

Insiders affärer

ROLF RUNDFELT



Om bruk och missbruk
av information om börsbolag

Insiders affärer

INSIDERS AFFÄRER

Om bruk och missbruk av information om börsbolag

ROLF RUNDFELT

SNS Förlag

SNS FÖRLAG
Sköldungagatan 2
114 27 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

- SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle
SNS – (Center for Business and Policy Studies)
- SNS vill sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden samt vara ett obundet forum för öppet utbyte av idéer i ekonomiska och sociala frågor mellan personer i näringsliv, politik och offentlig förvaltning, intresseorganisationer, media, universitet och högskolor.
- SNS verkar genom forskning och utredningar, bokutgivning, seminarier och konferenser samt möten i lokala grupper i Sverige och utlandet. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter, företagsabbonemang, forskningsanslag, uppdragsarvoden och bokförsäljning.
- SNS är fristående i förhållande till politiska partier och intressegrupper, men har nära kontakt med universitet och högskolor samt motsvarande forskningsorganisationer i andra länder.
- SNS grundades 1948 som en oberoende sammanslutning av personer i näringslivet med intresse för samhällsfrågor. Organisationen har för närvarande 4 000 individuella medlemmar i 40 lokalgrupper (varav 8 i utlandet) samt ca 140 företagsabbonenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Rolf Rundfelt
Insiders affärer
1:a upplagan
1:a tryckningen

© 1989 Rolf Rundfelt och SNS Förlag
Omslag: Ingvar Bylund
Figurer: Roy Bäckbom
Sättning: Typsnittsarna AB, Hässleholm
Tryck: TA-Tryck AB, Bjärnum 1989

ISBN 91-7150-311-0

Innehåll

Utgivarens förord	7
Förord	9
1 Inledning	11
2 Insiders värdepappersinnehav	17
3 Gör insiders bättre affärer än andra?	37
4 Bör missbruk av inside information ses som ett brott?	69
5 Vad krävs för en väl fungerande aktiemarknad?	86
6 Jämförelse mellan insiderlagstiftningar i olika länder	111
7 Reglering av insiderhandeln i Sverige	128
8 Reglering av insiderhandeln i utlandet	151
9 Självreglering eller lagstiftning	188
10 Sammanfattning och rekommendationer	200
Bilagor	
1 Exempel på redovisning av insiderinnehav i årsredovisning	36
2 Effektiv aktiemarknad	109
3 Handlingsregler för anställda i bank och fondkommissionsbolag	150
4 Insiderregler i USA	174
5 EG-direktiv rörande insiderlagstiftning	179
6 Exempel på ärenden som avgjorts av the City Panel, Storbritannien	198
Litteratur	219

Utgivarens förord

Förtroendet för aktiemarknaden kräver att dess spelregler har en god förankring hos aktörer och allmänhet samt att dessa spelregler verkligen respekteras. En i detta sammanhang ofta återkommande fråga är den s k insider-frågan: Hur skall man hantera det förhållandet att insiders — personer som besitter förtrolig information som kan påverka aktiekurserna — kan utnyttja denna information för egen vinning?

”Insideraffärer och börsetik” av Rolf Rundfelt var 1984 SNS första bidrag till frågan om eventuell reglering av insideraffärer. Den utmynnade i slutsatsen att problemen i huvudsak borde kunna lösas genom självreglering. Utvecklingen i andra länder — uppmärksammade insideraffärer, främst i USA, och mer genomgripande regleringar — har motiverat fortsatt bevakning av insiderfrågorna. Rolf Rundfelt har följt upp sin kartläggning av insideraffärer i Sverige och analyserat reglering och debatt i andra länder. Hans slutsats är att det nu finns behov av både utvidgad lagstiftning och självreglering. Boken kan genom sin empiriska grund tjäna som ett komplement till Värdepappersmarknadskommitténs diskussion och förslag i dessa frågor.

Författaren har även denna gång haft ett värdefullt stöd i den tidigare referensgruppen som bestått av bankdirektör Bo Damberg, Svenska Handelsbanken, före chefen för Stockholms Fondbörs Bengt Grönquist, chefen för Stockholms Fondbörs Bengt Rydén, direktör Johan Söderberg, Ratos samt från SNS docenten Ingemund Hägg. Framförda slutsatser och rekommendationer är författarens egna och behöver inte sammanfalla med referensgruppsledamöternas.

Torsten och Ragnar Söderbergs stiftelser har svarat för finansiering av arbetet.

Stockholm i september 1989

Hans Tson Söderström
VD i SNS

Förord

För drygt 5 år sedan började jag skriva den bok — Insideraffärer och börsetik — som SNS lät publicera 1984. I den boken hävdade jag att det förslag till lagstiftning som då var aktuellt inte skulle vara effektivt för att bekämpa missbruk av inside information. I stället förordade jag en utbyggd självreglering. Vidare pekade jag på det anmärkningsvärda faktum att insiderstatistiken inte tyder på att svenska insiders gör bättre affärer än marknadens genomsnitt.

Den senare iakttagelsen strider mot konventionella uppfattningar. För att se om resultatet kunde bero på mätfel startade SNS ett begränsat projekt kring lönsamheten av insideraffärer under 1986. Strax därefter avslöjades den värsta insiderskandalen någonsin i USA. Även här i Sverige tog insiderdebatten fart och 1987 tillsattes Värdepappersmarknadskommittén för att bl a utreda insiderfrågor. Det blev då naturligt att utvidga syftet från en begränsad analys av hur insiders handlar till en ny bok kring hela insiderkomplexet.

Det är tack vare insatser från många personer som den här boken varit möjlig att skriva. Mitt tack går först och främst till docent Ingemund Hägg som varit den pådrivande och sammanhållande kraften bakom hela arbetet. Vidare har jag haft förmånen att som stöd ha den referensgrupp som bildades när jag skrev min första bok. Utöver Ingemund Hägg har i gruppen ingått bankdirektör Bo Damberg, före chefen för Stockholms Fondbörs Bengt Grönquist, chefen för Stockholms Fondbörs Bengt Rydén samt direktör Johan Söderberg. Gruppen har läst och kommenterat olika versioner av mitt manuskript samt utgjort ett stimulerande forum för diskussion av olika frågeställningar.

Därutöver är jag stort tack skyldig Tom Hård, Aktiemarknadsnämnden, och Hans Edenhammar, Stockholms Fondbörs, vilka alltid ställt upp när jag haft behov av att diskutera ett problem.

Slutligen ber jag att få tacka deltagarna på de seminarier som SNS anordnat för kommentarer och förslag till förbättringar.

Stockholm i oktober 1989

Rolf Rundfelt

1. Inledning

Frågan om missbruk av förtrolig företagsinformation s k inside information bör förbjudas eller ej har diskuterats i ca 25 år. Frågan väcktes på allvar i USA under 60-talet. Sedan dess har flertalet länder med väl utvecklade värdepappersmarknader, däribland Sverige, lagstiftat mot sådant missbruk.

Mot den här bakgrunden skulle man kanske ha väntat sig att diskussionen kring insiders skulle ha mattats. Så är dock inte fallet. Fortfarande finns en opinion som förespråkar att alla förbud för insiders att handla skall avskaffas. Ett av de viktigaste argumenten är att insiders anses höja effektiviteten på aktiemarknaden. En effektiv aktiemarknad eftersträvas nämligen av alla. Insiderhandel, inkl handel som baseras på inside information, blir därigenom ett medel för att höja effektiviteten.

Att aktiemarknaden är effektiv innebär att aktiekurserna är "riktiga" dvs återspeglar de förväntningar som finns om den framtida resultatutvecklingen. På en effektiv marknad uppstår en efterfrågan på lågt värderade aktier som leder till att kurserna stiger. Omvänt antas högt värderade aktier säljas ut och pressa ner kurserna. För att driva fram den här processen krävs att de aktörer som anser att aktiekurserna är felaktiga har möjlighet att agera. De som är bäst informerade är vanligen personer i styrelsen och företagsledningen i de olika företagen. Genom att dessa personer handlar i sina respektive företags aktier medverkar de till att den kunskap de har omvandlas i mer rättvisande aktiekurser.

Det finns emellertid en risk för att de personer som sitter i styrelser och företagsledningar missbrukar sitt informationsövertag. Det var i varje fall en utbredd uppfattning i USA i samband med den stora börskraschen. Därför infördes 1934 ett förbud för styrelseledamöter, företagsledningen samt större aktieägare att sälja aktier som innehafts i mindre än sex månader.

