingripa genom att exempelvis

vägra registrera en emission av värdepapper i det berörda företaget. I Storbritannien kan den som inte registrerar aktietransaktioner straffas med fängelse i upp till två år eller böter, normalt maximalt 1 000 pund. I Kanada och Italien utgår enbart bötesstraff på maximalt 1 000 kanadensiska dollar respektive 20 miljoner lire (motsvarande cirka 100 000 kronor).

För personer som missbrukar inside information är de vanligaste straffen att man antingen får avstå från sin vinst till företaget (USA, Kanada, Västtyskland och Schweiz) eller böter (Storbritannien och Frankrike). I särskilt svåra fall kan också fängelsestraff bli aktuellt.

En ofta diskuterad fråga när det gäller sanktioner är om den part som handlat med insidern skall kunna kräva skadestånd eller om affären skall återgå. Problemet är att om transaktionen genomförts på börsen är det ofta oklart vem som handlat med vem. I Storbritannien har man därför klart sagt ifrån att den förfördelade parten inte skall kunna begära skadestånd. I USA och Kanada däremot är det möjligt också för enskilda personer att väcka åtal mot en insider och kräva kompensation för en utebliven vinst. Förutsättningen är dock att man skall kunna göra troligt att det är just med insidern som affären genomförts.

Tabell 6:5a) Sanktioner vid utebliven registrering.

USA	Ingen särskild åtgärd
Kanada	Böter, max 1 000 kanadensiska dollar
Storbritannien	Fängelse, max två år eller böter
Italien	Böter, max 20 miljoner lire
Sverige	Fängelse, max sex månader eller böter
Sverige (förslag)	Fängelse, max sex månader eller böter

Tabell 6:5b) Sanktioner vid missbruk av inside information.

USA och Kanada	<p><i>a</i> Köp och försäljning inom en sexmånadersperiod — all vinst skall betalas till företaget oavsett om missbruk av inside information föreligger</p> <p><i>b</i> I övriga fall skall eventuella vinster betalas till företaget. I USA har representanthuset godkänt ett förslag att insidern skall kunna åläggas återbetala ett belopp som är tre gånger större än den vinst han gjort</p> <p><i>c</i> Möjlighet finns för den som handlat med insidern att väcka civilt åtal</p>
Storbritannien	<p><i>a</i> Fängelse, max två år eller böter</p> <p><i>b</i> Överträdelser av börsstyrelsens regler och de regler som gäller vid förvärv av företag kan föranleda en offentlig tillrättavisning</p>
Frankrike	<i>a</i> Fängelse, max två år eller böter, max fyra gånger realiserad vinst
Västtyskland och Schweiz (förslag)	<p><i>a</i> Eventuell vinst skall överlämnas till företaget I Schweiz (liksom i flera andra länder) gäller också att fängelse eller böter kan utgå vid röjande av företagshemligheter</p>
Sverige	—
Sverige (förslag)	<i>a</i> Om insidern handlat uppsåtligt kan fängelsestraff utgå med max två år vid svåra fall eller annars med sex månader. Vid grov oaktsamhet dömes till böter.

Regler mot insideraffärer i några olika länder

USA

Allmän bakgrund

USA införde en insiderlagstiftning först av alla länder. USA har också den i särklass största aktiehandeln och den mest strikta lagstiftningen mot insiders (i varje fall om man ser till kontrollen av hur lagstiftningen efterlevs).

Kravet på ett ingripande mot insiders restes första gången 1910. Av större betydelse är de förslag som framfördes mot slutet av 20-talet att osund insiderhandel kunde förhindras genom att företagens informationsgivning förbättrades. Dessa förslag bidrog till att skapa opinion för det mycket omfattande regelsystem som tillkom efter börskraschen 1929. 1933 antogs Securities Act som syftar till att ge alla aktieköpare tillgång till erforderlig information när värdepapper nyemitterats på en börs. Denna lag följdes året därpå av Securities Exchange Act enligt vilken börsnoterade företag ålades att kontinuerligt hålla aktieägarna informerade om företagets utveckling.

Mot bakgrund av att kongressen i sina utskottsförhör om orsakerna till den stora börskraschen funnit många exempel på missbruk av inside information kom 1934 års lag att också innehålla en uttrycklig bestämmelse mot sådant missbruk (section 16). Eftersom denna kom att riktas mot korttidsspekulationer har den kommit att kallas "insiders short swing rule". Anledningen till detta är att de vinster som vissa specificerade befattningshavare (in-

siders) realiserar inom en sexmånadersperiod förverkas till företaget.

Sektion 16 är således ganska begränsad. Vinster som realiseras efter sex månader omfattas inte, inte heller andra personer, än sådana som räknats upp i lagen, som agerar på basis av inside information. För SEC (Securities Exchange Commission), dvs den tillsynsmyndighet som skapats för att kontrollera efterlevnaden av 1933 och 1934 års lagar, var detta otillfredsställande. Försök att utvidga tillämpningsområdet misslyckades dock. 1962 fastslog Högsta Domstolen att det inte kunde bli tal om att döma andra kategorier för missbruk av inside information än dem som lagen uttryckligen räknat upp. HD framhöll också att om kongressen hade önskat gå längre än vad man gjorde 1934 hade de haft ett utmärkt tillfälle 1952 då lagtexten aktualiserades. Någon opinion för en sådan skärpning fanns emellertid inte vid detta tillfälle.

SEC lät sig dock inte nöjas med detta. Det amerikanska rättssystemet kännetecknas av att domstolarna har relativt stor frihet att tolka lagen enligt sina egna värderingar när ett mål med nya fakta skall bedömas. Detta skapar ett utrymme för en aktiv åklagare. Robert Karmel, tidigare styrelseledamot i SEC, har i en bok kritiserat SEC för att ständigt försöka utvidga lagarnas tillämpningsområden genom att driva mål som kan bli prejudicerande. Några spektakulära exempel är två mål som avgjordes i Högsta Domstolen under 60-talet och som medförde att väsentligt fler insideraffärer olagligförklarades.

Ett av dessa mål handlade om en aktieägare i en mäklarfirma som satt i styrelsen för ett börsbolag. På ett sammanträde med styrelsen för detta bolag beslöts att utdelningen skulle sänkas. I en paus i sammanträdet informerade delägaren mäklarfirman om beslutet och resultatet blev att mäklaren började sälja ut sina aktier. Eftersom samtidigt, av tekniska skäl, bolagets information till börs-

styrelsen fördröjdes några timmar, hann mäklarfirman sälja ut större delen av sitt innehav innan kurserna rasade.

Enligt HD var detta fel. Information som inte är avsedd för personligt bruk och som inte är allmänt känd får inte utnyttjas för aktieaffärer. Underlaget för denna slutsats var ett slags "generalklausul" i 1934 års lag (sektion 10b) enligt vilken alla former av bedrägligt beteende som kan leda till att den vanlige aktieägaren utnyttjas på ett otillbörligt sätt betecknas som olagliga.

Ännu större betydelse hade ett utslag i HD 1966. På hösten 1963 upptäckte en geolog i Texas Gulf Sulphur Co en rik mineralfyndighet i Kanada. Fyndet hemlighölls till april 1964. Under tiden köpte såväl geologen som företagsledningen och andra närstående personer, aktier i företaget. Den 12 april 1964 gick företaget ut med en kommuniké där man förklarade att de rykten som var i omlopp att man funnit en rik fyndighet var spekulationer och att det ännu var för tidigt att bedöma om fyndigheten hade ett ekonomiskt värde. Fyra dagar senare utfärdades en ny kommuniké där det bekräftades att företaget hade gjort ett viktigt fynd.

I sin dom förklarade HD att de personer som var anställda i Texas Gulf måste annullera de aktieköp som effektuerats efter det att det första fyndet hade gjorts, eftersom köpen stred mot sektion 10b. Man nöjde sig emellertid inte med detta. De här personerna hade i vissa fall tipsat andra personer som i sin tur köpt aktier i Texas Gulf. Även dessa affärer ansågs strida mot sektion 10b och säljarna ådömdes därför en ersättning motsvarande skillnaden mellan det försäljningspris de faktiskt fått och värdet efter den 16 april. Det uppseendeväckande var dock att denna ersättning inte skulle betalas av köparen utan av den anställde i företaget som gett tipset!

Fram till 1978 hade SEC väckt åtal för brott mot insiderlagstiftningen i 40 fall. Därefter har antalet ökat kraf-

tigt och uppgår i dag till cirka 20 per år. I flertalet fall baseras åtalerna på sektion 10b. Det finns dock uppenbarligen en gräns för hur långt denna bestämmelse sträcker sig. 1980 avgjorde Högsta Domstolen ett mål där en grafiker, Chiarella, hade anklagats för att ha missbrukat inside information. Chiarella arbetade på ett tryckeri som bl a skulle trycka ett prospekt i samband med ett uppköpserbjudande. Trots att namnen i prospektet var fingerade, lyckades Chiarella lista ut vilka företag som avsågs och köpte aktier i eget namn. I en lägre instans dömdes han för brott mot sektion 10b. Domarens motivering var att alla och envar som erhåller icke offentligt material måste avstå från att handla i berörda aktier om inte samtidigt informationen publiceras.

Högsta Domstolen ansåg emellertid att detta var att gå för långt. Sektion 10b tillkom ursprungligen för att förhindra bedrägligt beteende. Att en grafiker inte avslöjar vad han fått reda på i ett prospekt är inte ett bedrägligt beteende eftersom en sådan redovisning inte förväntas av honom. I motsats till vad fallet var i Texas Gulf hade inte heller Chiarella fått sin information av någon egentlig insider, dvs någon i företaget. Chiarella frikändes därför. Den slutsats som dragits av detta är att det är tillåtet att utnyttja inside information i ett företag om man inte ingår i företagsledningen eller styrelsen eller har en särskild relation till någon sådan person. En chaufför till en styrelseordförande kan således vara en insider men aldrig en taxichaufför. Enligt SEC är detta fel. Man har därför i ett nytt mål, sommaren 1983, inför Högsta Domstolen argumenterat för att envar som kommer i besittning av konfidentiell information skall förbjudas utnyttja denna för egen vinning. Utgången av detta mål är ännu inte känd.

Under Reaganadministrationen har SEC inlett ett antal uppmärksammade mål. Ett av dessa gällde den biträdande försvarsministern som i sin tidigare befattning som ordförande i LTV anklagades för att ha tipsat några vän-

ner att köpa LTV-aktier. Ministern fälldes trots att han inte själv utnyttjat informationen eller tog betalt av dem som fick tips. Andra fall visar att SEC är beredd att utsträcka undersökningarna också till andra länder. Det gäller inte minst Schweiz som efter amerikanska påstötningar kriminaliserat insidermissbruk. Därigenom har det blivit möjligt för schweiziska banker att lätta på banksekretessen. Ett annat aktuellt exempel omfattar två engelska banktjänstemän som anklagades för att ha medverkat i en affär där insiders skulle gjort en vinst på inte mindre än 6,2 miljoner dollar. Här agerade SEC mycket snabbt. Bakom affären låg ett uppköpserbjudande. Så fort detta blev känt kom rykten fram om missbruk av inside information i samband med köp av optionsrätter. SEC "frös" vinsterna på dessa optioner samtidigt som man inledde undersökningar om vem som låg bakom affärerna. Dessa undersökningar ledde till en nu nedlagd bank i vars ledning de två anklagade engelska banktjänstemännen satt. På begäran av SEC har en engelsk domstol förklarat att det ligger i allmänhetens intresse att banktjänstemän inte avslöjar bankhemligheter. Ett ännu större intresse är dock att motverka osund spekulation vilket medfört att SEC givits rätt att inleda förhör med tjänstemännen.

Sektion 16 i Securities Exchange Act från 1934 (the short swing rule)

Sektion 16 innehåller tre olika regler, nämligen:

- 1 en öppen redovisning av aktieinnehav;
- 2 återvinning av vinster på korta aktieaffärer (upp till sex månader);
- 3 förbud mot blankning.

1 Öppen redovisning av insiders aktieinnehav

Kravet på en öppen redovisning av insiders aktieinnehav har aldrig uppfattats som särskilt kontroversiellt. Kravet omfattar tre kategorier av insiders — styrelseledamöter (directors), företagsledningen (officers) samt aktieägare vilkas innehav överstiger 10 procent av ett visst aktieslag.

Rapporteringen skall ske till SEC samt till den eller de börser där aktierna är registrerade inom tio dagar efter det att någon blivit insider. Förändringar i aktieinnehavet skall rapporteras inom tio dagar efter utgången av den månad under vilken transaktionen ägt rum.

Det kan i vissa fall vara tveksamt om en person skall räknas som insider. SEC har då möjlighet att lämna ett "förhandsbesked". Som exempel på klarläggande kan nämnas att stiftelsers aktieinnehav skall medräknas när man bedömer om 10-procentskravet är uppfyllt. Samma sak gäller aktieinnehav i förvaltningsbolag som inte har någon egen verksamhet.

I företagsledningen ingår förutom den verkställande direktören alla vice verkställande direktörer (vice presidents) samt ekonomichefen. Förslag fanns att utvidga kretsen ytterligare till att omfatta alla dem som fick tillgång till inside information. Det är värt att notera att kongressen avlog detta förslag med hänvisning till behovet av rättssäkerhet, dvs att det skulle vara helt klart vem som omfattades av insiderreglerna.

En komplicerad fråga är om sektion 16 också är tillämplig på företag. Svaret är ja om företaget har ett 10-procentigt aktieinnehav i ett annat företag. Däremot följer inte automatiskt att företaget klassificeras som insider bara för att en av dess befattningshavare ingår i ett annat företags styrelse. Förutsättningen för att företaget skall omfattas av insiderreglerna i detta fall är att ledningen utsett (deputised) en av sina anställda att sitta i det andra

företagets styrelse och bett denne bevaka företagets intressen där. Huruvida denna förutsättning är uppfylld får prövas från fall till fall.

Undantag från rapporteringsskyldighet ges om affärer under en sexmånadersperiod understiger 3 000 dollar.

Vad som händer om en insider avstår från att redovisa ett aktieinnehav är inte helt klart. Enligt SEC uppfattas inte efterlevnaden av regeln som något problem. Förmodligen är det fullt tillräckligt att SEC kan ställa till besvär om det berörda företaget senare skulle behöva få t ex ett nyemissionsprojekt godkänt.

Uppgifter om insiders publiceras månadsvis i en officiell bulletin som vem som helst kan prenumerera på.

Det finns företag som specialiserat sig på att ge ut köp- och säljråd på basis av denna statistik över insideraffärer i ett visst bolag. Analyser har nämligen visat att insiders i genomsnitt har en högre avkastning på sina placeringar än marknaden i övrigt.

Som redan framgått är den som äger mer än 10 procent av en viss aktie skyldig att registrera detta hos SEC. Det finns emellertid bestämmelser som utsträcker denna registreringskyldighet till alla som kommit upp i 5 procent av en aktie. Enligt bestämmelsen i sektion 13 skall sådana innehav rapporteras till SEC inom tio dagar efter förvärvet, tillsammans med uppgifter om ägarens namn etc, hur köpet finansierats, en avsiktsförklaring om köpet syftar till att förvärva kontroll över företaget eller att påverka dess inriktning samt om det finns avtal med andra ägare av aktier om framtida förvärv m m.¹⁾

Syftet med dessa regler är att förhindra förvärv av majoritetsposter i företag utan att andra parter ges möjlighet att agera.