Detta var den första insiderlagstiftningen. Intressant nog dröjde

det ganska länge innan andra länder följde efter. Frankrike var först i Europa med att förbjuda insiders att handla i vissa situationer i början av 70-talet. Storbritanniens lagstiftning är från 1980. I mitten av 80-talet antogs den svenska insiderlagen. Ungefär samtidigt beslöt flera europeiska länder att antingen förbjuda viss insiderhandel eller att utreda hur ett förbud skulle kunna utformas. Idag kan det alltså hävdas att lagstiftning riktad mot insiders är allmänt accepterad.

Den första insiderlagstiftningen, den alltså nu drygt 50-åriga amerikanska, skiljer sig kraftigt från de som under senare tid tillkommit i Europa. Bakgrunden till den amerikanska lagstiftningens utformning får sökas i det sena 20-talets spekulationsklimat. I undersökningarna om orsakerna bakom den efterföljande börskraschen framfördes uppfattning att många företagsledare köpte och sålde aktier på ett sätt som underbläste spekulat.

Syftet med lagen var bl a att försöka lugna ner handeln. Det är först fram emot 60-talet som intresset började fokuseras på det som idag är det stora insiderproblemet — hur kan man förhindra att insiders missbrukar inside information.

Problemet som sådant är inte nytt. Under den amerikanska revolutionen finansierades den amerikanska armén delvis med hjälp av en typ av sparobligationer. Ovissheten om dessa skulle komma att betalas tillbaka efter kriget gjorde att kursen låg på en låg nivå. Regeringen beslöt dock att obligationerna skulle lösas in. Innan beslutet blev offentligt köpte ledande tjänstemän på sig stora summor.

Även från London berättas många exempel på hur "insiders" utnyttjat ett kunskapsövertag till att göra goda affärer från 1600-talet och framåt. Ändå dröjer det alltså fram till 1960- och 70-talen innan man på allvar börjar ingripa mot det som betecknas som insidermissbruk. Ja, man kan t o m säga att det är först vid mitten av 80-talet som man mer allmänt uppmärksammat insiderfrågorna.

Ingreppen mot insiders har dock inte varit okontroversiella. Det har alltid funnits en opinion för att avstå från lagstiftning. Många anser att en begränsning av insidernas rätt att handla kostar mer än det smakar. Det är nämligen en utbredd uppfattning att det är bra om insiders äger aktier. En rigorös lagstiftning kan bidra till att göra aktieägandet mindre attraktivt. Det hävdas också att det finns andra medel att tillgripa än lagstiftning för att förhindra ett eventuellt missbruk.

Hittills har begreppen insider och insidermissbruk använts i en vid

mening. För att undvika missförstånd är det viktigt med en precisering. I senare kapitel kommer alternativa definitioner av de här begreppen att prövas. Därav kommer att framgå att det finns flera olika sätt att definiera en insider. Vanligast är att räkna upp ett antal befattningshavare, exempelvis styrelseledamöter, företagsledning osv. Utvecklingen i flertalet länder har därvid gått mot att inkludera allt fler kategorier såsom ekonomijournalister, fondförvaltare och vissa tjänstemän inom den offentliga sektorn.

Gemensamt för de här kategorierna är att de ofta är bättre informerade om aktiemarknaden och enskilda företag än allmänheten. Detta är dock inte en tillräcklig grund för att man skall kunna kritisera deras affärer. Det är först om insidern för *egen vinning* utnyttjar information om *specifika* händelser som *inte* är *offentlig* som vi talar om insidermissbruk. Ofta kräver dessutom att insidern skall ha fått del av den här informationen på grund av sin *tjänst*. Det förekommer att man som synonym för insidermissbruk skriver insiderspekulation. Det är olyckligt. Ordet "spekulation" har visserligen en negativ klang. Innebörden är dock endast att man handlar i förhoppning om att göra en vinst.

I Sverige arbetade mellan 1987 och 1989, den s k värdepappersmarknadskommittén. I dess uppdrag ingick att göra en översyn av 1985 värdepappersmarknadslag, däribland insiderlagen. Översynen motiverades bl a av ett önskemål om att harmonisera den svenska lagstiftningen med lagstiftningen inom EG.

Även i USA har man lagt fram förslag om en hårdare lagstiftning liksom i flera av de europeiska länderna. Det tycks alltså finnas en stark opinion för att bekämpa missbruk av insiderinformation. Eftersom väl fungerande aktiemarknader är av stor betydelse för att hålla nere företagens kapitalkostnader måste åtgärder som syftar till att stärka marknadernas integritet och höja allmänhetens tilltro välkomnas.

Det är emot denna bakgrund som den här boken skall ses. Insiderbrott har lyfts fram som ett allvarligt hot mot en väl fungerande aktiemarknad. Värdepappersmarknadskommitténs förslag 1989 innebär skärpningar av insiderlagen. Å andra sidan är det svårt att påvisa att insiders verkligen skadat förtroendet för börsen, i varje fall i Sverige. Det finns andra företeelser som synes ha haft betydligt mer negativa effekter för aktieägarna.

Det är företeelser som är förknippade med bolag såsom Ljusne

Kätting, Gusum, Saléns och Fermenta. Det är därför viktigt att granska argumenten för och emot en lagstiftning riktad mot insiders. Närmare bestämt är det fyra huvudfrågor som boken skall försöka besvara.

1. Vad vet vi om insiders aktieaffärer i Sverige? Finns det statistik som visar att insiders gör bättre affärer än andra? Kan vi visa att missbruk av inside information är ett problem i Sverige? Hur mycket aktier äger insiders?
2. Missbruk av inside information upplevs som ett hot mot en effektiv aktiemarknad. Fokuseringen på insiders kan t o m ha medfört att man ser insiders som det allvarligaste hotet. Finns det andra missförhållanden som man härigenom kan ha försummat att ingripa mot? Syftet är alltså att försöka sätta in missbruket av inside information i ett större sammanhang.
3. Bör missbruk av inside information betraktas som ett brott eller bidrar insiders i själva verket till en effektivare aktiemarknad?
4. Om missbruk av inside information är eller kan tänkas bli skadligt för aktiemarknaden, hur bör missbruket i så fall bekämpas? Bör det ske genom lagstiftning och/eller självreglering? Hur bör begreppen insider och inside information definieras?

Bokens uppläggning

I Sverige liksom i flera andra länder finns en skyldighet för vissa insiders att offentliggöra sina aktieaffärer. Det gör att det finns möjlighet att analysera bl a storleken av dessa insiders innehav och avkastningen på deras transaktioner. Den här möjligheten är unik; inte för någon annan grupp av aktieägare går det att studera hur de betar sig på marknaden. Eftersom insiders äger en relativt stor andel av de svenska börsföretagens aktier — över 6 procent — har det ett betydande intresse att utnyttja insiderstatistiken för att lära oss mer om insiders aktieaffärer.

I de båda nästföljande kapitlen presenteras resultaten av de analyser som gjorts. Huvudintresset ägnas åt ett antal undersökningar av hur bra insiders har lyckats med sina affärer. Om insiders gör betydligt

bättre affärer än marknadsens genomsnitt bidrar det till att misstankarna om att insiders missbrukar inside information ökar. Uppgifter om insiders aktieaffärer är emellertid viktig oberoende av om något missbruk förekommit eller ej. Insideraffärer uppfattas nämligen ofta som en signal till marknaden om att det är dags att köpa eller sälja. Även små insideraffärer kan därför ge upphov till stora kurseffekter. Det är därför av intresse att följa upp om insiders verkligen gör så bra affärer som det ibland påstås.

En statistisk behandling av insideraffärerna är dock inte tillräcklig för att ge en allsidig bild av insiderproblemet. I kapitel 4 redogörs för några av de stora insideraffärer som gett upphov till rubriken på tidningarnas förstasidor de senaste åren. I kapitlet redogörs också för de argument för och emot en reglering av insider handeln som brukar föras fram.

I kapitel 5 behandlas andra problemområden, som har det gemensamt att de kan antas påverka förtroendet för aktiemarknaden.

Syftet är att få ett perspektiv på insidermissbruket. Det vanliga är att frågor som berör insiders behandlas isolerat. Det finns då en risk för att man överdriver problemets betydelse.

Även om det är svårt att rangordna olika former av missbruk eller missförhållanden är det ändå angeläget att försöka sätta in insiderproblemet i ett större sammanhang.

Hittills har begreppen insider och inside information använts i en allmän mening. I kapitel 6 ges en djupare diskussion. Vad den diskussionen visar är att det finns många alternativ att välja mellan. Den nuvarande insiderlagen har gått in för en mycket snäv avgränsning av vilka som skall betecknas som insiders. I kapitlet redogörs också för de definitioner som används i USA och Storbritannien.

I kapitlen 7 och 8 ges en mer systematisk sammanställning av insiderlagstiftningen i några olika länder, först i Sverige (kapitel 7) och därefter i utlandet, främst USA och Storbritannien (kapitel 8).

Självreglering framförs emellanåt som en metod för att förhindra missbruk av inside information. I exempelvis Västtyskland förlitar man sig helt på självreglering. Det är därför naturligt att diskutera argumenten för och emot självreglering. Detta görs i kapitel 9.

Kapitel 10 slutligen innehåller en sammanfattning av tidigare kapitel och rekommendationer om hur missbruk av inside information bör bekämpas.

Värdepappersmarknadskommittén (VMK)

Arbetet med den här boken har bedrivits parallellt med att VMK utrett bl a insiderlagstiftningens utformning.

En redogörelse för kommitténs förslag återfinnes sist i kapitel 7. I sammanfattningskapitlet (kapitel 10) kommenteras några av förslagen. Kommentarererna är dock kortfattade p g a att VMKs slutsammanträde hölls först i augusti 1989.

Insideraffärer och börsetik

1984 gav SNS ut min tidigare bok om "Insideraffärer och börsetik". Den föranleddes av ett önskemål från SNS att fördjupa debatten om insiderfrågor i samband med att värdepappersmarknadsutredningen publicerade sitt betänkande. Jag argumenterade för en utbyggd självreglering som det bästa sättet att bekämpa missbruk av inside information. Som kommer att framgå av kapitel 9 är jag mer tveksam idag om självreglering verkligen är ett effektivt medel.

Föreliggande bok är ny, men innehåller vissa inslag från den tidigare boken.

2. *Insiders värdepappers- innehav*

Bankinspektionens insiderregister ger möjlighet att belysa omfattningen av insiders värdepappersinnehav i det egna företaget. Som underlag för en allmän diskussion kring behovet av att reglera insideraffärer har en beskrivning av storleken av insiderinnehaven, förändringar i innehaven, hur innehaven fördelar sig mellan olika företag m m ett givet intresse.

Vid utgången av 1988 kan värdet av insiders värdepappersinnehav i de börsregistrerade företagen (AI- och AII-listorna) uppskattas till minst 30 miljarder. Det totala börsvärdet av dessa företag är knappt 600 miljarder. Därtill kommer värdet av insiders innehav i OTC-företag. Eftersom OTC-företagen ofta kontrolleras av de ursprungliga grundarna är insiders innehav i dessa företag relativt sett betydligt större. En gissning är att värdet på de värdepapper som insiders äger i OTC-noterade bolag uppgår till 6-10 miljarder, vilket kan jämföras med det totala börsvärdet på drygt 30 miljarder.

Uppskattningarna av värdet på innehaven i de börsregistrerade företagen baseras på ett urval av 21 företag. För dessa 21 har en sammanställning gjorts med utgångspunkt från antalet aktier, konvertibler och optioner som anmälts till Bankinspektionen och kurserna per den 31/12 1988. En jämförelse har sedan gjorts med värdet på insiders innehav i samma företag 1985. Som framgår av tabell 1 uppgår ökningen mellan 1985 och 1988 för de 21 företagen till 119%. Om vi antar att samma ökningstakt är tillämplig för samtliga företag erhålles en siffra på insiders totala värdepappersinnehav på drygt 30 miljarder, motsvarande en andel av det totala börsvärdet på omkring 5-6%.

Tabell 1. *Insiders innehav av värdepapper, i 21 företag 31/12 1985 samt 31/12 1988 (miljoner kronor)*

	1985	1988	Förändring 1985-88
Aktier	2 023	4 209	+108%
Konvertibler	44	262	+473%
Optioner	<u>13</u>	<u>84</u>	<u>+646%</u>
	2 080	4 646	+119%
Affärsvärldens generalindex	480	1 014	+111%

Som förklaras närmare nedan kan insiderinnehavaren variera kraftigt från år till år. Det är därför möjligt att om urvalet av företag för 1988 hade gjorts större vi fått en helt annan siffra på ökningstakten. En ökning av innehaven i takt med den genomsnittliga värdestegringen framstår ändå som rimlig.

Säkrare uppgifter på insiders innehav finns för 1982, 1984 samt 1986. Per den 31/12 har nämligen för vart och ett av dessa år en totalundersökning gjorts. Det visar sig då att vid utgången av 1986 insiders ägde aktier, konvertibler och optioner för ca 15 miljarder (se tabell 2). Siffran kan jämföras med de ca 5 miljarder som insiders ägde vid slutet av 1982. Det är alltså fråga om en kraftig ökning. Knappt hälften av den här ökningen förklaras av kursuppgången på börsen. Mellan 1982 och 1985 steg aktiekurserna i genomsnitt med ca 85%. Resten är en "volymökning". Vi återkommer nedan med en förklaring till vad denna beror på.

I insiders värdepappersinnehav dominerar aktier. Andelen konvertibler och (tecknings-) optioner har visserligen ökat men är ändå låg. 1982 var den 1% jämfört med 3% år 1985. Andelen konvertibler och optioner var något högre 1984, knappt 5%.

Minskningen mellan 1984 och 1985 förklaras av Sabas köp av Carnegie. I Carnegie ägde insiders konvertibler för 180 miljoner, som genom uppköpet försvann ur statistiken. Även i Asken minskade insiders innehav av konvertibler relativt kraftigt. Uppgifter om det totala marknadsvärdet för konvertibler och teckningsoptioner finns ej lätt tillgängliga. Det är därför inte möjligt att uttala sig om hur stor andel av dessa värdepapper som insiders äger.

Det har spekulerats i om inte de omfattande emissionerna av personalkonvertibler skulle ha medfört en kraftig ökning av insiders värdepappersinnehav. I den begränsade undersökningen avseende 1988 får dock denna hypotes inget stöd. Andelen konvertibler av det totala värdepappersinnehavet ligger bara obetydligt högre än 1985. Samma sak gäller optioner. Möjligen kan vissa mätfel spela in. I flera fall saknas sålunda marknadsvärden på konvertibler och optioner. Dessa har då fått uppskattas, vilket kan ha medfört en underskattning av de verkliga värdena. Vidare är rapporteringen av konvertibler till Bankinspektionen ofta oklar, vilket också kan ha medfört att här angivna värden är för låga.

Jämför man insiders aktieinnehav med marknadsvärdet av samtliga börsregistrerade aktier finner man att andelen steg från 3,5 % 1982 till 6,5% 1984 för att sedan sjunka något till 6,2%. Enligt min tidigare undersökning (Rundfelt, 1984) låg andelen på ca 3% hösten 1983 och kring 4% 1972. Insiderinnehavens relativa storlek varierar alltså något över tiden. De tycks också ha ökat under senare år. Flera faktorer kan ha bidragit till detta. Relativt större innehav i nyintroducerade företag, ökat intresse för aktier i och med kursuppgången, olika typer av sk incentive-program för företagsledningen osv är exempel på sådana faktorer.

När man studerar siffror över de totala insiderinnehaven för olika år måste man vara medveten om att populationen hela tiden ändras. 18 av de företag som var börsregistrerade 1982 avregistrerades 1983—1985. Å andra sidan introducerades ett drygt 40-tal. Beroende på hur insiders innehav i de här företagen ser ut kan totalsiffrorna påverkas kraftigt. Som exempel kan nämnas, att bland de nya företagen ingår Fermenta och Lundbergs. I båda dessa företag är insiderägandet ovanligt stort, ca 60%. Genom att det rör sig om företag med höga börsvärden blir också de absoluta talen stora. 1984 ägde insiders i de båda företagen aktier för 2,8 miljarder, en siffra som 1985 ökat till 4,4 miljarder.