1) SEC har i mars 1984 föreslagit att rapportering skall ske inom 24 timmar när innehavet överstiger 5-procentsgränsen.

2 Återvinning av vinster

Sektion 16b föreskriver att om en insider, enligt definition i 16a, gör en korttidsvinst, skall hela vinsten gå till företaget. Härvidlag spelar det ingen roll om syftet ursprungligen kan ha varit att behålla aktier under en längre period; föreskriften är med avsikt utformad så enkelt att det aldrig skall behöva uppstå något tvivel om huruvida den är tillämplig.

Komplikationer kan uppstå om en insider gjort flera affärer. Hur vinsten skall beräknas kan då diskuteras. Domstolarna har dock valt lösningen att de köp och försäljningar som resulterar i största möjliga vinst och därmed återbetalningsskyldighet kombineras.

3 Förbud mot blankning

Enligt Kongressen fanns det betydande risk för att blankningsaffärer av insiders allvarligt skulle skada aktiemarknaden. Som ett komplement till de övriga bestämmelserna i sektion 16 infördes därför ett uttryckligt förbud mot insiders blankningsaffärer. En insider får alltså inte sälja aktier som han inte äger. Även om han äger aktier får han inte låna upp andra aktier för försäljning.

Sektion 10b

Enligt sektion 10b i Securities Exchange Act är det olagligt att använda varje form av bedrägligt beteende som kan strida mot allmännyttan eller aktieägarens behov av skydd.

Sektion 10b har förtydligats med en regel x-10b-5 enligt vilken det är olagligt att göra en osann utsaga eller att underlåta att redovisa fakta utan vilket ett påstående blir missvisande eller vidta någon åtgärd som kan missleda annan person i samband med köp eller försäljning av aktier.

Sektion 10b har med tiden fått en mycket bred tillämpning bl a i samband med insideraffärer. I motsats till sektion 16 sägs här ingenting om vem som är insider. I princip kan vem som helst som är anställd i ett företag omfattas av bestämmelserna. Förbudsreglerna gäller inte bara egna affärer — det är också förbjudet att tipsa andra.

I fallet Texas Gulf kom mycket av diskussionen att handla om huruvida också de som fått tips skulle betraktas som insiders. Högsta Domstolen slog fast att så var fallet. Innebörden av detta ansågs allmänt att frågan om hur någon kommit över inside information var oväsentlig. Sektion 10b hade till uppgift att skydda allmänheten mot alla som hade tillgång till icke offentlig information, oavsett om det fanns en anknytning till det berörda företaget eller ej. En sådan tolkning av lagen är knappast orimlig men kan vara svår att kontrollera. I varje fall kan det konstateras att i och med utslaget mot Chiarella 1980 tog Högsta Domstolen ett steg tillbaka. Innebörden av detta rättsfall är som redan nämnts, att den som oavsiktligt får del av inside information inte berörs av bestämmelserna i sektion 10b.

I motsats till sektion 16 kräver sektion 10b en definition av vad som menas med inside information. Detta har visat sig vara förenat med betydande svårigheter och en entydig definition har inte gått att finna. I stället har domstolarna tvingats ta ställning till ett antal olika kriterier.

Väsentlighet

Ett av de viktigaste kriterierna är att den information som insidern utnyttjat är av väsentlig betydelse. Vad som är väsentligt har tolkats på olika sätt vid olika tillfällen. Informationen har således bedömts vara väsentlig

— om motpartens köp- eller säljbeslut skulle ha påverkats om han haft kunskap om insiders information;

- om aktiekursen skulle ha påverkats om informationen hade varit allmänt känd;
- om informationen avser en exceptionell händelse;
- om en normal köpare/säljare skulle ha påverkats i sitt köp- eller säljbeslut;
- om inside informationen kan bedömas ha ett väsentligt värde i förhållande till företagets totala börsvärde.

En tolkning av gällande praxis är att för att kunna hävda att en viss information är av inside-karaktär skall den avse fakta som är av ovanlig natur och med rimlig sannolikhet påverka aktiekursen i väsentlig grad.

Orsakssammanhang

Aktiekursen påverkas av många faktorer. Det är därför inte alltid lämpligt att jämföra den aktuella kursen med en tidigare kurs och påstå att skillnaden beror på viss inside information. Hur man skall hänföra en viss del av kursförändringar just till ickeoffentlig information är självfallet mycket vanskligt. En möjlighet som utnyttjats av amerikanska domstolar är att be en aktiemäklare göra en bedömning.

Kopplingen mellan köpare och säljare

En förutsättning för att den som känner sig förfördelad av en insider skall kunna begära skadestånd är att det finns en koppling mellan köpare och säljare. Affärer över börsen förmedlas emellertid av mäklare. Det finns således ingen direktkontakt mellan köpare och säljare. En säljare som anser att han blivit lurad att sälja för billigt har därför ingen möjlighet att bevisa att just hans aktier köpts av en insider.

Håller man fast vid kravet att det skall finnas en direkt koppling mellan köpare och säljare betyder det i praktiken att inga affärer som gått över börsen kan ge upphov

till skadestånd. Bortser man å andra sidan helt från detta krav kan resultatet bli att en insider drabbas av orimliga skadeståndsanspråk om handeln varit omfattande. Den lösning som tycks ha vunnit gehör under senare tid är att maximera insiderns betalningsansvar till den vinst han gjort.

Uppsåt

Skall en insider fällas så snart han gjort ett avslut till ett pris som inte påverkats av viss inside information eller skall det finnas ett ont uppsåt? Svårigheten att bevisa om det finns ett ont uppsåt eller ej medför att detta krav i praktiken måste tonas ned. Skulle å andra sidan insidern kunna visa att hans brott mot insiderreglerna beror på en ren försummelse kan han frias.

Marknadsteknisk information

Information som kan påverka en akties kurs är inte begränsad till interna förhållanden i ett företag. Exempel på annan information är om en placerare lämnat en stor köp- eller säljorder efter att ha fått förhandsinformation om en företagsanalys som kan antas påverka marknadens bedömningar av en aktie.

Som exempel kan nämnas att Högsta Domstolen fällde Capital Gains Research Bureau, en firma som ägnade sig åt aktierådgivning, för att själv ha köpt aktier som de senare rekommenderade sina kunder.

I ett annat fall ansågs två journalister ha handlat fel när de köpte aktier i ett företag som de senare i en artikel påstod vara undervärderat. Slutsatsen är att den som har kännedom om marknadstekniska faktorer som kan påverka en akties kurs bör vara mycket försiktiga med att utnyttja denna kunskap för eget bruk.

Vilket straff utgår om någon bryter mot sektion 10b?

Den myndighet som framför allt kontrollerar efterlevnaden av sektion 10b är SEC. Om någon fällt enligt denna regel är det vanligaste straffet att den skyldige döms att betala tillbaka sina vinster till företaget. Det finns emellertid också andra sanktionsmöjligheter. SEC kan stoppa handeln i det berörda företags aktier och kan begära att domstolen dömer den skyldige till böter eller fängelse. Det senare är dock mycket ovanligt. Anledningen är att i USA läggs ofta målen ned om den som är skyldig erkänner sin skuld och försäkrar att han i fortsättningen skall följa gällande regler.

Även enskilda personer har möjlighet att väcka åtal mot en insider. När det gäller affärer som gått över börserna är dock skadestandsfrågan oklar. Flertalet fall som har varit uppe för diskussion har avgjorts genom förlikning utanför domstol.

Hur upptäcks brott mot insiderlagstiftningen?

Uppgifter om insider trading kommer från framför allt två håll. Dels får SEC uppgifter och frågor från allmänheten, dels har de enskilda börserna ett avancerat system för att upptäcka avvikelser från vad som uppfattas som normalt. På New York Stock Exchange finns sålunda en speciell avdelning som löpande följer kursnoteringarna för varje enskild aktie. Så snart kurserna rör sig i en onormal omfattning görs en undersökning om det föreligger någon form av missbruk. Om så misstänks vara fallet kontaktas SEC. Om SEC beslutar göra en utredning börjar man med att begära en sammanställning av vilka mäklare som gjort affärer den aktuella dagen. Därefter ombedes dessa mäklare ange vilka kunder som gjort köp och försäljningar. Med anledning av dessa listor avgör SEC om någon obehörig är inblandad.

Systemet fungerar förhållandevis snabbt. Normalt

skall det bara ta någon vecka innan SEC har de uppgifter de behöver. Givetvis finns det problem. Affärer som görs genom utländska mäklare kan normalt inte undersökas. Affärer som gått genom bulvaner kan också vara svåra att upptäcka.

Företagens informationskyldighet

En stor del av SECs verksamhet går ut på att definiera vilken information som företagen skall delge aktieägarna i årsbokslut och delårsrapporter. Det finns däremot ingen allmän skyldighet för företag att informera löpande om viktiga händelser, även om så skulle ske utan skada för företaget.

Sådana krav har i stället formulerats av de enskilda börserna. I det inregistreringskontrakt som tecknas med New York Stock Exchange föreskrivs att det börsnoterade bolaget omgående skall offentliggöra alla nyheter som i väsentlig grad kan antas påverka aktiemarknaden. Det förutsätts att företaget självt följer börskursens utveckling och dementerar eventuella felaktiga rykten som är i omlopp, alternativt bekräftar nyheter som är korrekta. Företaget uppmanas att, om de har kännedom om en viktig händelse som kan påverka aktiekursen men som ännu inte blivit känd av marknaden, ta kontakt med börsstyrelsen i förväg och med dem diskutera åtgärder som förhindrar att information läcker ut.

Kanada

Allmän bakgrund

Den kanadensiska lagstiftningen mot insiders är betydligt mjukare till sin utformning än den amerikanska. De ursprungliga reglerna innebar endast en skyldighet för styrelseledamöterna att på bolagsstämman uppge vilka affärer de gjort under året om ägare av minst 10 procent av

aktiekapitalet så fordrade. Här fanns också ett förbud mot ”spekulation” i det egna företagens aktier, ett förbud som i praktiken inte fick någon betydelse i avsaknad av en närmare definition av vad som avsågs med spekulation.

I början av 60-talet presenterade en statlig utredning — Kimbler-kommittén — förslag om en skärpning av lagstiftningen. Flera av förslagen hämtades från USA. Insiders fick således en skyldighet att redovisa sina affärer offentligt. Vid missbruk av inside information förverkades eventuella vinster till företaget. Allmänheten fick även möjlighet att åtala insiders. I jämförelse med USA valdes en ganska snäv definition av begreppet insider när det gällde rapporteringsskyldigheten. Familjemedlemmar omfattades sålunda inte av reglerna, inte heller advokater och revisorer. Beträffande den senare kategorin hänvisades till de självpåtagna regler som dessa grupper följde. I övrigt ansågs det önskvärt med relativt liberala regler för att de skulle vara så enkla som möjligt att tillämpa.

Detaljerade regler återfinns i de enskilda provinsernas lagstiftning som sinsemellan är likartade. Nedanstående beskrivning bygger på lagstiftningen i Ontario från 1966.

Insiderlagstiftningen i Ontario

Rapporteringskyldighet

Med insider menas alla styrelseledamöter, VD, vice VD, ekonomichef samt de fem högst avlönade i företaget om dessa inte ingår bland övriga uppräknade. Även större aktieägare kan vara insiders. Personer eller företag som äger minst 10 procent av aktiekapitalet i ett företag är skyldiga att rapportera sina aktieinnehav. Om aktierna ägs av ett bolag anses detta bolags samtliga insiders automatiskt också vara insiders i det företag man äger aktier i.

Insiders är skyldiga att inom tio dagar från sin utnäm-

ning rapportera eventuella aktieinnehav till tillsynsmyndigheten. Rapporteringsskyldigheten gäller alla slags värdepapper, dvs också obligationer. Senare affärer skall anmälas inom tio dagar efter respektive månads utgång. Eventuella brott mot dessa bestämmelser bestraffas med böter på upp till 1 000 dollar.

Genom tillsynsmyndigheternas försorg görs varje månad en offentlig sammanställning av alla insideraffärer.

Förbud mot insideraffärer

”Varje insider och till denne närstående person som använder inside information i sina aktieaffärer är skyldig att kompensera motparten för den förlust han drabbats av”. Detta är i sammandrag innehållet i den paragraf som förbjuder insideraffärer. Förbudet omfattar inte bara de insiders som är skyldiga att offentligt uppge sina aktieaffärer utan också familjemedlemmar m fl. Däremot berörs inte andra tjänstemän i företaget än sådana som kvalificerats som insiders och inte heller sådana som handlat efter att ha fått tips.

Förslag till ny lagstiftning

En särskild utredning i början av 70-talet kritiserade Ontarios lagstiftning för att den inte går långt nog. Som följd av denna kritik har ett förslag till ny lagstiftning lagts fram vid flera tillfällen inför delstatsparlamentet, dock utan att antas. I det senaste förslaget utvidgas rapporteringsskyldigheten på några punkter. Vid ett förvärv av annat företag måste således de som är insiders i det köpande företaget rapportera alla affärer i det köpta företags aktier under den närmast föregående sexmånadersperioden. Vidare finns det en skyldighet för insiders att rapportera om de överlåtit sina aktier till en förvaltare eller annan person som bara fungerar som ombud för den

verkliga ägaren. Viktigast är dock utvidgningen av förbudet mot insideraffärer. Här sägs sålunda att *ingen* som har tillgång till väsentlig inside information får handla i aktier (a material change in the affairs of the reporting issue) och inte heller ge råd till annan person. Den som trots detta köper eller säljer aktier eller ger råd till någon annan kan dels drabbas av böter, dels bli skyldig att ersätta motparten för den förlust denne åsamkats. Skadeståndsskyldigheten gäller således både den som ger och den som tar emot tips.

Vidare kan noteras att i förslaget till den nya lagstiftningen har tagits med en paragraf om företagens informationsgivning som ligger nära motsvarande amerikanska regler. Paragrafen föreskriver nämligen att alla företag har skyldighet att omedelbart publicera alla nyheter som kan påverka aktiekurserna i väsentlig grad. Om det inte kan ske för att det skulle skada företaget måste tillsynsmyndigheten underrättas om varför sekretess är nödvändig.

En helt ny bestämmelse gäller portföljförvaltare. Den som köper och säljer aktier för exempelvis en aktiefond får inte handla med samma aktier för egen räkning om det kan ge upphov till otillbörliga vinster. Ny är också den bestämmelse som säger att ett företag som köper upp sina egna aktier på marknaden skall betraktas som en insider.

Federal lagstiftning

Flertalet av de stora kanadensiska bolagen har valt att registrera sig under federal lag i stället för provinslag. Bl a efter amerikanska påtryckningar skärptes bestämmelserna mot insideraffärer väsentligt 1970. Den nya lagen kom i stort sett att överensstämma med Ontarios. En intressant skillnad gäller emellertid definitionen av insiders. Inte bara företagsledningen utan alla anställda är insiders enligt den federala lagen. Vidare är den som tar emot

konfidentiell information från någon som han vet är insider själv en insider och kan bli åtalad om han anses ha utnyttjat inside information för eget bruk.

Storbritannien

Regleringen av insideraffärer i Storbritannien är komplicerad. Det finns tre skilda regelsamlingar — 1980 års aktiebolagslag, the City Code on Take-Overs and Mergers och slutligen börsens regler som är knutna till inregistreringskontraktet. Ingen hänsyn har då tagits till de regler och rekommendationer som gäller för vissa yrkesgrupper som journalister och advokater.