I tabellerna 3 och 4 anges insiderinnehav och börsvärden för de företag som avregistrerades resp introducerades 1983-1985. I 1982 års insiderstatistik ingår således insiderinnehav på 424 miljoner som hänför sig till företag som senare avregistrerats. 1984 ingår 2.070 miljoner som hänförligt till företag som avregistrerats 1985. 1984 och 1985 ökade insiderägandet med 4.655 resp 6.843 miljoner till följd av att ett antal företag blivit börsregistrerade efter 1982. Av både tabell 2

och 3 framgår att de relativa insiderinnehaven för såväl avregistrerade som introducerade företag ligger klart över genomsnittet för samtliga företag. 1984 års höga andel för avregistrerade företag förklaras framför allt av KemaNobel.

Bland de nya företagen dominerar, som redan nämnts, Lundbergs och Fermenta. Även om dessa exkluderas är dock insiderinnehaven stora — drygt ca 10 %. Förklaringen torde vara att i nya företag har grundarfamiljerna ofta kvar ett stort ägarintresse som drar upp genomsnittet. Detta borde vara än mer utpräglat bland OTC-företagen, som dock ligger utanför den här undersökningen.

Uppgifterna i tabell 3 och 4 gör det möjligt för oss att beräkna ökningen av insiders ägande i de företag som varit börsregistrerade under hela perioden 1982—1985, de s k genomgående företagen. Siffrorna, som återfinns i tabell 5, antyder en stor variabilitet i insiderinnehaven över tiden. Mellan 1982 och 1984 mer än fördubblas aktieinnehaven. Av denna ökning svarar uppgången i börskurserna för hälften medan den återstående hälften representerar en reell ökning. Mellan 1984 och 1985 kan vi sedan notera en minskning av insiderinnehaven med ca 2 miljarder eller 20% samtidigt som aktiekursen fortsätter att stiga med i genomsnitt 26%. Följden blir att insiders andel av det totala börsvärdet sjunker till 3,3%, dvs samma nivå som 1982.

De här stora variationerna kan inte förklaras genom att lyfta fram några enskilda företag. Mellan 1982 och 1984 steg insiderinnehaven med mer än 75% i nära hälften av de genomgående företagen. Eftersom börskurserna mellan dessa år i genomsnitt steg med 50% tycks det ha varit relativt vanligt med reella ökning av aktieinnehavet under denna period. Mellan 1984 och 1985 däremot sjönk aktieinnehaven i drygt 50% av företagen trots att börskursen alltså steg med 26%. Dessa siffror skulle kunna tolkas som att insiders gör relativt mycket aktieaffärer. Detta behöver dock inte vara fallet. Precis som populationen av börsföretag kan ändras ganska kraftigt under en period av bara några år, kan också kretsen av de personer som är insiders ändras. I ett urval av 52 börsföretag¹ fanns 644 insiders registrerade som innehavare av aktier 1982. Av dessa var 426 kvar vid utgången av 1985. En dryg tredjedel hade alltså avregistrerats som insiders beroen-

¹ Av tidsskäl har det inte varit möjligt att undersöka samtliga företag. I stället har ett "hanterligt" antal valts ut utan egentliga principer. Bland de undersökta bolagen ingår de flesta storbolagen, såsom Volvo, Saab, Electrolux, Skanska och Ericsson. Banker och investmentbolag ingår ej.

de på att de avgått som styrelseledamöter eller lämnat sina företag. I stället för de dryga 200 insiders som avregistrerats hade nära 400 nya tillkommit. Antalet insiders i de 52 företagen 1985 uppgick alltså till 813. Det är naturligt att så här stora förändringar i populationen av insiders gör att det kan bli mycket stora förändringar i insiders aktieinnehav även om man begränsar sig till genomgående företag. Uppenbarligen finns det ett behov av att också studera hur innehavet för "genomgående insiders", dvs insiders som funnits med under hela perioden, förändrats för att man skall kunna uttala sig om rörligheten i insiders aktieinnehav.

Insiders innehav i de 52 undersökta företagen redovisas i tabell 6. För samtliga insiders redovisas en kraftig ökning av aktieinnehavet mellan 1982 och 1984 och en minskning mellan 1984 och 1985. Utvecklingen är snarlik den som redovisas i tabell 5 avseende samtliga genomgående företag. En jämförelse med tabell 6 visar också att de 62 företagen täcker knappt hälften av de totala insiderinnehaven. Ser man därefter på raden för genomgående insiders aktieinnehav i tabell 6 framkommer emellertid ett annat mönster. Dessa personers innehav ökar från 0,8 miljarder 1982 till 1,4 miljarder 1984 och fortsätter sedan att öka till 1,7 miljarder 1985. Ökningen utgör 57 resp 21%, en ökning som ligger relativt nära den genomsnittliga kursuppgången på 85 resp 26%. Dessa siffror får inte tolkas som att insiders aldrig gör aktieaffärer. Den statistik över insiders transaktioner som publiceras varje månad pekar på motsatsen. Siffrorna bekräftar dock en observation som man kan göra på basis av en granskning av Bankinspektionens insiderlistor. Majoriteten av insiders har relativt små innehav som inte förändras. De stora förändringarna orsakas av att nya personer väljs in i styrelsen eller företagsledningen eller lämnar sina uppdrag. Förhållandevis ofta uppkommer också förändringar genom ändrade familjeförhållanden. Hemmavarande omyndiga barns aktis innehav omfattas sålunda av rapporteringsskyldigheten. När barnen blir myndiga upphör skyldigheten att rapportera innehaven, vilket resulterar i att de totala insiderinnehaven sjunker o s v. Slutsatsen blir därför att uppgifter om hur de totala insiderinnehaven förändras över tiden måste tolkas med stor försiktighet.

Bankinspektionens rapporter över förändringar i insiders innehav

Det enklaste sättet att få information om insiders värdepappersinnehav är att granska de blanketter som förvaras på Bankinspektionen. För att underlätta för framför allt massmedia att ta del av denna information sammanställer numera Bankinspektionen listor över anmälda förändringar i innehav under en två- till fyraveckorsperiod. Listorna upptar inte samtliga transaktioner. Från och med oktober 1985 anges bara affärer när beloppen överstiger ca 100 000 kr. Enligt den som upprättar listorna på Bankinspektionen innebär detta att ca hälften av alla affärer sållas bort. Före oktober 1985 inkluderades även affärer under 100 000 kr.

I tabell 7 redovisas antalet insidertransaktioner från november 1984 till december 1986¹. Under de två månaderna 1984 uppgår både antalet köp och antalet försäljningar i borsregistrerade bolag till 57. På årsbasis motsvarar det ca 600 transaktioner sammanlagt. Antalet ökar under 1985 till 950 med en liten övervikt för försäljningarna. Antalet transaktioner är ungefärligen oförändrat under 1986. Möjligen har en viss uppgång skett som dock döljs av att man, som nämndes ovan, höjt gränsen för rapporteringen till 100 000 kr i oktober 1985.

För OTC-företagen gäller att de omfattades av anmälnings-skyldighet för gjorda affärer först från oktober 1985. I tabell 9 redovisas därför uppgifter för denna grupp av företag bara för det sista kvartalet 1985 samt för 1986. Siffrorna tyder på att det dels skett en ökning av antalet affärer, dels på att det är en klar övervikt för försäljningar. Det sistnämnda är inte förvånande. Ofta är ju syftet med en OTC-notering att underlätta för tidigare ägare att sälja sina aktier.

I genomsnitt finns det mellan 10 och 15 insiders som äger aktier i varje företag. Det motsvarar ca 2000 insiders i de borsregistrerade företagen och 1000 i OTC-företagen. Om man fördubblar det antal transaktioner som Bankinspektionen publicerar för att få med alla småaffärer skulle den genomsnittliga insidern i börsföretaget göra en transaktion om året. För OTC-företaget skulle siffran kunna vara ännu något lägre — ca 0,6 till 0,7 transaktioner per år. Även om det inte finns statistik som möjliggör jämförelser med andra aktieägar-

¹Transaktionerna omfattar bara rena köp och försäljningar. Från gåvor m m och nyregistreringar bortses alltså. Successiva köp eller försäljningar av samma person har betraktats som en transaktion. Samtidig köp och försäljningar har nettoredovisats.

grupper är det ändå uppenbart att insiders är förhållandevis passiva när det gäller köp och försäljningar.

Det finns dock stora skillnader i aktivitet mellan olika bolag. I tabellerna 8 och 9 anges de bolag som har störst resp lägst antal publicerade insidertransaktioner. I särklass flest transaktioner görs i SE-banken. Förklaringen ligger främst i att SE-banken har det största antalet registrerade insiders med innehav av aktier av alla företag — vid utgången av 1986 var antalet 75, alltså drygt fem gånger genomsnittet.

I tabell 10 redovisas de 29 företag i vilka insiders innehav överstiger 100 miljoner kronor. Av dessa 29 är det bara ett som återfinns i tabellen med många insidertransaktioner, nämligen Bergman & Beving. Det tycks alltså inte finnas något samband mellan det totala insiderägandet och antalet transaktioner.

Ett mer direkt sätt att mäta insiders andel av den totala börshandeln är att uppskatta storleken av alla insideraffärer i kronor räknat. Som redan nämnts publicerar Bankinspektionen listor över alla insidertransaktioner varannan vecka (tidigare varje månad). Av dessa framgår hur många aktier affären omfattar och datum. Genom att multiplicera antalssiffror med de genomsnittliga börskurserna för den månad som affären gjorts kan man få en god uppskattning av affärsvolymen i kronor. Resultatet redovisas i tabell 11.

Enligt tabellen skulle för hela perioden insiderhandeln svara för 3,8 % av den totala börshandeln. Jämfört med insiders andel av det totala börsvärdet, som de här åren låg kring 5-6 %, är alltså andelen av handeln något mindre. Hur mycket mindre är beroende av hur man behandlar de stora affärer som ingår i statistiken. För 1986 har i tabellen angetts affärer överstigande 100 Mkr. Som exempel kan nämnas att den största affären är en försäljning av Carnegie-aktier i november 1986 för 962 Mkr.

Flertalet av dessa stora affärer sker genom bolag som i vissa fall är börsregistrerade. Om ett börsbolag kontrolleras av en insider, exempelvis Erik Penser, blir insidern rapporteringsskyldig för bolagets aktieaffärer. Samtidigt är det uppenbart att karaktären på dessa affärer skiljer sig kraftigt från traditionella insideraffärer. I statistiken över insiderinnehav (se tabell 2) har därför de börsregistrerade företagens aktieinnehav eliminerats. Motsvarande elimineringar har inte genomförts vid upprättandet av tabell 11 p g a att det skulle kräva en stor arbetsinsats. Det torde dock vara klart ifrån tabell 11 att om man

exkluderar några av de stora affärer som gjorts, insiders andel av börshandeln är mindre än hälften av deras andel av aktieinnehavet.

Motsvarande uppgifter för utlandet saknas. I en uppsats av Rider (The Unacceptable Insider) hänvisas dock till en amerikansk undersökning enligt vilken insiders andel av handeln i USA 1957-61 skulle utgöra ca 1%.

VDs aktieinnehav

I tabell 12 redovisas hur insiders värdepappersinnehav fördelar sig på VD, styrelseledamöter och övrig företagsledande personal. Styrelseledamöterna dominerar inte oväntat. Dock har deras andel sjunkit av de totala insiderinnehaven, från 83 % till 54 % 1985. I stället har såväl VDs som övriga insiders innehav ökat kraftigt. När det gäller VD kan en del av ökningen förklaras av Fermenta och Lundbergs. 1984 och 1985 var VD i dessa båda företag registrerade för ett aktieinnehav värt 2 641 resp 4 198 miljoner. Exkluderar man dessa båda företag äger VD aktier för 1 507 resp 1 226 miljoner 1984 och 1985 att jämföra med 645 miljoner 1982. Jämfört med dessa justerade siffror framstår ökningen av innehaven för övriga insiders som mer anmärkningsvärd. Ökningen mellan 1982 och 1984 är visserligen inte mycket större än vad som motsvarar uppgången i den allmänna kursnivån. Mellan 1984 och 1985 sker dock en tredubbling av innehaven. Det är ganska säkert ett uttryck för att aktieägandet i företagen blivit mer utbrett. Av innehaven svarar konvertibler och optioner för en relativt liten andel, vilket tyder på att det inte är personalkonvertibler som är den främsta förklaringen till ökningen.

VD äger i några fall värdepapper i det egna företaget för mycket stora belopp. Vi har redan kommenterat de två företag där VD ägde aktier för över en miljard 1984 och 1985. Väljer man gränserna 5 resp 1 miljon kan vi se att antalet VD som äger värdepapper i det egna företaget för minst dessa belopp uppgick till 24 resp 47 år 1982 och 36 resp 80 år 1985 (se tabell 13).

Detta betyder att mer än varannan VD hade ett betydande engagemang ekonomiskt sett i det egna företaget. (1 kapitel 3 redogörs för en undersökning av sambandet mellan insiders aktieinnehav och kursutvecklingen.)

Den s k pilotskolan har diskuterats mycket under senare år. Många anser att det ligger något positivt i att en VD har en betydande aktie-

post i det egna företaget. Ett ägande antas innebära att VD engagerar sig mer för företaget och visar sin tro på företaget. För den skull krävs att ägandet inte är för litet. A andra sidan finns det en risk för att VD blir ekonomiskt beroende av den egna aktiekursens utveckling. Det skulle kunna medföra att VD i sina beslut väger in privatekonomiska intressen, som står i strid med önskemålet om att maximera börskursen på lång sikt. Det går inte att ange en gräns för vad som skulle vara ett optimalt ägande i meningen att VD känner sig motiverad att arbeta för aktieägarnas bästa utan att bli överdrivet försiktig. Det kan dock finnas anledning att extra noga följa de företag vars VD innehar stora aktieposter. En öppen redovisning av VDs aktieinnehav i årsredovisningen är därför önskvärd. Som framgår av nästa avsnitt återfinns information om VDs aktieinnehav i mindre än hälften av årsredovisningarna.

Rapportering av insiderinnehav i årsredovisningar

En rapportering av insiderinnehav förekommer i knappt hälften av alla börsregistrerade företag 1985. En genomgång av årsredovisningarna i 170 företag visar att 80 redovisar styrelsens samt i några fall även företagsledningens aktieinnehav (se tabell 14). Som framgår av tabellen finns inga större skillnader mellan större och mindre företag eller mellan industriföretag och banker eller investmentbolag. Möjligen kan man hävda att de 16 företag vars aktier är mest omsatta är något sämre på att redovisa insiderinnehaven.

En intressant observation när man jämför årsredovisningarnas uppgifter om insiderinnehav med Bankinspektionens uppgifter är att de båda källorna ofta skiljer sig åt. Ett exempel är följande:

		1985 års årsredovisning	Bankinspektionen per den 31/12 1985	
Argentus,	Wall	754 252	746 252	
	Lönström	2 000	0	(maka 130)
Aritmos, Ekström		8 800	9	
	Glimstedt	1 701	1 731	+ 9 250 förlagslån
	Wenehed	101 474	103 474	+ maka
			1 117	+ 17.350 optioner

Exemplen kan mångfaldigas. De skall alltså inte ses som kritik av de båda företagen. Det finns flera tänkbara förklaringar till att sådana här differenser uppkommer. I årsredovisningar är det sålunda ganska vanligt att man inte uppger innehav av konvertibler och optioner eller innehav som är registrerade på närstående (maka eller barn). En annan förklaring kan vara att den tidpunkt som årsredovisningens uppgifter avser avviker från årsskiftet. Det är ovanligt att det av årsredovisningen klart framgår vilken tidpunkt som avses när det gäller redovisningen av insiderinnehav. Möjligen kan det därför förekomma att man väljer en senare tidpunkt än årsskiftet för att få en mer aktuell siffra.

Mot bakgrund av att uppgifter om insiderinnehav har ett intresse för aktieägarna vore det naturligt att informationen förbättrades.

Ett exempel på hur redovisningen kan ställas upp lämnas i bilaga.

VAs undersökning av VD-innehav

Veckans Affärer (VA) har gjort en sammanställning av VD-innehav i de börsregistrerade företagen hösten 1985 samt hösten 1988. Hösten 1985 redovisas ett värde på innehaven på 1,1 miljard. Här ingår då inte Fredrik Lundberg och Reefat El-Sayed, som vid den tidpunkten ägde aktier och konvertibler för 4,4 miljarder. De här siffrorna stämmer väl överens med de som redovisas i tabell 12.