Delvis kan detta sägas återspegla den dragkamp mellan å ena sidan dem som hävdar att näringslivet självt kan hindra missbruk, å andra sidan dem som anser att endast en lagstiftning gör det möjligt att genomdriva sanktioner mot den som bryter mot bestämmelserna.

Emellertid är det nog mer korrekt att i det här fallet se de olika reglerna som en historisk process. Mot bakgrund av ett missnöje med hur de existerande reglerna fungerar har krav ställts på striktare regler. Det gäller inte minst dem som var ansvariga för att kontrollera efterlevnaden av de frivilliga reglerna. I själva verket är det inte troligt att de konservativa skulle ha försökt införa en lagstiftning mot missbruk av inside information 1973 om inte börsen hade uppmanat dem att ta ett sådant initiativ.

Bakgrunden var dels att börsen i praktiken bara kunde ingripa mot insidermissbruk i samband med förvärv av företag, dels att man saknade möjligheter att tvinga personer att medverka vid undersökningar av misstänkta överträdelser. Ett särskilt stort problem i detta sammanhang var förekomsten av förvaltarregistrerade aktier. Därför var ett starkt krav att möjligheterna att få fram namnen på de verkliga ägarna skulle förbättras.

Försöket att få igenom en lag mot missbruk av inside

information 1973 misslyckades. Det dröjde ända till 1980 innan lagen godkändes av parlamentet. I vilken utsträckning denna nya lagstiftning ändrat synen på och möjligheterna att komma åt insidermissbruk kan diskuteras. Sedan lagen trädde i kraft har tre fällande domar utdömts, dvs i genomsnitt en per år. Det motsvarar ungefär det genomsnitt som gällde för 70-talet före lagens tillkomst. En försiktig tolkning av detta är att det ännu är för tidigt att säga om lagstiftningen kommer att medföra en förändring av möjligheterna att komma åt osunda insideraffärer.

Första gången som ett försök gjordes att förbjuda insideraffärer var i samband med att 1948 års aktiebolagslag förhandlades fram. En allmän uppfattning vid den tidpunkten var dock att ett förbud skulle vara opraktiskt. I stället beslöts att styrelseledamöter skulle redovisa sina aktieinnehav öppet. Praktiskt ordnades detta så att respektive företag ålades att föra ett register över styrelseledamöternas aktieinnehav. I senare lagstiftning under 60- och 70-talen skärptes dessa bestämmelser något. Förutom styrelseledamöter ålades också familjemedlemmar rapporteringsskyldighet. Vidare krävdes att inte bara företaget utan också börserna skulle underrättas om eventuella aktietransaktioner. Genom att börserna omedelbart publicerar denna information blir den offentlig mycket snabbare än eljest. Ett förslag 1967 att utvidga rapporteringsskyldigheten till att gälla företagsledningen förkastades därför att parlamentet hade svårigheter att definiera vilka personer som ingår i företagsledningen.

Den som bryter mot skyldigheten att rapportera sitt aktieinnehav kan enligt 1980 års lag dömas till fängelse i högst sex månader eller högst 1 000 pund i böter.

I mitten av 50-talet skedde en våg av företagsammanslagningar i Storbritannien. I samband härmed förekom transaktioner som väckte stark kritik. Under ledning av Bank of England enades de banker och bankirfirmor som

utgör "the City" om en rekommendation om hur olika parter skulle agera i samband med uppbördserbudanden (The City Code on Take-overs and Mergers). För att kontrollera efterlevnaden av rekommendationen bildades en panel. En grundläggande princip i the City Code är skyldigheten att behandla alla lika. Det är således viktigt att ingen information om förhandlingar om samgående tillåts läcka ut. Företagen skall under detta skede, innan ett erbjudande gjorts offentligt, noga följa aktiekursernas utveckling och kontrollera att inga onormala affärer görs. Ingen av dem som känner till diskussionerna om samgående får för eget bruk handla i de berörda aktierna. Mäklarna har ett visst ansvar för att bestämmelserna efterlevs. De skall nämligen i tveksamma fall försäkra sig om att kunden är medveten om bestämmelserna i Citykoden om transaktionen överstiger ett värde på 5 000 pund.

Panelen har inga specifika sanktionsmöjligheter. Man utgår från att hotet om att en transaktion kan offentliggöras skall vara tillräckligt avskräckande. Möjlighet finns också att panelen ber Department of Trade (den statliga tillsynsmyndigheten) att vidta lämpliga åtgärder.

Det stora problemet för panelen att ingripa mot insidiers är svårigheten att upptäcka när något otillbörligt skett. Den löpande bevakningen av aktiekurserna på Londonbörsen är betydligt mindre utvecklad än i USA och Kanada. Börsen kan om så befinner påkallat, besluta om en undersökning av vilka som handlat i en viss aktie. Sådana undersökningar är relativt vanliga. Undersökningarna försvåras emellertid av att aktier kan vara förvaltarregistrerade. Visserligen är numera förvaltaren skyldig att uppge för vems räkning aktierna innehas. Om ägaren uppges vara exempelvis en utländsk bank är dock möjligheterna att få fram den verkliga ägaren små. Å andra sidan medför systemet med "jobbers" att det finns en part som har ett mycket starkt intresse av att motverka otillbörliga spekulationer. Jobbern är den part på börsen

som genom sin lagerhållning utgör en buffert mellan köpare och säljare. Om någon insider börjar köpa eller sälja finns det risk att jobben inte hinner anpassa sitt lager med påföljd att han drabbas av förlust.

Börsens inregistreringskontrakt

Förutom the City Panel har även börsen försökt att stävja missbruk av inside information. I börsens inregistreringskontrakt föreskrivs således att all information som är viktig för börsen måste publiceras omedelbart efter behandling på ett styrelsesammanträde.

Utöver inregistreringskontraktet finns också sedan 1977 ett modellavtal (se vidare kapitel 8) som specifikt handlar om styrelseledamöternas insideraffärer. I inregistreringskontraktet sägs att börsen förutsätter att de enskilda företagen åtar sig att följa dessa eller liknande regler.

I modellavtalet sägs att det enligt börsens uppfattning är värdefullt att styrelseledamöter äger aktier. För att inte bli utsatt för kritik bör dock ledamöterna följa vissa regler, nämligen:

- 1 Undvik kortfristiga affärer;
- 2 avstå från köp och försäljningar under tiden omedelbart före tillkännagivandet av viktig information — delårsrapporter etc. Modellavtalet anger som exempel två månader före publicering av halvårsbokslut och bokslutskommuniké;
- 3 I den mån ledamoten sitter med i en styrelse för exempelvis ett investmentbolag är det önskvärt att denna styrelse tillämpar samma regler som den enskilda ledamoten;
- 4 Före en transaktion underrättas ordföranden i styrelsen för att få dennes skriftliga godkännande. En förteckning över alla affärer som gjorts av ledamöter skall skickas ut till styrelsen i samband med varje styrelsesammanträde.

Ny lagstiftning

1980 antogs en lag enligt vilken missbruk av inside information blev en straffbar handling. Denna lag skiljde sig inte nämnvärt från det tidigare förslaget från 1973. Vid det tillfället förlorade dock de konservativa valet och förslaget föll. Labour hade nämligen vid den här tiden en ambition att göra en mer genomgripande förändring av hela aktiebolagslagen i syfte att öka de anställdas inflytande och var därför inte intresserat att vid denna tidpunkt rösta för en lagstiftning. När arbetet med den nya aktiebolagslagen visade sig mer komplicerat än väntat var det för sent att ingripa med ett delförslag riktat enbart mot insidermissbruk. Strax innan parlamentet skulle rösta om en sådan lag, kom nämligen de konservativa tillbaka i regeringsställning. Strax efter lades en proposition om en ny aktiebolagslag.

I korthet innehåller denna följande punkter av intresse för insiders:

Det är förbjudet för en insider att handla med aktier i bolag i vilka han har inside information eller att lämna ut inside information till andra.

Som insider räknas styrelseledamöter, samtliga anställda i företaget, alla de som genom affärsförbindelser kan få del i känslig information samt statliga tjänstemän (Crown servants).

Förbudet att handla gäller också den som tagit emot tips under förutsättning att denne bort inse att tipset baserade på inside information. Den som bryter mot lagen kan bestraffas med fängelse eller böter. Inside information är information som rimligen kan antas påverka aktiekursen i väsentlig grad.

Definition av insider

Definitionen av insider i lagen är mycket vid. Avsikten är att alla som genom sitt arbete fått del av känslig informa-

tion skall omfattas av lagens bestämmelser. Hit räknas inte bara styrelseledamöter och personer i företagsledande ställning. Alla anställda och personer som under en föregående sexmånadersperiod haft ett förhållande till företaget, exempelvis i egenskap av konsult, är att betrakta som insider under förutsättning att de fått ta del av inside information. Samma sak gäller personer utanför företaget som på grund av affärskontakter får del av konfidentiell information. Mäklare är dock undantagna i den mån de inte utnyttjar inside information för egen vinning.

Som insiders räknas också personer som fått tips om att något kommer att hända under förutsättning att det funnits anledning tro att tipset baserats på inside information. Förutsättningen är dock att den som lämnat tipset är en "verklig" insider. Det är således osannolikt att den som tagit emot tips från någon annan som fått tips skulle kunna åtalas. Ytterligare en kategori är personer som lagt ett bud på ett annat företags aktier. Dessa får inte handla i berörda företags aktier för annan persons räkning än den som står bakom uppköpserbudandet. Slutligen räknas statstjänstemän som insiders.

Det finns några undantag till de här reglerna. Om någon kan visa att han gjort en transaktion av någon annan anledning än att tjäna pengar, går han fri. Likaså kan den som representerar en aktiefond eller stiftelse handla med fondens aktier även om han är en insider enligt ovan, under förutsättning att han gör det på inrådan av en annan person vars omdöme finns anledning att rätta sig efter.

Vad är inside information?

Med inside information avses konfidentiella uppgifter som kan antas i väsentlig grad påverka kurserna på företagens aktier. Informationen skall vara specifik, den skall således avse ett visst förhållande i företaget. Vidare skall den inte vara allmänt känd.

Så fort information har publicerats kan en insider inte längre straffas om han handlar med företagets aktier. Det tillråds dock att insidern ger marknaden en viss tid att anpassa sig till den nya informationen.

Annan lagstiftning

Efter depressionen på 30-talet stiftades en lagsom gör det straffbart att lura någon att investera i aktier. "Any person who by any statement which he knows to be misleading, or by dishonest concealment of material facts....".

Det har framförts att denna formulering skulle kunna användas också för att ingripa mot insiders. En jämförelse med sektion 10b i USA ligger nära till hands. I praktiken har den här paragrafen inte utnyttjats. Ett skäl som framförts är att en insider normalt har tystnadsplikt. Det skulle därför inte vara oärligt att förtiga vad han känner till i samband med en aktieaffär.

Slutligen kan nämnas en lag från 1967 som förbjuder styrelseledamöter att köpa optioner i det egna företaget. Konvertibler omfattas dock ej av detta förbud. Någon direkt motivering till denna lagstiftning finns ej. Uppenbarligen ansågs det att det inte fanns något behov för styrelseledamöter att kunna förvärva optioner.

I den brittiska lagstiftningen saknas möjligheter för civilrättsliga åtal. Om en part anser att han sålt sina aktier till en insider på börsen till en för låg kurs kan han alltså inte stämma insidern och utverka skadestånd. Förklaringen är dels svårigheten att avgöra vem som drabbats, dels att skadestånd inte ansetts nödvändigt för att garantera att aktiemarknaden skall fungera effektivt.

För att illustrera den typ av mål som kan aktualiseras genom en insiderlagstiftning refereras nedan ett antal ärenden som behandlats av the City Panel samt de tre mål som hittills behandlats av domstol.

Exempel på ärenden som avgjorts av the City Panel

Norbury Insulation var ett av de första målen som avgjordes av panelen. Mr Woods, huvudaktieägare i Norbury Insulation, lade ett bud på ett annat företag, Hayeshaw Ltd. Innan budet blev offentligt köpte han upp aktier i detta företag genom en stiftelse. När han upptäckte att vinstutdelningen i Hayeshaw var sämre än väntat sålde han sina aktier. Panelen krävde att Mr Woods skulle avgå från styrelsen i Norbury (fast han blev återvald ett år senare) och avstängde mäklaren från börsen under sex månader

Grimshawe Co ägde 20 procent av aktierna i Grimshawe-Windsor. Det beslöts att det senare företaget skulle köpa det förstnämnda. Dessförinnan såldes Grimshaws aktier ut till några ledande personer i företaget. När budet blev offentligt gjorde dessa en betydande vinst. Personerna dömdes att betala tillbaka sin vinst till Grimshawe Co.

I *House of Fraser* köpte några personer i företagsledningen aktier strax innan ett uppköpserbud blev känt. Undersökningar visade också att styrelsens ordförande, Sir H Fraser, sålt aktier under samma tid vilket i efterhand visade sig vara en mycket dålig affär. Panelen lyckades aldrig identifiera någon läcka men ansåg ändå att en sådan förekommit och kritiserade därför House of Fraser för att ha slarvat med säkerhetsåtgärderna.

Dexion var ett annat företag vars aktier blev föremål för ett uppköpserbud. Strax innan budet blev offentligt diskuterade Mr McKercher möjligheten att gå in i Dexions styrelse med Dexions bank. Banken informerade då McKercher att detta inte längre var aktuellt eftersom ett bud på företagets aktier skulle lämnas. Senare samma dag fick McKercher av sin egen bank veta att kursen på Dexions aktier gått upp kraftigt på grund av rykten om ett uppköp.

McKercher köpte då aktier som såldes en vecka senare med en vinst på 2 000 pund. När han fick reda på att Panelen inlett en undersökning förklarade han sig villig att avstå från denna vinst. Panelen accepterade detta men ansåg ändå omständigheterna så allvarliga att hans namn blev offentliggjort.

I *Gunn Ltd* hade företagsledningen samlats för att diskutera ett förslag till uppköpserbjudande. En av direktörerna insåg att han skulle bli försenad till ett bröllop han var inbjuden till och ringde brudens far. Som skäl uppgav han att diskussioner om ett uppköp pågick. Senare samma dag ringde brudens far sin mäklare och köpte aktier i *Gunn* vilket senare visade sig ge en vinst på 1 100 pund. Panelen kritiserade direktören för att ha varit för frispråkig och brudens far för att ha missbrukat ett förtroende. Eftersom fadern inte omfattades av panelens "jurisdiction" kunde han inte åläggas att betala tillbaka den vinst han gjort.

I *Ultra Electronics* dömde panelen en direktör att betala till en stiftelse hela vinsten på 7 000 pund som han gjort då han för egen räkning handlat i ett företags aktier där han visste att ett uppköpserbjudande skulle läggas.

I *Johnsons & Sons* var det en anställd som hade köpt aktier under ett annat namn. Den anställda miste sitt jobb och ålades betala vinsten till en välgörenhetsinrättning.

I *Eastwood Ltd* fick en styrelseledamot kännedom om att ett amerikanskt företag skulle köpa aktierna i *Eastwood*. Han köpte då en post aktier i sin frus namn och meddelade detta till styrelsen efter det att ordern utförts. Panelen kritiserade detta av flera orsaker — han hade köpt aktier mindre än två månader före bokslutsmeddelandet, han visste om uppköpserbjudandet och han hade inte i förväg inhämtat styrelsens tillstånd till köpet. Styrelseledamoten avsade sig sitt uppdrag och betalade tillbaka vinsten.

I *Chaddesley* kritiserades en mäklare för att ha rått en av sina kunder att köpa aktier i företaget efter det att han fått i uppdrag att för en annan kunds räkning köpa en större post. Enligt panelen var det visserligen inte klart att ett uppköpserbjudande skulle lämnas men det ansågs ändå olämpligt att utnyttja konfidentiell information för rådgivning.

I *Dunford & Elliot* visade det sig att ett stort antal aktier köpts genom tre schweiziska banker strax före ett uppköpserbjudande. Trots idoga försök att ta reda på vem som var köparen tvingades panelen konstatera att det inte fanns några möjligheter till detta.

I *Intereuropean Property* köpte verkställande direktören en stor post aktier efter det att han diskuterat en försäljning av sitt företag till ett annat företag. Inför panelen hävdade direktören att han inte kände till panelens regler samt att det inte var säkert om budet skulle gå igenom. Panelen dömde honom trots detta att betala vinsten till en stiftelse.

Mål som avgjorts inför domstol 1981–83

Mr *John Bryce* hade köpt aktier i ett investmentbolag för en stiftelses räkning. Mr Bryce var VD i investmentbolaget och kände till att dess stadgar skulle ändras påföljande dag så att det skulle få rätt att investera i aktier i energiföretag. Mr Bryce förklarade sig villig att betala tillbaka den vinst på 1 400 pund som han gjort och förklarade dels att han inte kände till att hans köp var olagligt, dels att han inte haft någon personlig vinst i affären. Mr Bryce frikändes av domstolen.

Mr *John Dichenson* fick den 5 juni 1981 vetskap om att det företag som han arbetade i skulle köpas upp. En dryg vecka senare instruerade han sin jurist att teckna en option i företaget och att stå som förvaltare. När företaget fick reda på optionskontraktet uppmanade man börsern

att undersöka de närmare omständigheterna. Mr Dichenson dömdes till sex månaders fängelse och optionskontraktet annullerades.

John och Joyce Titheridge arbetade båda på var sin bank. Mrs Titheridge fick reda på att ett företag skulle köpas upp och informerade sin make. Mr Titheridge köpte då aktier i företaget och gjorde en vinst på 6 000 pund. Domstolen dömde var och en av dem till 4 000 pund i böter. Dessutom miste de sina arbeten.

Frankrike

I syfte att stimulera hushållens intresse för aktieinvesteringar infördes 1966 flera nya lagar. Enligt en av dessa inrättades en tillsynsmyndighet — Commission de Bourses (COB) med relativt långtgående befogenheter att ingripa mot missförhållanden på aktiemarknaden.

En annan lag krävde att styrelseledamöter och företagsledning skulle rapportera samtliga aktieaffärer till COB. Det visade sig dock snart att COB inte klarade av att registrera och analysera alla dessa uppgifter. 1970 avskaffades därför registreringsplikten. I stället infördes en ny bestämmelse som innebar att de aktier som ägdes av styrelseledamöter och företagsledning skulle vara utställda på ägaren. Om aktierna var ställda på innehavaren måste de förvaltas av en bank. Genom dessa bestämmelser skapades en möjlighet att följa upp insiders aktieinnehav i de fall detta skulle anses motiverat. Brott mot lagstiftningen kan bestraffas med böter på upp till 40 000 francs.

I samband med att kravet på öppen redovisning av insiders aktieinnehav mildrades skärptes lagstiftningen mot insideraffärer. Det blev ett förbud för insiders att handla i aktier om de var i besittning av icke offentlig information av betydelse för kursutvecklingen på företagets aktier.

Insiders definierades i detta sammanhang på samma

sätt som tidigare med tillägg för alla övriga personer som i samband med sin yrkesutövning kommer i kontakt med konfidentiell information. Straffet för den som bryter mot dessa regler är fängelse i upp till två år eller böter upp till fyra gånger den vinst som transaktionen medfört. En förutsättning för att någon skall kunna straffas är att det kan göras sannolikt att det är inside information som orsakat transaktionen samt att den information som utnyttjats inte varit allmänt känd.

Lagstiftningen omfattar inte större aktieägare, ej heller personer som handlar på basis av tips.

För att upptäcka misstänkta fall av insiderhandel har COB en löpande bevakning av alla aktieaffärer. Vid onormala kursrörelser kontaktas mäklaren som får lämna uppgifter inom en vecka om vilka personer som köpt och sålt aktier.

COB har också gett ut regler som hänför sig till de institutioner som fungerar som mellanhänder på börsen. Dessa får inte avslöja eller utnyttja konfidentiell information och skall hela tiden agera med kundens bästa för ögonen. Ytterligare regler berör företagsköp. Den som förvärvat mer än 5 procent av aktierna i ett företag måste uppge detta. Vidare finns en skyldighet för styrelseledamöter att redovisa sina aktieinnehav i de dokument som publiceras i samband med uppköpserbjudandet.

Huruvida COB har lyckats stävja missbruk av inside information kan diskuteras. I sina årsrapporter anges att 1973 och 1974 gjordes en förundersökning av 665 respektive 819 fall av onormala kursrörelser. Av dessa ledde 31 respektive 23 fall till fördjupad undersökning varvid ett par fall gick vidare till allmän åklagare. Under perioden 1970—80 har sammanlagt 13 personer åtalats för brott mot insiderlagarna, varav en frikänts.

Att så få personer kunnat fällas är delvis en följd av att lagstiftningen lämnat flera kryphål. Därför genomfördes en lagändring 1980. Den innebar bl a att definitionen av

inside information ändrades till att avse ”information om framtidsutsikter eller dagsläget hos dem som utfärdat värdepapper eller om förväntningar om kursutvecklingen för ett värdepapper”. Genom denna formulering anses det möjligt att komma åt också de personer som missbrukar information — t ex köp- och säljorder.

Den andra viktiga förändringen är att det blir förbjudet för insidern att medvetet låta någon annan handla när insidern är i besittning av inside information. Denna bestämmelse möjliggör att komma åt vissa fall av tippning. Det är oklart varför man inte tog steget fullt ut och utformade förbudet på samma sätt som exempelvis Storbritannien.

En tredje förändring är att om en insider handlat genom ett bolag så kan bolagets ledning ställas till ansvar.

Den fjärde ändringen, slutligen, innebär att den som fälls för missbruk av inside information skall dömas till böter som åtminstone motsvarar den vinst som gjorts. Erfarenheterna under 70-talet visar nämligen att detta varit ovanligt. Endast i ett fall har böterna överstigit vinsten trots att domstolen kan utdöma böter som är fyra gånger större än vinsten.

Västtyskland

1970 utfärdade en statlig utredning en rekommendation mot missbruk av inside information. I utredningen medverkade ett antal näringslivsorganisationer. 1976 ändrades rekommendationen på några punkter.

Som insider räknas styrelseledamöter, företagsledning samt aktieägare som äger mer än 25 procent av aktierna i ett företag. (Om aktierna ägs av ett företag är dess styrelseledamöter etc insiders.) Insiders får inte utnyttja inside information för egna aktieaffärer. Med inside information avses kunskap om vissa händelser av stor betydelse.

Reglerna är frivilliga. Den som bryter mot dem döms

således inte av domstol utan av en kommission som är knuten till börsen. Ordföranden skall vara en som assisteras av fyra bisittare, rekryterade från näringslivet. Det rekommenderas att eventuella vinster skall överföras till företaget.

Schweiz

Hösten 1983 lades ett lagförslag fram enligt vilket missbruk av inside information skulle förbjudas i Schweiz. Förslaget utarbetades snabbt och synes inte ha varit kontroversiell. En orsak till detta kan ha varit att lagen inte synes riktad främst mot schweizare. Snarare har lagstiftningen tillkommit efter påtryckningar från utlandet. I den mån en insider exempelvis i USA genomfört sina affärer med förmedling av en schweizisk bank har han skyddats av banksekretessen. Sekretessen kan endast upphävas om misstanken gäller brott som är straffbara också enligt schweizisk lag. Detta har alltså tidigare inte varit fallet vid insidersaffärer, vilket vållat irritation i några andra länder, främst USA.

Lagstiftningen är relativt enkel. Som insider räknas alla som står i förtroendeställning gentemot ett företag. Definitionen omfattar alltså styrelseledamöter, anställda, konsulter och revisorer men även statliga tjänstemän i myndigheten som övervakar företagen. Till insiders räknas också de som fått del av förtrolig information genom tips. Här förutsätts dock en medveten tippning. Den som fått tillgång till konfidentiell information genom en slump, t ex på grund av att han lyssnat på en konversation mellan två insiders anses inte ha gjort något brottsligt om han utnyttjar informationen för egna affärer.

Definitionen av *inside information* är den traditionella; med inside information avses information som, när den blir offentlig, kan påverka aktiekursen i väsentlig grad. Huruvida kursen i verkligheten påverkas spelar i princip

ingen roll. Avgörande är om insidern kan anses ha utnyttjat förtrolig information eller ej.

Exempel på inside information är vetskap om företagsköp, mineralfyndigheter, nya produkter och kännedom om stora, oväntade förluster.

Sanktionen blir normalt att insidern skall avstå sin vinst till företaget. I speciella fall kan det också bli tal om fängelse eller böter. Då krävs dock att insidern också förrått företagshemligheter. Ansvar för att upptäcka missbruk av inside information läggs framför allt på företagets styrelser. Dessa skall dels se till att alla anställda har klart för sig att inside information inte får utnyttjas för egna affärer. Vidare skall de gripa in när misstanke föreligger om brott — om så erfordras i samarbete med polis.

Den nya lagen väntas träda i kraft under 1984.

Nederländerna

Ingen direkt lagstiftning finns mot insiders. Dock finns en regel avsedd att förhindra missbruk av information vid förvärv av företag. Styrelseledamöter och VD i både köparföretaget och det köpta företaget är skyldiga att ange samtliga sina transaktioner i det köpta bolagets aktier under sex månader före förvärvet.

Italien

Styrelseledamöter, VD och revisorer måste uppge förändringar i sina innehav (inklusive uppgift om pris) till CONSOB som är en statlig tillsynsmyndighet över börsen. Det är dock tveksamt om detta krav haft någon effekt. Hösten 1983 aviserades en utredning om CONSOBs funktionssätt eftersom det var uppenbart att det inte fungerat tillfredsställande.

Danmark

Enligt 1973 års aktiebolagslag skall styrelseledamöter

och företagsledning rapportera aktieinnehav och eventuella förändringar till företagen som är skyldiga att ta in dessa i särskilda register.

För att ytterligare understryka det klandervärda i osunda insideraffärer finns dessutom ett förbud för dessa personer att ägna sig åt "spekulativa transaktioner". Trots den vaga formuleringen finns i Värdepappersmarknadsutredningens betänkande återgivet ett mål där denna lagstiftning kom till användning:

"T som var styrelseledamot i bolaget S hade sålt ut sitt innehav av aktier i S. Några veckor därefter gav han order om köp av aktier i S för 100 000 kronor. Köpordern lämnades på morgonen samma dag som styrelsen skulle ha sammanträde. Vid sammanträdet skulle beslutas om en fondemission, vilket T kände till. Domstolen ansåg att T genom att köpa aktier i bolaget då han hade tillgång till interna uppgifter om den planerade aktieemissionen hade deltagit i "spekulationsförretning" med bolagets aktier. För detta och för underlåtenheten att till bolaget anmäla den tidigare utförsäljningen av aktier dömdes T att böta 10 000 kronor."

Förutom lagstiftningen kan nämnas att Köpenhamns fondbörs utfärdat etiska regler för handel med börsnoterade värdepapper. Dessa regler bygger på EGs rekommendationer. Enligt dessa skall envar som kommer i besittning av kurspåverkande, icke offentlig information om ett företag avstå från såväl handel i företagets aktier som att ge råd till tredje man. Börsstyrelsens sanktionsmöjligheter är begränsade; det sägs att i "graverande fall" kan man offentligt kritisera en felaktig transaktion.

EG

Inom EG har ett betydande arbete lagts ned på att integrera olika aktiebörser i medlemsländerna och att förbättra deras effektivitet. Ett led i detta arbete är att försö-

ka minska möjligheterna att utnyttja inside information. EG har därför tagit fram direktiv som exempelvis syftar till att påskynda informationen från företagen. Ett förbud mot missbruk av inside information har dock ansetts som opraktiskt att genomföra. I stället har man försökt att förbättra möjligheterna för börserna att undersöka onormala kursrörelser och att den vägen upptäcka affärer som gjorts av insiders. Definitionen av en insider är härvid mycket vid.

Alla som kommer i besittning av icke offentlig, kurspåverkande information är insiders (jämför avsnittet om Danmark ovan) och skall avhålla sig från att göra affärer. Vad som skall menas med kurspåverkande information diskuteras inte, ej heller hur man skall lösa insiders legitima behov av att kunna köpa och sälja aktier. EG-direktiven i det här avseendet syftar närmast till att ge börserna ett underlag för deras självreglerande verksamhet.

Det finns emellertid också exempel på diskussioner inom EG som syftar till lagstiftning. En arbetsgrupp har sålunda föreslagit att man skall förbjuda alla aktie-transaktioner "om inte syftet varit ett annat än att göra vinst". (Detta undantag ger bl a mäklare möjlighet att bedriva handel i ett företags aktier trots att han är i besittning av inside information.) Vidare skall förbudet också omfatta tips och andra rekommendationer till tredje man.

Dessutom kan nämnas att i förslaget till en gemensam bolagslag för EG-länderna finns några regler som riktar sig emot missbruk av inside information. Enligt dessa skall styrelseledamöter och företagsledning registrera aktieaffärer inom 20 dagar. Vidare skall vinster på korta aktieaffärer överlämnas till företaget.

Japan

Tokyobörsen är en av världens ledande börser. 1948 antogs i Japan lagar som i allt väsentligt var lika med de amerikanska Securities Acts från 1933 och 1934. Kravet på registrering av insiders togs dock bort redan 1953 eftersom det inte ansågs förenligt med japanska traditioner. Därigenom har naturligtvis en möjlighet att upptäcka insideraffärer tagits bort. Möjligen kan det förklara varför aldrig någon dömts enligt bestämmelserna i sektion 10. En annan orsak till frånvaron av åtal mot missbruk av insideinformation är att Japan inte har någon aktiv tillsynsmyndighet (dvs motsvarighet till amerikanska SEC).

7 Argument för och emot reglering av insiderhandel

Sammanfattning av kapitlet

I kapitlet presenteras argument för och emot en reglering av insider trading. Argument *för* en reglering är:

- 1 Reglering behövs för att bevara allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.
- 2 Utnyttjandet av inside information kan jämföras med stöld.
- 3 Det är moraliskt förkastligt att utnyttja information för egen vinning.

Inflödet av riskkapital till den svenska börsen, inte minst från utlandet, visar att förtroendet för börsen inte är rubbat trots att regler som förhindrar insidermissbruk saknas. Stöldargumentet saknar också bärkraft eftersom insidern inte behöver avslöja vad han har för information. Den moraliska aspekten finns dock kvar — de flesta anser att det är fel att utnyttja inside information för egen vinning.

Argument *mot* en reglering är:

- 1 Insideraffärer är en metod att belöna företagsledningen.
- 2 Insideraffärer kan bidra till en mer rättvisande kursättning.
- 3 Ett förbud är svårt att kontrollera.