För 1988 anger VA ett VD-innehav på 3,5 miljarder. Utgår man från siffran 1,1 miljarder för 1985 handlar det alltså om en tredubbling samtidigt som aktiekurserna i genomsnitt något mer än fördubblats.

Det går alltså att hävda att innehaven ökat "i volym". Man kan emellertid lika gärna hävda motsatsen, d v s om man utgår från insider-innehaven inklusive Lundberg och El Sayed har VD-innehaven halverats. Det här återspeglar svårigheterna att göra meningsfulla jämförelser över tiden när populationen hela tiden ändras.

VA anger också fördelningen av VDs innehav av värdepapper på aktier, konvertibler och optioner för 1988.

VDs värdepappersinnehav 1988 enligt Veckans Affärer

	Antal	Totalt värde, tkr	Andel av totalvärde, procent
1. Aktier	110	3 224 800	91,7
2. Optioner	27	79 800	2,3
3. Konvertibler	65	212 600	6,0

124 personer ingår i materialet.

Jämfört med vår undersökning för 1985 redovisas en något större andel optioner och konvertibler. Skillnaden är dock inte större än att den tidigare slutsatsen om att dessa värdepapper spelar en ganska underordnad roll fortfarande står fast.

Tabell 2. *Insiders innehav i börsregistrerade företag (dvs AI- och AII-listorna) per 31/12 1982, 1984 och 1985 fördelade på aktier, konvertibler och optioner (Mkr)*

	1982	1984	1985
1. Innehav av aktier	4 854	14 812	14 744
2. Innehav av konvertibler	63	578	376
3. Innehav av optioner	2	147	115
Summa	4 920	15 538	15 235
4. Marknadsvärdet av samtliga börsregistrerade aktier	135 691	231 325	286 234
5. Rädd i procent av rädd 4	3	6	5

Uppgiften om marknadsvärdet på samtliga aktier är hämtad från Stockholms Fondbörs årsredovisningar.

Tabell 3. *Insiderinnehav och marknadsvärden i avregistrerade företag 1983—1985 (Mkr)*

	1982	1984
1. Innehav av aktier	424	2 070
2. Innehav av konvertibler	0	0
3. Innehav av optioner	0	0
Summa	424	2 070
4. Börsvärde	5 037	11 900
5. Rädd i procent av rädd 4	8	17

Tabell 4. *Insiderinnehav och marknadsvärden i nyregistrerade företag 1983—1985 (Mkr)*

	1982	1984
1. Innehav av aktier	4 655	6 843
2. Innehav av konvertibler	2	18
3. Innehav av optioner	0	5
Summa	4 657	6 866
4. Börsvärde	21 000	33 300
5. Rad 1 i procent av rad 4	22	20

Tabell 5. *Insiders innehav per 31/12 1982, 1984 och 1985 i genomgående företag*

	1982	1984	1985
1. Innehav av aktier	4 430	10 157	345) 7 900)
2. Innehav av aktier	63	573	341
3. Innehav av optioner	2	123	101
Summa	4 896	10 853	8 687
4. Marknadsvärdet av samtliga aktier i genomgående företag	130 654	198 325	252 934
5. Rad 1 i procent av rad 4	3	5	3

Tabell 6. *Insiderinnehav i 52 företag (Mkr)*

	1982	1984	1985
Samtliga insiders innehav av aktier	1 815	3 374	2 663
D:o konvertibler/optioner	6	60	151
Genomgående insiders innehav av aktier	823	1 378	1 669
D:o konvertibler/optioner	6	16	100

Tabell 7. *Antal insidertransaktioner*

	Nov-dec 1984		1985		1986	
	Köp	Sälj	Köp	Sälj	Köp	Sälj
Börsregistrerade företag	57	57	432	520	403	521
OTC-bolag (OBS 1986 omfattar endast okt—dec)	—	—	22	34	94	210

Tabell 8. *Företag med fler än 30 publicerade insidertransaktioner, november 1984— december 1986*

	Köp	Försäljning	Summa
SE-banken	56	20	76
Östgötabanken	39	15	54
Pronator	17	26	43
Carnegie/Saba	6	35	41
Forsheda	9	32	41
Bergman&Beving	3	36	39
Gambro	8	31	39
Siab	24	14	38
Scapa	26	11	37
Ahlsell	16	15	31

Tabell 9. Företag med högst två publicerade insidertransaktioner, november 1984—december 1986

	Köp	Försäljning	Summa
Atlantica	0	0	0
Gorthon	0	0	0
Garphyttan	1	0	1
Gotlands Rederi	1	0	1
Sydskraft	1	0	1
Protorp	1	0	1
Gunnebo	0	2	2
Hasselblad	1	1	2
Korsnäs	0	2	2
Thorsman	0	2	2
Skånska Banken	0	2	2
Eken	1	1	2
Opus	0	2	2

Tabell 10. Företag i vilka insiders äger värdepapper för mer än 100 Mkr den 31/12 1985

		Insiders innehav i % av marknadsvärdet ¹
Fermenta	2 757	36
Lundbergs	1 610	60
Nobel	1 334	67
Götabanken	738	45
Asken	685	56
Esselte	666	19
Philipsson	534	61
Carnegie	532	27
Hennes	466	30
Programmatör	317	63
Nisses	305	39
BGB	253	33
Reinhold	238	44
Bergman&Beving	227	28
Electrolux	219	2
Kanthal	217	51
Sonesson	199	9
Ratos	187	9
Marieberg	168	15
Holmen	162	8
B&B	140	31
Bröderna Edstrand	120	49
Guldfynd	118	74
ASEA	114	1
Bilspedition	111	17
Transatlantic	108	21
SKF	106	1
Skoogs	106	74

¹Marknadsvärde 31/12 1985 hämtat från VAs Börsdata

¹ 1 försäljning av Philipson för	300
² 1 köp av Esselte för	120
³ 1 försäljning av Holmen för	100
⁴ 1 försäljning av DN för	145
⁵ 1 köp av Asken för	382
⁶ 1 försäljning av Carnegie för	962
¹ 1 försäljning av B&B för	385

Tabell 11. *Insiders köp och försäljningar av aktier november 1984 — december 1986, Mkr*

		1	2	3	4	5
		Köp	Försälj- ningar	Summa	Börs- oms	Kolumn 3/4
1984	november	3	13	16	7 332	0.2
	december	270	68	338	6 784	5.0
	Summa 1984	273	81	354	14 116	2.5
1985	januari	227	42	269	8 715	3.1
	februari	93	475	568	6 970	8.1
	mars	88	161	249	6 287	4.0
	april	35	31	66	5 669	1.2
	maj	30	45	75	6 487	1.2
	juni	64	95	159	4 165	3.8
	juli	27	89	116	4 209	2.8
	augusti	42	33	75	4 229	1.8
	september	31	160	191	6 628	2.9
	oktober	37	24	61	7 249	0.8
	november	455	658	1 113	10 866	10.2
	december	138	574	712	11 904	6.0
Summa 1985	1 267	2 387	3 654	83 758	4.4	
1986	januari	44	207	241	15 959	1.5
	februari	242 ²	354 ¹	596	11 863	5.0
	mars	95	166 ³	261	9 940	2.6
	april	54	314 ⁴	368	16 087	2.3
	maj	56	148	204	9 747	2.1
	juni	446 ⁵	169	615	18 985	3.2
	juli	82	17	99	5 874	1.7
	augusti	103	70	173	11 510	1.5
	september	125	71	196	10 780	1.8
	oktober	181	144	325	12 278	2.6
	november	48	1 044 ⁶	1 092	10 049	10.9
	december	312	552 ⁷	864	8 596	1.1
Summa 1986	1 788	3 256	5 034	141 659	3.6	
Summa						
november 1984—						
december 1986	3 328	5 724	9 042	239 533	3.8	

*Fotnoter på omstående sida

Tabell 12. *Insiderinnehav uppdelade på VD, styrelseledamöter och övriga (Mkr)*

		Aktier	Konvertibeler	Optioner	Totalt
VD	1982	645	4	1	650
	1984	4 148	247	17	4 412
	1985	5 424	59	19	5 502
Styrelse- ledamöter	1982	4 034	55	1	4 090
	1984	10 294	268	119	10 681
	1985	7 980	162	88	8 230
Övriga insiders	1982	175	4	1	180
	1984	370	63	11	444
	1985	1 341	155	9	1 505
Samtliga insiders	1982	4 854	64	3	4 920
	1984	14 812	578	147	15 538
	1985	14 744	377	115	15 236

Tabell 13. *Antal företag med stora VD-innehav*

	1982	1984	1985
<i>Över 5 miljoner kronor</i>			
Samtliga värdepapper	24	35	36
Endast aktier	24	33	33
<i>Över 1 miljon kronor</i>			
Samtliga värdepapper	47	68	80
Endast aktier	46	67	73

Tabell 14. *Redovisning av insiderinnehav i 1985 års årsredovisningar*

	Totala antalet företag	Företag med redovisning av insiderinnehav
Mest omsatta	16	4
Övriga AI-företag	79	34
Investmentbolag	24	8
Banker och försäkringsbolag	4	12
All-företag	47	22
Summa	170	80

Exempel på redovisning av insiderinnehav i årsredovisning

Not 18 Aktiekapital

Aktiekapitalet är uppdelat på 18 307 200 st aktier å nominellt kr 10. Av aktierna är 2 592 000 A-aktier och 15 715 200 B-aktier. 16 485 120 st aktier är bundna och 1 822 080 st är fria. Röstetalet för en A-aktie är 10 och för en B-aktie 1.

Vissa aktieinnehav

Styrelseledamöter och suppleanter*	A-aktier		B-aktier	
	1988-08-31	1987-08-31	1988-08-31	1987-08-31
Alf Åkerman	—	—	500	900
Carl Henrik Wendt	15 871	15 869	3 800	3 803
Gunnar Dahlsten	—	—	—	—
Sture Forsén	—	—	100	100
Lars Malmros	—	—	600	—
Karl-Erik Sahlberg	—	—	11 585	11 358
Carl Johan Wendt	15 830	15 830	9 165	9 165
Karl Lennart Wendt	45 748	50 937	51 998	57 565
Kristian Wendt	28 425	27 925	8 657	8 957
Bo Ursing	20 394	20 394	12 670	15 470
Göran Wendt	77 666	77 666	8 166	9 166
Magnus Wendt	24	24	250	1 014
Wilhelm Wendt	96 604	90 350	83 391	89 178
Håkan Engström	—	—	54	54
Sven Johannesson	—	—	168	168
Stig Kristiansson	—	—	—	—
Arne Berglund	—	—	—	—
Institutionella placerare med >5% av antal aktier				
Allm. Pensionsfonden,				
4:e fondstyrelsen	—	—	1 192 078	869 278
Trygg Hansa	—	—	1 162 302	1 162 302
Custos	—	—	1 019 354	1 018 954

*Inkl hustru och omyndiga barn

3. *Gör insiders bättre affärer än andra?*

En av de mer intressanta frågor som insiderstatistiken kan hjälpa till att besvara är om insiders gör bättre affärer än andra, d v s om de aktier som insiders köper (säljer) utvecklas bättre (sämre) än marknadens genomsnitt. Frågan är viktig av två skäl. Om det visar sig att insiders gör bättre affärer kan det vara uttryck för ett missbruk av inside information. Så behöver dock inte vara fallet. Inside information definieras ju vanligen som kännedom om en specifik händelse eller liknande som, när den blir allmänt känd, kan förväntas påverka kursen i väsentlig grad. En allmän insikt i att ens företag går bra och är lönsamt utgör således inte inside information. Insikten kan ändå ligga till grund för aktieköp. En vanlig uppfattning bland icke-insiders är att åtminstone en del insideraffärer föranleds av en sådan allmän föreställning att företaget går bra eller dåligt. Insideraffärer kan därigenom uppfattas som signaler till marknaden i övrigt, där information om ett insiderköp uppfattas som en rekommendation också till andra att köpa aktier i bolaget och vice versa. Å andra sidan har Bankinspektionen vid flera tillfällen uppmanat insiders att vara återhållsamma med affärer i samband med s k "kritiska" händelser. Det kan medföra att signaleffekten försvagas.

De flesta undersökningar som gjorts av insiders aktieaffärer tar sikte på den senare frågeställningen. Förklaringen ligger väl främst i att missbruk av inside information i de flesta länder är ett brott. Därför finns det anledning tro att den som avsiktligt utnyttjar inside information för köp eller försäljning av aktier inte samtidigt låter offentliggöra sina affärer. Omvänt kan det tolkas som att om det visar sig att insiders verkligen gör bättre affärer än andra detta beror på allmänna kunskaper snarare än kännedom om specifika händelser. Det är alltså förenat med vissa svårigheter att utifrån offentlig statistik avgöra om insiders missbrukar information eller ej.

Några svenska undersökningar där slutsatsen är att insiders fak-

tiskt missbrukar information refereras nedan. För flertalet av de övriga undersökningarna gäller att de framför allt behandlar frågeställningen om det lönar sig för icke-insiders att kopiera insiders affärer. Det är en frågeställning som är något lättare att pröva empiriskt. Sålunda krävs inte en lika noggrann datering av när insidern handlar. Om problemet är att kartlägga ett eventuellt missbruk av inside information måste man vara mycket mer exakt när det gäller att ange när köpet eller försäljningen ägt rum. I detta fall handlar det ju om att utnyttja information om en specifik händelse. Det är då troligt att tiden mellan insiders transaktion och offentliggörandet av händelsen är relativt kort. Är det å andra sidan så att insiders köp eller försäljning föranleds av en allmänt positiv eller negativ inställning till bolagets framtidsutsikter finns inte samma anledning tro att aktiekursen skall anpassa sig till den nya informationen genom ett engångslyft eller ett kursfall.

Snarare är det väl så att kursen successivt förändras allt eftersom bolaget ger ut delårsrapporter och kommunicéer. Om denna förmodan är riktig skulle det inte vara lika viktigt att kartlägga den exakta tidpunkten för insiders affärer. Av större intresse blir i stället när information om att insidern handlat blir offentlig.

Information om insideraffärer kan spridas på olika sätt. Störst betydelse torde de sammanställningar av större köp och försäljningar som Bankinspektionen låter publicera var fjortonde dag ha. Skulle det vara så att insideraffärer antas ge en stark signal om framtida kursändringar vore det rationellt att räkna med en kursreaktion så fort Bankinspektionens sammanställningar offentliggörs. Av intresse vore då att veta publiceringsdagen för en viss affär. Även om det tvivels utan finns exempel på att media ibland ger stor uppmärksamhet åt en viss insideraffär, som då kan få till effekt att också andra lockas till att köpa eller sälja aktier med en viss kursändring som följd, är det min uppfattning att detta är ovanligt. Visserligen ges Bankinspektionens sammanställningar numera större utrymme i media än förr. Det finns dock inget som tyder på att ett större antal investerare skulle basera sina affärer på denna information.

Sedan hösten 1988 ges också information om insideraffärer över Fondbörsens informationsnät. Samma dag som Bankinspektionen får in uppgiften om större affärer vidarebefordras dessa till Fondbörsen via telefax. Fondbörsen sorterar sedan ut de affärer som avser mer än 5—10 000 aktier och de som berör "intressanta" personer. Informa-

tionen om dessa sprids sedan via informationsnätet samma dag. Härigenom har nu åstadkommit en mycket snabbare rapportering av viktiga insider transaktioner. Någon undersökning av huruvida denna rapportering haft någon kurseffekt har ännu ej gjorts.

Utländska undersökningar

King & Roell refererar i en artikel till ett antal undersökningar av insiders aktieaffärer i USA (se tabell 15). Deras slutsats är att undersökningarna är entydiga såtillvida att kurserna stiger i företag där insiders köper och sjunker i företag där insiders säljer. (Upp- och nedgång i kursen definieras genomgående i förhållande till marknadens genomsnitt ofta också med hänsyn tagen till skillnader i risk.) Kursuppgången (-nedgången) är särskilt stor när insiderhandeln varit onormal i något hänseende, exempelvis om antalet insiders som köpt (sålt) aktier en period varit ovanligt stort eller om storleken på affärerna varit betydande. Vinsten av att handla på samma sätt som insiders i samband med att så här starka signaler uppträder uppskattas till 5-10% på ett år i förhållande till marknadens genomsnitt. Intressant är också att King & Roell anser sig kunna dra slutsatsen att det lönar sig att handla som insiders också flera månader efter att insidern gjort sin affär. Kurserna reagerar alltså inte särskilt kraftigt på information om en insidertransaktion. Snarare tycks det vara så att det är först när information om den underliggande positiva (negativa) utvecklingen i företaget blir känd som kurserna stiger (sjunker).