Det är önskvärt att insiders äger aktier i det egna företaget. Därigenom får de del av en långsiktig förmögenhetstillväxt. Men att utnyttja inside information för köp och försäljningar kan inte anses acceptabelt. Visserligen kan insiders köp och försäljningar bidra till att aktiekurserna anpassas till en riktigare nivå. En sådan anpassning

bör dock i första hand ske genom en förbättrad informationsgivning från företaget. Det viktigaste argumentet mot en reglering är dock svårigheterna att kontrollera efterlevnaden. En förslagen insider som handlar försiktigt på börsen, eventuellt i någon annans namn, torde vara mycket svår att upptäcka.

I detta kapitel behandlas frågan om reglering eller ej, medan kapitel 8 jämför självreglering och lagstiftning som olika regleringsmetoder.

Inledning

I kapitlen 3—6 har vi belyst insiderproblemet ur olika synvinklar. Den teoretiska diskussionen visar att det finns skäl att anta att insiders har ett informationsövertag gentemot övriga aktörer på aktiemarknaden. Analysen av insiders aktieaffärer i kapitel 4 tyder dock inte på att insiders utmärker sig för att göra lönsamma aktieaffärer. Trots detta visar referatet av den svenska insiderdebatten i kapitel 5 att denna inte i första hand gäller *om* vi skall ha en reglering utan *hur* den skall se ut. Som framgår av kapitel 6 och i synnerhet då appendix till detta kapitel kan samma sak sägas om andra större länder.

Syftet med detta kapitel är att diskutera argumenten för och emot reglering av insideraffärer. En utvärdering av argumenten görs i kapitel 9.

Argument för en reglering

1 En fungerande aktiemarknad förutsätter att det finns ett förtroende för marknaden.

En närmast definitionsmässig förutsättning för att aktiemarknaden skall fungera är att det finns ett förtroende mellan de berörda parterna. Detta har bl a medfört att det ställs stora krav på börsmäklare m fl i finansiellt avse-

ende och att deras verksamhet står under tillsyn av Bankinspektionen som har långtgående befogenheter när det gäller kontroll av den löpande verksamheten. Ett annat krav gäller informationsgivningen från företagen. Här finns exempel på att man både genom reglering (t ex börsens inregistreringskontrakt) och frivilligt ökat både mängden av och kvaliteten i informationen. Det har i sin tur medfört att aktiemarknaden i Sverige liksom i flertalet andra industriländer är "effektiv" (se kapitel 3 för en diskussion av innebörden av detta begrepp) när det gäller att åstadkomma en rättvisande värdering av olika företag.

En annan fråga gäller om ett förtroende för aktiemarknaden dessutom kräver någon form av reglering av insiderhandeln. Det kan uppfattas som självklart att var och en med normal självbevarelsedrift avhåller sig från att handla på en marknad där motparten kan vara i besittning av inside information. En liknelse med ett kortspel där någon spelar med märkta kort ligger nära till hands.

Det finns dock en avgörande skillnad mellan aktiebörser och kortspelet. Sannolikheten för att någon skall förlora därför att han handlar med en insider är mycket liten. Det värsta han normalt kan drabbas av är om han beslutar sig för att köpa (sälja) samtidigt som en insider köper (säljer) vilket då sannolikt leder till att han får betala mer (mindre betalt) än om det inte fanns någon insider.

För att detta resonemang skall hålla krävs att aktien i utgångsläget är rätt värderad med hänsyn tagen till all utelöpande information (men inte inside information). Det som insidern medverkar till i detta läge är att anpassa aktiekursen också till den information som ännu inte är allmänt känd. Rationellt sett borde detta inte påverka allmänhetens förtroende till aktiemarknaden negativt.

Att insidern har ett informationsövertag i förhållande till andra är heller inget unikt. Det kan hävdas att skillnaderna i kunskap mellan den breda allmänheten och de

heltidsanställda "aktieproffs" som sköter aktieaffärerna för institutionernas räkning är mycket stor. Det hindrar uppenbarligen inte allmänheten från att köpa aktier. Skillnaden mot specialisterna är att allmänhetens omsättningshastighet förmodligen är lägre. De institutionella placerarnas aktivare aktieförvaltning tycks dock inte resultera i en väsentligt högre avkastning. Flera undersökningar av aktiefonders avkastning tyder på att man inte långsiktigt kan räkna med att någon fond har en avkastning som överstiger marknadens genomsnitt. Transaktionskostnaden och förvaltningskostnader talar snarare för motsatsen. Förklaringen ligger i att aktiekurserna påverkas av många oförutsedda händelser.

En annan sak vore om insidern försökte påverka aktiekurserna så att dessa avvek från sitt rätta värde. Man skulle exempelvis kunna tänka sig en situation där någon sprider ett rykte att företaget hittat en oljefyndighet eller skall köpas upp och utnyttjar kursuppgången för att sälja sina egna aktier. Detta kan dock inte betecknas som missbruk av inside information; snarare är det en form av bedrägligt beteende som kan och bör stoppas med vanliga straffrättsliga regler.

Slutsatsen blir att det är svårt att hävda att allmänhetens förtroende för börsen skulle påverkas i nämnvärd grad av att insiders handlar på börsen. Det är också svårt att hävda att hårdare reglering av insideraffärer skulle stimulera allmänhetens intresse för aktier. En viktig förklaring är att allmänheten normalt inte drabbas av förluster även om insiders gör vinster.

2 Att utnyttja inside information är jämförbart med stöld.

Ett annat huvudargument för att reglera insiderhandeln är att utnyttjande av inside information kan anses innebära ett brott mot gällande anställningskontrakt. Den som får del av förtrolig företagsinformation i tjänsten får inte

utnyttja denna för egen vinning. En parallell kan här dras till den utredning som publicerades hösten 1983 om skydd för företagshemligheter. Utredningen skiljer mellan företagsspioneri och missbruk av företagshemligheter. Spioneri förutsätter exempelvis intrång eller otillbörlig avlyssning, dvs handlingar där likheten med en vanlig stöld är påtaglig. Av större intresse när det gäller insideraffärer är missbruk av företagshemligheter. Här avses att en befattningshavare berättar för en konkurrent om något som han känner till som följd av sin tjänst. I utredningen föreslås att om avslöjandet är avsiktligt eller beror på vårdslöshet, skall den anställde kunna åläggas skadeståndsskyldighet. För vissa högre befattningshavare kan det därutöver bli aktuellt med böter eller fängelse. Förutsättningen för straff och/eller skadestånd är dock att företaget lidit skada.

När det gäller insideraffärer är det svårt att hävda att företaget drabbas. Möjligen kan man hävda att missbruk av inside information av aktieägarna uppfattas som negativt vilket sänker börskursen. Det skulle i så fall medföra att företaget drabbas av högre kapitalkostnader. Att visa att så är fallet är dock knappast möjligt.

Vidare är det karaktäristiskt för insidern att han inte avslöjar vad han känner till om företaget i varje fall inte så länge han handlar för egen räkning. På två väsentliga punkter skiljer sig alltså missbruk av inside information från det av utredningen diskuterade missbruket av företagsinformation. Att jämställa insidern med någon som sålt företagsinformation till en konkurrent verkar därför inte hållbart.

3 Det är moraliskt förkastligt att utnyttja inside information för egen vinning.

Det tredje huvudargumentet mot insideraffärer är av mer allmän karaktär. Som framhålls redan i inledningen kriti-

seras insidern för att han utnyttjar förtrolig information för egen räkning. Kritiken kvarstår även om det inte går att hävda att insideraffärer skadar allmänhetens förtroende för börser. Det man vänder sig emot är i stället att information som någon erhåller i tjänsten används för ett helt annat syfte, nämligen för att tjäna pengar på aktieaffärer. Detta är något som företagsledare bör avhålla sig ifrån. Det har också åberopats som argument för lagstiftning. ”Det allmänna bör stödja uppfattningen att moderna företagsledare inser att insider trading är förkastligt” (SOU 1970).

Samtidigt har naturligtvis en insider alltid mer information än icke insiders om det egna företaget. Slutsatsen borde därför vara att en insider aldrig får köpa aktier i det egna företaget. Det vore dock uppenbarligen att gå för långt. I praktiken har man i stället begränsat sig till att kräva att insiders skall avhålla sig från affärer när de har tillgång till en mycket specifik information — information som med största sannolikhet skulle få en betydande kurseffekt om den blev allmänt känd.

Argument emot en reglering av insideraffärer

Det finns tre huvudargument för att tillåta insideraffärer utan inskränkningar:

- de är ett sätt att avlöna företagsledningen;
- de bidrar till att aktiekurserna blir mer rättvisande;
- ett förbud är svårt att kontrollera.

1 Kompensation till företagsledningen.

Det moderna storföretaget kännetecknas av att företagsledningen normalt sett inte sammanfaller med ägarna. Frånvaron av ett direkt ägarintresse antas medföra att företagsledningen inte alltid handlar i aktieägarnas intresse. Önskemål om riskminimering, personlig status m m kan väga tyngre än ett försök att maximera vinsten.

För att minska risken av ett oönskat beteende har man i många företag uppmuntrat företagsledningen att äga aktier i det egna företaget (den s k pilot-teorin). Genom att skapa ett starkare samband mellan den personliga förmögenheten och företaget antas företagsledningens intressen bättre sammanfalla med övriga aktieägares.

Den vanliga lönen är otillräcklig för att kompensera företagsledare för innovativa insatser, hävdas av somliga. Anledningen är att sådana insatser är svåra att förutsäga och att värdera. Samtidigt är de av avgörande betydelse för företagets överlevnad. Bonussystem kopplade till vinsten kan här spela en viss roll. En innovation kan dock ibland få betydelse för resultatet först efter många år. En mer direkt form av kompensation skulle då i stället vara att låta företagsledningen köpa aktier.

Det är sannolikt få som invänder mot att det är positivt om företagsledningen äger aktier i det egna företaget. Det är dock mer tveksamt om ledningen också skall kunna dra nytta av att ha förhandsinformation om ett förestående meddelande till börsen. Att ledningen tror på sitt företag och investerar i dess aktier är positivt och bör uppmuntras. Missbruk av inside information bör däremot beivras så långt det är möjligt. Information om specifika händelser som utnyttjas till att göra aktievinster har ovan beskrivits som stötande mot många personers uppfattning om vad som är "riktigt". I den mån en insider utnyttjar negativ information till att sälja aktier innan marknaden blivit uppmärksam på vad som håller på att hända är det naturligtvis ännu svårare att hävda att insideraffärer skall ses som ett medel att belöna insidern.

2 *Rättvisande aktiekurser.*

Kritik mot insiderhandel baseras vanligen på att allmänheten luras. Det är inte självklart. Antag att en aktie be-

talas i 100 kronor. Ett företag planerar ett uppköpserbjudande och avser att betala 200 kronor. Insiders börjar handla vilket medför att kursen stiger till 150 kronor. Drabbas säljaren av detta? Ja, möjligen den som uppfattar kursuppgången som tillfällig och beslutar sig för att sälja tidigare än annars. Sannolikt kommer dock flertalet att hålla kvar sina aktier, i synnerhet de långsiktiga placerrarna. De flesta som säljer torde ha sålt ändå och för dessa gäller att de tack vare insidern fått bättre betalt.

Slutsatsen är att insidern kan medverka till att kurserna snabbare anpassar sig till ny information än vad som annars skulle vara fallet. I denna mening bidrar insideraffärer till att förbättra marknadens effektivitet. Det är också regel, snarare än undantag, att börskurserna stiger eller faller en viss tid innan ny information publiceras från företaget. Som vi redan påpekat behöver detta inte tolkas som att det är insiders, i varje fall inte i den mening ordet hittills använts, som orsakar kursrörelserna.

Den invändning som kan göras är att det skulle ske en ännu snabbare kursanpassning om företaget publicerade den nya informationen snabbare. En snabbare informationsgivning är också önskvärd av andra skäl. Det är t ex antagligen bästa sättet att hindra missbruk av inside information. Samtidigt löser en öppnare attityd från företagets sida inte alla informationsproblem. Det finns åtminstone två undantag. För det första är det inte från början helt säkert att ett beslut kommer att fattas. Det händer ofta vid företagsköp att förhandlingarna avbryts. En insider kan i detta läge spekulera i ett bud. Även om han tror på ett bud på 200 kronor per aktie kan han i detta läge bedöma sannolikheten för detta som så låg att han inte anser det värt att betala mer än 125 kronor för aktien. Insidern har alltså lättare att beakta och värdera den osäkerhet som föregår ett beslut.

Den andra invändningen gäller den osäkerhet som mottagarna av informationen från ett företag känner.

Om ett företag informerar om att man till följd av en genomgripande omorganisation räknar med en kraftig ökning av den framtida lönsamheten är det inte säkert att detta övertygar en skeptisk aktiemarknad. Insiders som går in och köper kan i detta läge fungera som en signal till marknaden att ledningen tror på sitt företag. Det är ett resonemang snarlikt det som används för att förklara varför företag betalar utdelningar till sina aktieägare trots oförmånliga skatteregler.

3 Svårt att kontrollera.

Ett tredje argument mot reglering av insiderhandel är att otillåtna aktieaffärer av insiders är svåra att upptäcka. Även om det av andra skäl kunde hävdas att en reglering vore önskvärd finns det alltså många som framhåller de praktiska svårigheterna. Det gäller inte minst Bankinspektionen, som svarar för tillsynsverksamheten i Sverige. I en intervju i *Veckans affärer* säger Sten Wahlberg, Bankinspektionens chef, att han är emot ett lagstiftat förbud mot insiderhandel.¹⁾ Ett sådant förbud kräver stora resurser för att övervakas. Att räkna med att Bankinspektionen skulle få extra anslag är knappast realistiskt och uppenbarligen gör då Wahlberg den bedömningen att den övriga kontrollverksamheten är viktigare än att jaga insiders.

Kontrollproblemen har diskuterats utförligt också i andra länder. Flera lösningar har föreslagits. Den vanligaste är att man kräver en registrering av vissa insiders transaktioner. Andra exempel är att man förbjuder insiders att äga aktier ställda till innehavaren eller att förvaltarregistrera sina aktier.

Viktigast torde dock vara den kontrollverksamhet som utövas av börsen och där man kontrollerar vilka som köpt

1) *Veckans affärer* nr 39:1979.

och sålt aktier i samband med onormala kursrörelser. Bristerna i denna kontrollverksamhet är dock uppenbara. Att kartlägga det eventuella sambandet mellan en rad till synes obesläktade personer som en obekant insider utnyttjat som bulvaner, eller gett tips, kan vara tidskrävande. Har affärerna dessutom förmedlats genom utländska banker är utsikterna att hitta den verkliga köparens namn i det närmaste obefintliga. Det gäller i synnerhet om en insider i t ex Volvo har möjligheten att köpa Volvos aktier på exempelvis Londonbörsen.

Det kan diskuteras om bristande kontrollmöjligheter skall vara ett hinder mot lagstiftning. Inte nödvändigtvis. En vanlig uppfattning tycks dock vara att så långt som möjligt undvika att lagstifta inom områden som är svåra att kontrollera. Risken är annars att respekten för lagen går förlorad.

Sammanfattning

En genomgång av argument för och emot reglering av insiderhandel visar att man egentligen vet mycket litet om effekterna av sådan handel. Att påstå att en reglering behövs för att skydda allmänhetens förtroende för börsen är en överdrift. Att jämföra utnyttjandet av inside information med stöld är missvisande. Kvar står en mer diffus anklagelse att insidern bryter mot allmänna rättvisepprinciper genom att för egen vinning utnyttja information innan den blir allmänt tillgänglig.

Vid upprepade tillfällen har debattörer kritiserat bristen på etik hos företagsledare. Det gäller kanske framför allt inom sådana områden som konsumentpolitik, sysselsättningspolitik och miljö. Företag har kritiserats inte för att de brutit mot lagar och förordningar utan för att de agerat på ett sätt som inte uppfattas stå i överensstämmelse med värderingar hos en majoritet av befolkningen.

Det här är ett utslag för det öppnare samhälle som vi lever i, där det blivit allt vanligare att ifrågasätta fattade beslut.

Det gäller inte bara företagen utan också företagsledarna som individer. Genom att dessa personifierar de företag de representerar ställs högre krav på dem i fråga om derashandel med aktier än på människor i övrigt. För att undvika kritik är det därför angeläget att dessa personer undviker åtgärder som kan utsätta dem för kritik, däribland missbruk av inside information.

De som försvarar insiders rätt att göra affärer utan inskränkning har också svårt att övertyga. I varje fall gäller det mer flagranta exempel på missbruk av inside information, dvs när någon drar fördel av att han känner till en specifik nyhet strax innan den blir offentlig och använder den i eget syfte. Andra fall av insiderhandel däremot, där motivet är mer långsiktigt, är lättare att försvara. Det understryker vikten av att en eventuell reglering utformas så att långsiktiga affärer inte hindras. Ett skäl mot en reglering ligger på kontrollsidan. Kostnaderna för att genomföra en effektiv kontroll av att ett förbud mot missbruk av inside information efterlevs torde vara betydande.

8 Självreglering eller lagstiftning?

Sammanfattning av kapitlet¹⁾

Slutsatsen i kapitel 7 var att någon form av reglering av insiderhandel kan vara önskvärd. Frågan som diskuteras i detta kapitel är om en sådan reglering bör bygga på en lagstiftning eller om den kan skötas av näringslivet självt. Som underlag för diskussionen jämförs USA med Storbritannien.

Båda dessa länder har stora och väl fungerande värdepappersmarknader. Ändå är skillnaden betydande när det gäller regleringen av marknaderna. USA förlitar sig främst på ett straffsanktionerat regelsystem med en statlig myndighet som svarar för att reglerna efterlevs. Storbritannien förlitar sig mer på självreglering. Under senare år har dock tilltron till kapitalmarknadsinstitutionernas möjlighet att själva lösa sina problem ifrågasatts. Ett utslag av denna kritik är att insidermissbruk kriminaliserades 1980. Ett annat är att Department of Trade i början av 1984 publicerat en utredning med förslag som syftar till att göra självregleringen obligatorisk samt mer effektiv.

Vad gäller företagens informationsgivning tycks både det amerikanska och brittiska systemet fungera bra. Båda systemen är föremål för viss kritik — det amerikanska för att vara för detaljerat och rigoröst, det brittiska för att ge företagen för stor flexibilitet. I varje fall så länge man inte kan påvisa uppenbara fördelar med en ökad standardisering framstår det brittiska systemet som bäst i förhållande till sina kostnader. Beträffande bekämpande av

1) Kapitlet bygger delvis på synpunkter som kommit fram vid intervju med professor Gower vid Department of Trade i London.

missbruk av inside information tyder både amerikanska och brittiska erfarenheter på att lagstiftning är att föredra framför självreglering. I Storbritannien har självregleringen misslyckats och de olika privata organisationerna har i stället medverkat till att man sedan 1980 har en lagstiftning.

Vad innebär detta för Sverige? Företagens informationsgivning håller en hög kvalitet. Någon form av ytterligare lagstiftning inom detta område torde därför inte vara påkallad. Inom insiderområdet däremot finns Värdepappersmarknadsutredningens förslag om utvidgad lagstiftning mot insidermissbruk. Trots de brittiska erfarenheterna är det vår slutsats att missbruk av inside information bör bekämpas genom självreglering i stället för lagstiftning. Den viktigaste orsaken är att Sverige inte har den kontrollapparat som krävs för att en lagstiftning skulle bli effektiv. Svårigheterna att definiera vad som menas med missbruk, kostnadsskäl och önskemål om flexibilitet är andra skäl som talar för självreglering.

USA

USA har världens största värdepappersmarknad men också världens strängaste lagstiftning på värdepappersmarknadsområdet. På en så stor aktiemarknad finns alltid människor som försöker missbruka systemet.

En viktig förutsättning för lagstiftningens effektivitet är att det finns en väl fungerande tillsynsmyndighet, Securities Exchange Commission (SEC). Genom en aktiv åtalspolitik har SEC lyckats driva igenom en mängd prejudicerande domar som successivt utvidgat de ursprungliga lagarnas tillämpningsområden.

SEC har ett ansvar både för att företagen informerar om sin verksamhet snabbt, regelbundet och utförligt och att börshandeln sker under former som försvårar missbruk i olika former. SEC fullgör sin uppgift i huvudsak

genom anvisningar. Därutöver uppmuntrar SEC andra organ att ge ut rekommendationer vilka också kontrolleras av SEC. Det förekommer att SEC griper in och förklarar antingen att en information är olämpligt utformad eller att det saknas rekommendationer inom ett visst område. Den frihet som näringslivets egna organ har är sålunda noggrant övervakad.

I tekniskt avseende är de amerikanska företagens årsredovisningar de främsta i världen. De publiceras snabbt och innehåller mycken information som också är jämförbar mellan företagen. Å andra sidan har det inte gått att förhindra uppseendeväckande svindlerier där företagens årsredovisningar givit en grov missvisande bild av företagets resultat. Vidare kritiseras ofta de mycket detaljerade redovisningsrekommendationer som utfärdas av FASB (Financial Accounting Standards Board) för att inte lämna tillräckligt utrymme åt den enskilde revisorns omdöme. Det finns en tendens till att revisorerna bara prickar av checklistor snarare än att försöka bilda sig en egen uppfattning om hur företaget sköts. Möjligen är detta dock en konsekvens av de stora riskerna för skadestånd som man löper i USA om ett misstag skulle begås och inte en nödvändig följd av SECs aktiva kontrollverksamhet.

På insiderområdet är SEC fast besluten att hindra osunda affärer. Trots denna beslutsamhet och trots de insatser som görs vore det dock en överdrift att påstå att man lyckats. Ingen kan visserligen säga hur det skulle se ut om SEC vore mindre ambitiös. Inte heller går det att jämföra USA med andra länder och fråga om det finns skillnader i omfattningen av sådana transaktioner. Liksom på många andra områden gäller att när SEC trappar upp jakten, anstränger sig förslagna insiders än mer för att undgå upptäckt. Insatserna trissas upp vilket illustreras av de belopp som insidermålen gäller — nu senast över sex miljoner dollar (se kapitel 6). Samtidigt bidrar

naturligtvis den stora publiciteten som de stora, komplicerade målen får till att det finns en utbredd medvetenhet om att insiders måste agera med stor försiktighet och gott omdöme.

Sammanfattningsvis har det amerikanska systemet stora förtjänster både för informationsutbudet från företagen och medvetenheten om riskerna att missbruka inside information. Nackdelarna är emellertid också påtagliga i form av höga kostnader för att följa utgivna anvisningar och rekommendationer. Kostnaderna till trots drabbas aktieägare fortfarande av stora förluster på grund av missvisande information och missbruk av inside information. Den risk man löper med ett så utpräglat straffsanktionerat regelsystem som de amerikanska är att "allt som inte är förbjudet är tillåtet". Mot den bakgrunden är det intressant att se hur man angripit motsvarande problem i Storbritannien.

Storbritannien

Storbritannien är USAs motsats inom det här området. Fram till 1980 litade man nästan helt till självreglering.

Aktiebolagslagen innehöll knappast några regler om företagets informationsgivning. Däremot fanns bestämmelser om skyldighet för vissa insiders att registrera sina aktieinnehav. 1982/83 ändrades aktiebolagslagen relativt kraftigt på grund av kravet på anpassning till EGs fjärde direktiv. Även om detta medförde att Storbritannien för första gången fick ett lagfäst schema för t ex resultaträkningar har innehållet i årsredovisningen inte påverkats. Samma sak gäller tidpunkten för publicering av viktig information. Detta regleras i stället i börsens inregistre-ringskontrakt där företagen förbinder sig att omedelbart efter ett styrelsesammanträde tillkännage resultatsiffror, utdelningsförslag etc. Företagen skall också så snart som möjligt underrätta börsstyrelsen om viktiga beslut som

kan påverka börskursen. All sådan information skall också offentliggöras även om det inte finns med något krav om att det bör ske snabbt. I en gemensam skrivelse från börserna och the City Panel on Take-Overs and Mergers till regeringen förstärks detta krav. Det påpekas att de flesta som brutit mot insiderbestämmelserna inte är styrelseledamöter etc, dvs insiders. De är i stället personer som handlat på basis av rykten och tips. I skrivelsen framhålls därför vikten av att företagen omedelbart offentliggör viktig kurspåverkande information. Innan så sker bör företaget också fortlöpande bevaka kursutvecklingen så att man snabbt kan gå ut med ett meddelande, eller begära börsstopp om man misstänker osund spekulation.

Storbritannien saknar motsvarighet till USAs SEC. I stället har institutionerna i City utvecklat sina organ för att förhindra missbruk som kan skada börsernas anseende. Också Bank of England och Department of Trade utövar en viss kontroll över kapitalmarknaderna.

Londonbörsens inregistreringskontrakt

Det viktigaste instrumentet för självreglering är börsernas inregistreringskontrakt. Här föreskrivs som redan nämnts att företagen är skyldiga att offentliggöra viktig information. Vidare åläggs företagen att respektera bestämmelserna i "the City Code" (se nedan).

För att kontrollera att bestämmelserna efterlevs finns en avdelning med cirka 100 anställda som fortlöpande följer kursbildningen på Londonbörsen. Antalet ovanliga kursrörelser som undersöks uppgår till cirka 1 500 per år. Av dessa är det bara några tiotal som utreds närmare. Det första steget är att tillsätta en arbetsgrupp som försöker rekonstruera händelser som väckt uppmärksamhet. Bl a begärs in uppgifter från mäklarna om vilka personer som handlat. I detta skede av utredningen är det angeläget att arbetet bedrivs snabbt så att de inblandade parter-

na fortfarande minns vad som hänt. Department of Trade underrättas så snart en utredning påbörjats. Det normala är dock att utredningen läggs ned antingen på grund av brist på bevis eller därför att inga felaktigheter kunnat påträffas. I cirka fem till tio fall följs börsens preliminära utredning upp av en fördjupad undersökning som i genomsnitt lett till en fällande dom per år.

The Model Code för Londonbörsen

1977 gav börsen också ut en rekommendation (the Model Code) om hur styrelseledamöterna borde förfara i samband med aktietransaktioner. Rekommendationen innehåller bl a följande:

- 1 Avstå från kortsiktiga affärer.
- 2 Avstå från transaktioner två månader före offentliggörandet av delårsrapporter samt andra meddelanden som kan vara kurspåverkande.
- 3 Meddela styrelsens ordförande innan en transaktion äger rum.
- 4 Om styrelseledamoten förvaltar en aktieportfölj får han inte utnyttja konfidentiell information för placementsbeslut.

I motsats till inregistreringskontraktet finns inga straffsanktioner knutna till the Model Code. Det företag som bryter mot inregistreringskontraktet kan avstängas från börsen. Det är knappast rimligt att samma straff skall utgå om en enskild styrelseledamot bryter mot bestämmelserna. I stället har man krävt att alla styrelseledamöter skall skriva under rekommendationen. Ett brott mot den kan då resultera i att man offentliggör namnet på den som felat.

Inregistreringskontraktet förutsätter att det enskilda företaget skall klargöra för alla befattningshavare att missbruk av konfidentiell information inte får förekomma. Enligt Rider (1984) är det vanligt att företagen utarbetar regler som bl a innehåller följande:

- a ett fördömande av insider spekulation samt av korta aktieaffärer;
- b förbud för dem som har tillgång till kurspåverkande information att handla i företagets aktier två månader före publicering av delårsrapporter etc alternativt vid alla tidpunkter utom en månad efter publiceringen av årsbokslut, delårsrapporter eller prospekt;
- c krav på att företagets jurist skall informeras före en aktietransaktion och att transaktionen skall godkännas av styrelsens ordförande.

The City Take-Over Panel

I början av 60-talet uppmärksammades några flagranta fall av missbruk av inside information i samband med take-over-bud. Regeringen uppmanade då "the City" att försöka förhindra fortsatt missbruk. De olika finansiella institutionerna under ledning av Bank of England enades 1963 om en rekommendation som dock inte visade sig särskilt effektiv. Det beslöts därför att tillsätta en speciell kommitté som så småningom fick en heltidsanställd ordförande och ett sekretariat.

Panelens huvuduppgift är att kontrollera efterlevnaden av the City Code — en rekommendation som bl a innehåller en uppmaning till företag som är inblandade i take-overs att göra allt för att förhindra personer som känner till att ett bud skall lämnas att handla i deras aktier. Panelen har begränsade befogenheter; den kan t ex inte kräva att personer skall avge vittnesmål. Möjligen har detta medfört att vissa utredningar om misstänkta fall av missbruk av inside information inte kunnat fullföljas. Om någon person kan överbevisas om att ha brutit mot the City Code är straffet dels ett offentlighörande, dels en uppmaning att han skall betala den vinst han gjort till någon välgörenhetsinrättning. Vidare finns möjligheter att begära att andra organisationer till vilka den hör som fällt, exempelvis Finansanalytikerna, skall vidta disciplinära åtgärder. Sedan 1980, då missbruk av inside in-

formation blev straffbart, hänskjuter panelen alla miss-tänkta fall till Department of Trade som avgör om åtal skall väckas inför domstol. Åtal har väckts i tre fall fram till 1983.

Council for the Securities Industry

1978 bildades en ny organisation, Council for the Securities Industry (CSI), med syfte att övervaka kapitalmarknaden i stort. Bakom detta initiativ stod Bank of England i samarbete med Department of Trade. Rådets syfte var att samla olika parter för att man samfällt skulle kunna vidta åtgärder för att garantera kapitalmarknadens effektivitet. Bland de mer konkreta åtgärderna märks att rådet tagit ansvar för att revidera the City Code.

Organisationen fungerar också som talesman för kapitalmarknadsinstitutionerna i de förhandlingar som pågått fram till 1983 om en omorganisation av börserna. I artiklar som beskrivit rådets verksamhet märks ingen påfallande entusiasm. Det verkar inte som om rådet lyckats med sin primära uppgift, att minska den kritik som uppenbarligen finns vad gäller Citys förmåga att på egen hand lösa sina problem.

Tvångsmässig självreglering

Under senare år har det brittiska systemet för självreglering utsatts för kritik. Ett uppmärksammat fall var när en mäklarfirma gick i konkurs efter att ha förskingrat medel som anförtrotts den. I detta fall hade kontrollen av firmans verksamhet uppenbarligen varit otillräcklig. Andra exempel är ett antal erbjudanden till en godtrogen allmänhet om stora förmåner vid köp av andelar i konstkonstsortier, och andra mer eller mindre fantasifulla objekt. Här har det över huvud taget inte existerat någon över-

vakning av att det finns substans bakom de erbjudanden som lämnas.

1981 fick professor Jim Gower regeringens uppdrag att utreda möjligheterna att reformera den lagstiftning som reglerar investeringar i värdepapper. 1982 publicerades en diskussionspromemoria och i början av 1984 förelåg den slutliga rapporten.

Inget SEC

Det finns många olika möjligheter att öka kontrollen av värdepappershandeln. Ett nära till hands liggande alternativ är att införa ett Securities and Exchange Commission efter amerikanskt mönster.

Gower har starka sympatier för denna lösning men tillbakavisar den ändå av politiska skäl. Han påpekar i sin rapport att det uppdrag han fått från den konservativa regeringen i praktiken utesluter att man sätter upp en ny statlig myndighet trots de fördelar en sådan skulle kunna ha. Innebörden av detta är att tillsynen måste utövas av en befintlig organisation, dvs i detta fall Department of Trade.

Även om Gower ansåg sig förhindrad att föreslå ett nytt SEC hämtar han dock en annan idé från USA nämligen att all lagstiftning som berör handel i värdepapper skall sammanföras i en lag — en Investment Protection Act. I denna lagstiftning ges begreppet värdepapper en mycket vid innebörd. Därmed avses inte bara aktier och obligationer utan också andelar i aktiefonder liksom alla investeringar som representeras av någon form av värdepapper.

Kraftigt ökad självreglering

Enligt Gower fungerar självregleringen mycket bra inom den viktigaste delen av värdepappersmarknaden, nämligen

gen börserna. Inom andra områden fungerar den däremot dåligt eller är helt obefintlig. The Council for Securities har här inte riktigt lyckats med sin uppgift att förmå exempelvis dem som arbetar med terminsaffärer att sätta upp normer för sin verksamhet. Gower anser att detta är helt nödvändigt och att Department of Trade's arbetsuppgifter bör inskränkas till att kontrollera att de regler som berör de organ som svarar för självregleringen är utformade och tillämpas på ett riktigt sätt. Gower vill alltså att det för varje delmarknad — aktier, obligationer, futures — och för varje yrkesgrupp — mäklare, journalister, fondchefer — skall sättas upp regler där man anger de krav som bör ställas på medlemmarna. "Auktorisation" är väl ett begrepp som ligger närmast till hands.

Vidare skall det finnas någon form av övervakning av verksamheten som gör att allmänheten skyddas så långt det är möjligt. Department of Trade's uppgift, enligt Gower, är dels att tillse att det här systemet för självreglering kommer till stånd och fungerar, dels att i den mån någon kategori misslyckas själv ta på sig det direkta ansvaret. I undantagsfall betyder det alltså att Department of Trade kan få ta på sig ett direkt ansvar för att tillse att marknaden fungerar på ett tillfredställande sätt.

Positiva reaktioner

Reaktionerna på Gowers förslag har hittills varit positiva och det väntas allmänt att regeringen kommer att föreslå en ny lagstiftning i enlighet med förslaget. Inom ett område tycks man dock inte beredd att gå lika långt som Gower föreslagit och det gäller revisorerna.

Gower diskuterar nämligen möjligheten att kräva att de anvisningar som ges ut av revisorsorganisationerna måste följas av de förtag som noteras på börserna. Reaktionerna på detta förslag har varit blandade. En representant för regeringen har förklarat att det är uteslutet att

man ger revisorerna rätt att ge ut anvisningar som automatiskt får samma status som lag.

Insiderhandel

Eftersom den lagstiftning, enligt vilken missbruk av inside information förbjöds, så nyligen infördes anser Gower att det vore fel att redan nu föreslå större förändringar. Insiderlagstiftningen borde dock föras över från aktiebolagslagen till den tänkta Investor Protection Act. Samtidigt borde en del bestämmelser göras mer generella. På en direkt fråga svarar Gower att i avsaknad av en lagstiftning skulle man kunna tänka sig att reglerna mot missbruk av inside information hade kunnat skrivas in i de bestämmelser som de självreglerande organen skall utarbeta.

Sammanfattning av de brittiska erfarenheterna

Kvaliteten på de brittiska företagens årsredovisningar är i det närmaste lika hög som i USA. Frånvaron av detaljerade anvisningar har inte haft några större negativa konsekvenser. Visserligen framförs ibland kritik mot revisorernas organisationer för att de inte spelar en mer aktiv roll för att öka standardiseringen av redovisningsinformationen. En viss osäkerhet bland revisorerna är påtaglig inte minst när det gäller inflationsredovisning. Varningsrop har därför höjts att staten har sett sig tvungen att gripa in. En utveckling liknande den amerikanska ter sig dock osannolik inte minst med nuvarande politiska ledning.

Inom insiderområdet är bilden annorlunda. Här tycks de privata organisationerna, dvs främst börsen och City Panel, närmast ha kapitulerat och krävt lagstiftning snarare än självreglering.

Det är svårt för en utomstående att se skälen till detta.

Organisationerna framhåller t ex att frekvensen av missbruk av inside information är betydligt mindre än vad som ofta antas. I en senare skrivelse sägs också att i de undersökningar som gjorts av misstänkta fall av missbruk av inside information framkommit att endast ett mycket litet antal egentliga insiders handlat. I stället är det nästan alltid andra personer som tagit emot tips eller handlat på basis av rykten. Den naturliga lösningen borde mot den bakgrunden snarast varit att skärpa kraven på "timely disclosure", dvs att företagen snabbt informerar om händelser som är kurspåverkande.

En orsak till kravet på lagstiftning är de svårigheter som tydligen funnits vid några tillfällen att reda ut vem som handlat i ett företags aktier. Varken panelen eller börsen har haft rätt att förhöra olika personer. Systemet med förvaltarregistrering av aktier har också försvårat utredningsarbetet. Säkert förklaras kravet på lagstiftning av att missbruk av inside information också kan förekomma i andra sammanhang än vid take-overs.

Samtidigt är det viktigt att understryka att kriminaliseringen av ett insiderbrott inte tycks ha ändrat mycket i sak. Frekvensen av mål där det finns skäl att misstänka osunda insideraffärer är ungefär oförändrad (jfr sammanställningen av de domar som redovisas i appendix till kapitel 6) och börsens och City Panels arbetsuppgifter (dvs den utredande verksamheten) är desamma som tidigare. Skillnaden ligger alltså endast i att ansvaret för sanktionerna nu ligger hos domstolen.

Vad kan Sverige lära av USA och Storbritannien?

I Sverige är kvaliteten på företagens årsredovisningar i det närmaste lika hög som i USA och Storbritannien. Det finns därför ingen anledning att överväga förändringar i riktning mot det amerikanska systemet. Visserligen finns

det brister. I kapitel 3 påpekas t ex att svenska företag är betydligt senare med att publicera sina årsredovisningar än framför allt amerikanska företag. Detta problem borde kunna lösas utan lagstiftning.

I Sverige finns sedan drygt tio år en lagstiftning enligt vilken insiders är skyldiga att offentligt redovisa sina aktieinnehav i bolag i vilka de är insiders.

I stort sett torde denna registrering fungera även om det finns några exempel på att Bankinspektionen ingripit när skyldigheterna inte fullgjorts på avsett sätt.

Bankinspektionen har också försökt stoppa insideraffärer under 30 dagar före en kurspåverkande händelse. Det har i stort sett misslyckats. I genomsnitt ligger 20 procent av alla insideraffärer inom den kritiska perioden. Andelen tycks minska något i samband med de påpekanden Bankinspektionen gör för att sedan åter öka. Det förefaller inte troligt, i varje fall är det inte belagt, att den höga andelen 30-dagarsaffärer beror på ett medvetet missbruk av inside information. Visserligen har Värdepappersmarknadsutredningen pekat på att 30-dagarsaffärerna 1979 i genomsnitt gav en vinst på 4 procent. Med hänsyn till transaktions- och räntekostnader samt framför allt den osäkerhet som alltid vidlåder börsens reaktion måste denna vinst betraktas som försumbar. Mer sannolikt är att insiders inte uppfattar det som fel att handla inom den här perioden. Detta beror i sin tur troligen på att de inte anser sig vara i besittning av inside information, något som för övrigt också Värdepappersmarknadsutredningens resultat tyder på. Resultatet understryker att ett eventuellt förbud mot 30-dagarsaffärer sannolikt skulle uppfattas som ett betydande ingrepp i insiders möjligheter att göra affärer.

Bland privata initiativ märks det förbud som Näringslivets Börskommitté rekommenderat för insideraffärer i samband med s k take-overs. Detta förbud tycks ha respekterats.

Trots detta föreslår alltså Värdepappersmarknadsutredningen att också Sverige skall få ett lagstadgat förbud mot missbruk av inside information. Trots att missbruket av inside information inte tycks vara särskilt utbrett förefaller det finnas ett brett stöd bakom detta förslag som framgått av kapitel 5.

En lagstiftning i sig torde dock inte lösa några problem. Visserligen skulle man i likhet med en tidigare utredning kunna hävda att lagstiftning behövs för att inpränta hos insiders att det är fel att utnyttja inside information för egen vinning. En sådan preventiv effekt torde dock vara mycket tillfällig. Avgörande för lagens effektivitet är i stället möjligheterna att kontrollera att den efterlevs. Förutsättningarna för detta är för närvarande små. Visserligen har börsen i början av 1984 tillkännagett att den löpande avser följa kursstämningen på ett systematiskt sätt och att kontakta företag i fall av omotiverade kursändringar. Jämfört med de stora utredningsavdelningar som finns i London och New York är dock den här verksamheten bara på ett experimentstadium.

Bankinspektionen har kompetens att agera i komplicerade fall. Dess resurser är dock begränsade. I varje fall hittills har inte insiderproblemet prioriterats. Det pekar den ofullständiga analysen av insiderstatistiken på.

Mot denna bakgrund finns det goda skäl som talar för att man borde överväga någon form av *självreglering* för att motverka missbruk av inside information i Sverige.

Skälen för detta är:

- 1 Man får en flexibilitet i handläggningen som är önskvärd när omständigheterna i enskilda fall är väsentligt olika.
- 2 Man får en informell handläggning vilket sparar både tid och kostnader.
- 3 De som deltar i handläggningen är experter inom sitt område vilket är en fördel särskilt när man arbetar med komplicerade fall.

- 4 Det går att angripa den som försöker hitta kryphål i bestämmelserna genom att hänvisa till bestämmelsernas anda.
- 5 Med självreglering skapas en möjlighet att angripa också personer med bristande kompetens.

Skäl mot:

- 1 Självreglering bygger på de medverkande parternas goda vilja. Ställer en viktig grupp sig vid sidan är självregleringen ett uddlöst instrument.
- 2 Det är svårt att komma åt missbruk hos tredje man, dvs personer som inte omfattas av självregleringen. Ett exempel är personer som handlar i aktier på basis av tips.
- 3 Svårigheten att skapa effektiva sanktioner.
- 4 Självreglering inbegriper ofta att namnet på den som brutit mot bestämmelsen offentliggörs. Det kan här vara svårt för den som anser sig felaktigt behandlad att få upprättelse. Omvänt kan den som gjort fel ändå försöka skapa en opinion mot den som utfärdat tillrättsvisningen.
- 5 Det finns en risk att man försöker skydda sina egna kollegor. Denna risk är särskilt stor när de som avgör besluten själva är aktiva på aktiemarknaden.

Avslutningsvis kan det finnas skäl att understryka att en väsentlig faktor som borde göra självreglering lättare i Sverige än i USA och Storbritannien är att Sverige är ett litet land. Det gör det svårare för individer att bryta mot ett självsaneringsystem. "Skampålemetoden" torde alltså fungera bättre i ett litet land än i ett stort. Om detta är tillfyllest för att göra självregleringen effektiv kan dock bara framtida erfarenheter utvisa.

9 Slutsatser och rekommendationer

Vi inledde den här boken med att ange som vårt syfte

”att diskutera och precisera insiderproblemets natur och betydelse samt att diskutera behovet av reglering”.

Vi skall i det här kapitlet sammanfatta de slutsatser som kan dras ur våra analyser och diskussioner som förts i tidigare kapitel. Med dessa slutsatser som utgångspunkt kommer vi avslutningsvis att presentera ett förslag till reglering av insiders aktieaffärer.

SiNuS

Fallet SiNuS i kapitel 2 illustrerar några av de problem som är förknippade med en reglering av insideraffärer. I december och februari steg aktiekursen väsentligt utan någon synbar anledning. Det är möjligt att uppgången bara var en reaktion på en mycket dålig kursutveckling tidigare under året. Den kunde dock bero på att någon utnyttjade inside information — ett viktigt dotterbolag väntade kraftiga resultatförbättringar, aktieägarna skulle få rätt att köpa in sig i ett nybildat fastighetsbolag och utdelningen skulle höjas. Insiders kan ha handlat med kännedom om envar av dessa händelser. I vad mån kursuppgången förklaras av en viss sådan händelse kan dock aldrig avgöras med säkerhet.

I verkligheten föreligger alltså svårigheter att avgöra vad som menas med inside information. Det finns också problem med att definiera insiderkretsen. I SiNuS är många personer informerade om vissa händelser. Dotterbolagets ledning och styrelse, moderbolagets ledning

och styrelse, ett antal personer med nära anknytning till aktiemarknaden som fungerat som rådgivare samt ett antal investmentbolag och andra juridiska personer som har representanter i SiNuS styrelse.

Svårigheten att isolera sambandet mellan en viss händelse och en akties kursutveckling medför att definitionen av inside information blir osäker. Den legala definitionen av insider är många gånger för snäv.

Aktiemarknaden är effektiv

Aktiekursen i SiNuS började stiga långt innan bokslutskommunikén publicerades i slutet av februari. Det behöver inte tolkas som att någon missbrukat inside information. Tvärtom är det, som framgår av kapitel 3, karaktäristiskt för en effektiv aktiemarknad att aktiekurserna ofta föregriper information som företagen publicerar. Utländska studier pekar dock på att det finns undantag från denna regel. Det finns information som när den publiceras, ger upphov till kraftiga kursförändringar även om detta inte är särskilt vanligt. Detta innebär att det finns möjligheter för insiders att utnyttja inside information för egna aktieaffärer.

Att aktiemarknaden är effektiv innebär att den som har tillgång till inside information kan göra lönsamma affärer. Inside information, dvs för aktiemarknaden helt ny information, är dock ovanlig.

Insiders utmärker sig inte för lönsamma aktieaffärer

Vissa insiders (styrelseledamöter, företagsledning och revisorer) är sedan 1972 skyldiga att registrera sina aktieaffärer. Analyser av dessa affärer, som redovisas i kapitel 4, ger knappast anledning till oro. Flertalet insiders äger inga eller få aktier i sina bolag. Jämfört med 1972 har det

totala innehavet minskat och majoriteten av affärer är långa (avser mer än två år gamla innehav). Det finns heller inget entydigt samband mellan de aktieaffärer som insiders redovisat till Bankinspektionen och kursutvecklingen.

Insiderstatistiken tyder inte på att missbruk av inside information utgör något problem i Sverige.

Missbruk av inside information är inget problem

1966 års Fondbörsutredning och 1979 års Värdepappersmarknadsutredning har utrett insiderproblemet. De förslag till åtgärder som dessa utredningar lägger fram, och som diskuteras i kapitel 5, baseras inte på konkreta fall av missbruk av inside information. Värdepappersmarknadsutredningen framhåller att sådana fall torde vara svåra att finna. Lagstiftningen sägs ändå vara nödvändig för att allmänhetens tilltro till börsen skall bevaras. Trots att något missbruk inte kunnat beläggas tillstyrker näringslivets organisationer i huvudsak de av utredningarna föreslagna åtgärderna.

De statliga utredningarna har inte baserat sina förslag på att missbruk av inside information skulle utgöra något problem på den svenska aktiemarknaden. Förslagen till reglering får därför närmast ses som en förebyggande åtgärd som tycks ha ett brett stöd bland de närmast berörda.

Lagstiftning vanlig i utlandet

Flertalet ledande industriländer har ingripit mot missbruk av inside information. Vanligen har detta skett genom lagstiftning, t ex i USA, Kanada, Storbritannien och Frankrike. Västtyskland är det enda stora industriland där lagstiftning saknas men aktiemarknaden är där förhållandevis liten.

En jämförelse mellan länderna, som redovisas i kapitel 6, visar att man vanligen kräver att den högsta företagsledningen och styrelsen registrerar sina aktieaffärer samt att insiders avstår från att handla om de har tillgång till inside information av väsentlig betydelse för aktiekursen. Definitionen av insiders innefattar normalt dem som är skyldiga att registrera sina innehav samt därutöver ytterligare ett antal kategorier. För övrigt kan noteras skillnader i detaljer, framför allt gäller det definitionen av insiders och påföljderna.

De flesta ledande industriländer ingriper mot missbruk av inside information genom lagstiftning. Ingreppet sker vanligen i form av krav på registrering av aktieaffärer samt som förbud mot handel när insiders har tillgång till förhandsinformation som kan antas påverka aktiekursen i väsentlig grad.

Behöver Sverige en reglering av insideraffärer?

Diskussionen i kapitlen 2—6 leder i kapitel 7 fram till slutsatsen att missbruk av inside information inte är ett stort problem i Sverige. En reglering av insideraffärer borde därför inte vara nödvändig. Å andra sidan har många andra länder ingripit mot insiders. Också i Sverige tycks det finnas en opinion för en mer långtgående reglering av insideraffärer. Flagranta missbruk av inside information kan leda till att förtroendet för näringslivet minskar.

Mot detta står att varje reglering medför kostnader, både direkta i samband med kontroll av lagens efterlevnad och indirekta. De senare kan t ex ta sig uttryck i att insiders avstår från att köpa aktier i det egna företaget på grund av rädsla för att bryta mot bestämmelser som uppfattas som oklara.

Det torde ligga i näringslivets eget intresse att medverka till en reglering av insiderhandeln. Det är dock angeläget att utforma regler så att kostnaderna begränsas.

Lagstiftning eller självreglering?

Den viktigaste principiella frågan då det gäller att reglera insiderhandeln, som diskuteras i kapitel 8, är om en självreglering är möjlig eller om det krävs lagstiftning.

I USA anses lagstiftning nödvändig. Men förhållandena där är helt andra än i Sverige. Av större intresse är de brittiska erfarenheterna. En till synes väl utbyggd och fungerande självreglering har där sedan 1980 ersatts av lagstiftning. Detta tycks dock inte ha påverkat intensiteten i kampen mot missbruk av inside information. Antalet misstänkta fall av osunda insideraffärer har varit ungefär detsamma under 80-talet som under 70-talet.

Trots den brittiska utvecklingen finns det starka skäl som talar för självreglering, i varje fall som ett första steg. De viktigaste är att svårigheterna är stora att avgöra vad som utgör missbruk av inside information.

Med tanke på hur svårt det är att kontrollera att ett lagstadgat förbud mot missbruk av inside information efterlevs och eftersom det nuvarande missbruket torde vara av liten omfattning framstår det som naturligt att även i fortsättningen förlita sig på självreglering även om det i vissa avseenden finns argument för en utvidgning.

Rekommendationer

1 Lagstadgat förbud att utnyttja inside information i samband med erbjudande om offentligt förvärv av aktier (take-overs).

Erfarenheterna från utlandet visar att det är framför allt i samband med take-overs som missbruk av inside information kan konstateras. Orsaken är uppenbar. Även den som inte handlar med aktier vet att kurserna på aktierna i ett företag som skall köpas upp normalt stiger kraftigt.

Det finns således ingen ekonomisk risk förknippad med att utnyttja sådan information för egen räkning.

I Sverige finns sedan 1971 en rekommendation från

Näringslivets Börskommitté som manar till en sträng sekretess vid förhandlingar om take-overs för att undvika missbruk av information. I stort sett tycks denna rekommendation ha fungerat bra. En berättigad fråga är därför vad som motiverar ett förslag om lagstiftning. Det finns två huvudskäl till detta. Det ena är att samtliga remissinstanser tillstyrker Värdepappersmarknadsutredningens förslag om lagstiftning mot missbruk av inside information i samband med take-overs. Det andra skälet är att flera av de tekniska invändningarna som kan riktas mot ett generellt förbud mot alla former av missbruk inte gäller take-overfallen. Här råder inte den osäkerhet om vad som utgör inside information som karakteriserar andra tillfällen.

En lag kan utformas enligt Värdepappersmarknadsutredningens förslag med den förändringen att lagen bara skall gälla det företag som erbjudandet om uppköp riktar sig emot. För köparföretaget finns ingen anledning att vänta sig någon speciell kurseffekt. Huruvida börsen reagerar positivt eller negativt beror på omständigheterna i det enskilda fallet. Det framstår därför som naturligt att behandla insiders köp och försäljningar av aktier i köparföretaget på samma sätt som andra köp och försäljningar där misstanke om missbruk av inside information föreligger.

Dessutom kan utredningens förslag om avgränsningar av insiderkretsen diskuteras. Det är svårt att motivera varför någon grupp skulle undgå påföljd om den utnyttjat inside information i samband med ett uppköpserbjudande. Lagen bör således omfatta alla som handlar med kännedom om ett förestående erbjudande.

- 2 Ett åtagande för personer med tillgång till inside information att inte handla i företagets aktier eller råda andra innan väsentlig information publicerats.

Svårigheterna att avgöra vad som är missbruk av inside

information gör att vi rekommenderar att det allmänna förbudet, dvs det som gäller alla fall av missbruk utom i samband med uppköpserbudanden, utformas som ett åtagande.

Rekommendationen innebär att det införs en paragraf i inregistreringskontraktet med Stockholms Fondbörs enligt vilken alla börsnoterade företag åtar sig att upprätta ett avtal med samtliga anställda samt uppdragsgivare. I detta avtal förbinder sig dessa att inte själva handla i företagets aktier eller råda andra att handla om de har tillgång till sådan kurspåverkande information som företaget enligt inregistreringskontraktet är skyldigt att publicera.

Ett alternativ till att utvidga inregistreringskontraktet är att ge ut en rekommendation från Näringslivets Börskommitté. Genom att i inregistreringskontraktet föreskriva att företagen skall följa denna rekommendation blir den bindande för alla börsföretag.

En fördel med detta alternativ är att näringslivets ansvar för självregleringen betonas starkare.

Den person som bryter mot detta avtal åtar sig att till börsen avstå från den vinst han gjort.

Kontrollen att åtagandet efterlevs kan läggas på endera av två institutioner — Stockholms Fondbörs eller Näringslivets Börskommitté. Det mest närliggande förefaller vara Fondbörsen vilket innebär att Börsstyrelsen skulle bli ansvarig. En ytterligare konsekvens av kopplingen till Fondbörsen är att Bankinspektionen får rätt att utöva tillsyn vilket bör höja respekten för åtagandet.

Att knyta kontrollen till Näringslivets Börskommitté skulle ha den fördelen, som redan framhållits, att man markerar näringslivets ansvar att förhindra missbruk av inside information. En invändning mot denna lösning är att Börskommittén inte har samma kontinuitet som Börsstyrelsen. Börskommittén har varit vilande under drygt tio år fram till 1983 då den återuppstod. Dess fortsatta roll är oklar.

Om kontrollen knyts till Stockholms Fondbörs kan olika organisatoriska lösningar väljas. Ett alternativ är att Börsstyrelsen innefattar kontrollen av insiders aktieaffärer i sitt löpande arbete. Ett annat är att Börsstyrelsen inrättar en "Börsens insidernämnd". Till denna kan ledamöterna hämtas från Börsstyrelsen men även utifrån.

För att kunna upptäcka missbruk av inside information bör börsens bevakning av kurssättningen byggas ut ytterligare. I likhet med börserna i USA och Storbritannien bör den som svarar för bevakningen (dvs Börsstyrelsen) ges rätt av Bankinspektionen att begära in uppgifter från mäklare när detta bedöms som nödvändigt.

3 Journalister, mäklare, m fl.

Journalister, börsmäklare och portföljförvaltare är exempel på personer som genom sin närhet till börserna ofta får tillgång till information som kan användas för egen vinning.

Många av dessa personer har i sina anställningskontrakt förbundit sig att exempelvis informera arbetsgivaren om de egna aktieaffärerna. Medlemmarna i Sveriges Finansanalytikers Förening åtar sig att inte missbruka förtrolig företagsinformation. Andra personer omfattas inte av sådana avtal. Det är därför angeläget att klargöra vad som förväntas av dem som arbetar med aktiemarknaden för allmänhetens räkning. Regler, avsedda att förhindra missbruk av förtrolig information, liknande dem som ovan uppställts för börsföretagen, bör utformas av olika yrkeskategorier.

4 Öppen redovisning av aktieinnehav.

De som i första hand har ett intresse av att motverka missbruk av inside information är aktieägarna. Det är därför angeläget att styrelsen och den högsta företagsledningen

uppper sina aktieinnehav vid årets början och slut. En sådan redovisning kan också vara värdefull genom att den bidrar till en ökad insikt om storleken på insiders aktieinnehav och omfattningen av deras affärer.

Eftersom årsredovisningarna bara publiceras årsvis kan en dylik redovisning inte ersätta den statistik som nu förs av Bankinspektionen. Frågan är dock om inte denna statistik spelat ut sin roll om man inför ett förbud mot missbruk av inside information. Registreringsplikten, som infördes 1972, kom att ersätta ett sådant förbud. Det enda argument som nu finns kvar är att den underlättar utredningar när misstanke föreligger om brott mot förbudet. Men det är inte troligt att en person som medvetet köpt aktier med utnyttjande av inside information också skulle registrera denna affär.

Vår rekommendation är därför att registreringsplikten avskaffas. Delvis ersätts den med en öppen redovisning av insiders aktieinnehav i årsredovisningarna. Därutöver förutsätts, som diskuterats ovan, att börsen ges resurser att utreda när missbruk av inside information kan antas föreligga.

5 Företag kan utforma egna etikregler.

Osäkerheten om vad ett förbud mot missbruk av inside information innebär för insidern finns kvar även om den torde vara mindre i ett system som huvudsakligen bygger på självreglering. En möjlighet att ytterligare minska denna osäkerhet vore att uppmuntra enskilda företag att själva utforma regler om hur insiders bör bete sig när de handlar med aktier. Som exempel kan nämnas att i brittiska börsföretag uppmannas styrelseledamöter att rådgöra med styrelsens ordförande före ett köp eller en försäljning. Om denne inte har något att invända skall detta tolkas som att affären görs på marknadsmässiga villkor.

Dylika regler finns också i svenska företag. Som exem-

pel kan nämnas att ett antal företag utfärdat rekommendationer att inte handla inom 30 dagar före så kallade "kritiska" händelser. Dessa rekommendationer har alltså tillkommit som ett resultat av Bankinspektionens påpekanden.

6 Snabbare information från företagen.

Missbruk av inside information är möjligt därför att vissa väsentliga uppgifter av betydelse för aktiekursen inte kan offentliggöras omedelbart. Det vore önskvärt att tiden förkortades. Som ett första steg skulle börserna försöka få alla företag att publicera sina bokslutskommunikéer senast tre månader efter bokslutsdagen och delårsrapporter senast två månader efter periodens utgång.

Det är också angeläget att man ökar antalet delårsrapporter till minst två. (Det är särskilt viktigt i de företag som inte redovisar egna prognoser.)

Slutligen bör företagen i större utsträckning än i dag hålla börserna underrättad om väsentliga händelser som av olika skäl inte kan offentliggöras. Detta skulle underlätta för börserna att införa borsstopp om kursutvecklingen antyder att information kan ha läckt ut.

Litteraturförteckning

Kapitel 3

Aktiv placering, *Företagsanalyser 1983* med flera år.

Brealey, R, *Risk and return*. Blackwell 1983.

Edlund, B m fl, *Årsredovisningen i framtiden*. SNS, Stockholm 1982.

Fama, E F, *Foundations of finance*. New York 1976.

Forsgårdh, L-E & Hertzen, K, *Information, förväntningar och aktiekurser*. Stockholm 1975.

Foster, G, *Financial statement analysis*. Englewood Cliffs 1978.

Keane, S, *Stock market efficiency*. Oxford 1983.

Rydqvist, K & Ögren, C, *Kursanpassningen till information i delårsrapporter*. Handelshögskolan, Stockholm 1983.

Staël von Holstein, C-A, *Assessment and evaluation of subjective probability distributions*. Stockholm 1970.

Kapitel 4

Jaffe, J F, Special information and insider trading. *Journal of Business* 47:1976.

Idén att testa insiders förmåga att överträffa marknaden genom att bilda köp- och säljportföljer för olika månader kom från en forskare vid London Business School.

Kapitel 5

Friberg, G m fl, *Hur handlar insiders?* Uppsala universitet 1983.

Förtrolig företagsinformation och börshandel, SOU 1970:38.

Om Fondkommissionsrörelse m m, SOU 1976:54.

Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och samgående mellan bolag. Näringslivets Börskommitté 1968.

Phillips, S M & Zecher, J R, *The SEC and the public interest*. Cambridge 1981.

Utlåtande med vissa rekommendationer för de börsregistrerade företagens informationsgivning. Näringslivets Börskommitté 1968.

Veckans affärer, nr 20, 1983. Raderna som fällde Forsberg på Sandvik tänder ny "knäckdebatt".

– , nr 11, 1983, Nytt åtal mot insiderlagen.

– , nr 39, 1983, Alltför hårda insiderstraff.

Värdepappersmarknadsutredningen, SOU 1984:2.

Kapitel 6

Arkin, S S, It is time to decide who is a company insider. *Business Review* 116:1980.

Erläuterung zum Vorentwurf für eine Gesetzgebung über missbrauchliche Verwendung von Insiderwissen. Bern 1983.

Mitchell, P L R, *Directors duties and insider dealing.* London 1982.

Rider, B & Ffrench, L, *The regulation of insider trading.* New York 1979.

Rider, B, *Insider trading.* London 1983.

Kapitel 7

Företagshemligheter, SOU 1983:52.

Manne, M G, *In defense of insider trading.* *Harward Business Review* 44:1966.

Kapitel 8

The Gower Report. London 1983.

Aktiekurserna har under de senaste åren stigit kraftigt. Många företag har introducerats på börsen och stora förmögenheter har skapats genom aktieaffärer. I den börsetiska debatten är frågan om otillbörligt utnyttjande av företagsinformation för att göra vinstgivande aktieaffärer – s k insideraffärer – ett viktigt inslag.

I boken analyseras villkoren för att aktiemarknaden skall fungera väl och uppfattas som legitim. Slutsatsen är att insideraffärer bör regleras och att lagstiftning i ett specialfall är erforderlig. I huvudsak bör dock problemet med insideraffärer kunna lösas genom självreglering. Förslag om hur detta skall gå till utvecklas i boken.

Bokens författare, ekon dr *Rolf Rundfelt*, har haft stöd av en referensgrupp bestående av bankdirektör *Bo Damberg*, börschefen *Bengt Grönquist*, direktör *Johan Söderberg* samt från SNS *Ingemund Hägg* och *Bengt Rydén*.

Boken är den första i en serie från SNS om olika etikfrågor i näringsliv och samhälle.