King & Roell redogör också för en undersökning av lönsamheten av insideraffärer i Storbritannien (se tabell 16). Undersökningen baseras på uppgifter om insideraffärer som publicerats i Financial Times under 1986-87. Här ingår inte alla affärer som insiders gjort utan bara större affärer alternativt affärer som tidningen av olika skäl bedömt ha ett allmänt intresse.

Table 15. *Estimated cumulative abnormal returns following insider trading activity*

Author	Period	Type of insider activity	Time span	Purchases (%)	Sales (%)	Overall ^a (%)
Pratt and DeVere (1972)	1960-66	More than 3 insiders purchases (sales) within a month, with no offsetting transactions	1 month from end of month of trade	—	—	1.4 ^b
			12 months from end of month of trade	—	—	8.75
			3 years from end of month of trade	—	—	16.2
Jaffe (1974 ^c)	1962-68	More insider purchasers than sellers within a month and vice versa	1 month from date of trade	—	—	0.60
			8 months from date of trade	—	—	1.36
			1 month from SEC publication	—	—	0.87
		At least 3 more purchasers than sellers within a month and vice versa	8 months from publication.	—	—	0.70
			1 month from date of trade	—	—	0.98
			8 months from date of trade	—	—	5.07
Finnerty (1976)	1969-71	All transactions	1 month from publication	—	—	0.74
			8 months from publication	—	—	4.94
			in month (0) of trade	3.68	-0.90	—
			months 0 to 11 from trade	8.34	-4.82	—
Givoly and Palmon (1985)	1973-75	All transactions	1 month (19 trading days) from trade	2.54	1.03	1.58
			3 months (59 trading days) from trade	4.45	-3.09	4.09
			12 months (239 trading days) from trade	7.52	-11.53	8.60
Seyhun (1986)	1975-81	More net buyers than net sellers within a month and vice versa	100 days preceding date of trade	-1.4	2.5	-2.1
			20 days following date of trade	1.1	-0.9	1.0
			100 days following date of trade	3.0	-1.7	2.3
			300 days following date of trade	4.3	-2.2	3.1
Heinkel and Kraus (1987)	1979-81 ^d	Large net trades, large fractions of volume of trade	40 trading days from date of trade	10.24	-4.30	+7.27
			19 trading days before date of trade	6.22	-10.11	-1.95

Notes:

^a Average of the excess return on purchases and (minus) that on sales;

^b Rough estimate: half the difference in performance between buy and sell group;

^c obtained by cumulating Finnerty's figures;

^d Canadian data.

Table 16. Average performance of shares traded by company insiders

	Number of firms	weeks	Time span	Abnormal return %	
A. Relative to FT-Actuaries Allshare Index:					
Buy group	109	46	1 month from publication	2,47	(1,04)*
	103	43	3 months from publication	6,10	(2,75)*
	52	22	1 year from publication	53,05	(16,49)*
Sell group	269	54	1 month from publication	1,20	(1,00)
	253	51	3 months from publication	3,19	(1,84)
	101	25	1 year from publication	7,56	(9,90)
B. Relative to beta-adjusted benchmark.					
Buy group	96	44	1 month from publication	2,38	(1,04)*
	90	41	3 months from publication	6,62	(2,85)*
	51	22	1 year from publication	56,22	(17,02)*
Sell group	237	53	1 month from publication	1,18	(1,11)
	221	50	3 months from publication	2,72	(1,84)
	93	25	1 year from publication	8,77	(9,76)

Notes: Standard error of estimates in parentheses.

* Significant at 5% level. The estimated standard deviation should be interpreted with some caution, as the US studies all cite evidence concerning serial dependence among excess returns. In our sample, there were some signs of autocorrelation among weekly excess returns, but with first order autocorrelation coefficients all well within the band of +/- 10%.

Affärerna har delats in i "köp" respektive "försäljningar". I de fall flera insiders handlat i samma företag en viss månad har det beaktats genom att dubbla den vikt med vilken företaget ingår. Annars har företagen åsatts samma vikt, dvs författarna konstruerar portföljer där normalt samma summor pengar investerats i varje företag i vilket insiders handlat.

Resultatet av undersökningen är anmärkningsvärt. De aktier som insiders köpt har stigit mycket kraftigt i förhållande till marknadens

genomsnitt och i förhållande till de aktier som insiders sålt. Även de senare aktierna har gått något bättre än marknadens genomsnitt men alltså väsentligt sämre än "köpportföljens" aktier. En möjlig förklaring som författarna tror kan förklara en del av resultatet är att de båda portföljerna domineras av aktier i mindre företag. Generellt gäller att kursutvecklingen för små företag är gynnsammare än för stora företag. Den genomsnittliga storleken av de företag som omfattas av undersökningen är bara hälften av samtliga börsbolag. Detta kan dock endast förklara en mindre del av den exceptionellt positiva utvecklingen för köpportföljen.

Tidigare svenska undersökningar

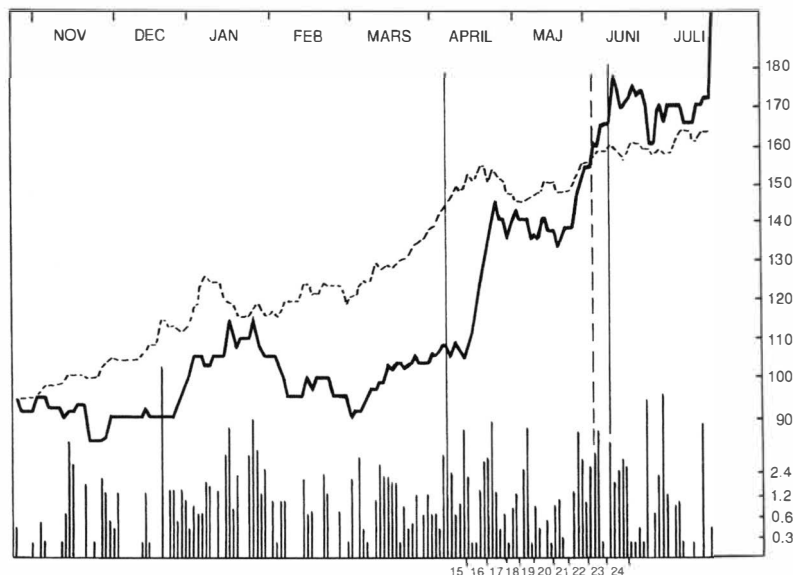
Det finns åtminstone fem undersökningar vars syfte är att klarlägga om missbruk av inside information förekommer i Sverige. Slutsatsen i alla tre undersökningarna är att kursutvecklingen varit sådan att misstanke om missbruk inte kan förkastas. En av undersökningarna refereras i kapitel 7. Det gäller Värdepappersmarknadsutredningens analys av vissa insideraffärer under 1979 och 1980. Bland annat jämförs där insiders aktieaffärer i de företag som hade den bästa resp sämsta kursutvecklingen under 1979. Det konstateras att omsättningen är mycket större i bästgruppen. Vidare sägs i utredningen att köpen dominerar klart över försäljningarna i de företag som haft den bästa kursutvecklingen. Detta föranleder slutsatsen att "det anförda frammanar obestriddligen bilden av att insiders har och tar tillvara möjligheten att gå in och ur papperen vid den tidpunkt som är ekonomiskt gynnsammast." Samtidigt tvingas man dock notera att också i sämstgruppen dominerar köpen. 20 av 22 transaktioner är nämligen köp om än i ganska små poster.

I en annan analys som Värdepappersmarknadsutredningen hänvisar till ser man på de insideraffärer som ägt rum 30 dagar före en sk kritisk händelse, exempelvis publicerandet av en delårsrapport eller motsvarande. Även här anser sig utredningen kunna konstatera att insiders utnyttjar sitt informationsövertag. De som köpt aktier har således haft en kursuppgång fram till årsskiftet motsvarande 60% på årsbasis medan de som sålde slapp en betydande kursnedgång. Slutsatserna kan kritiseras för att vara tendentiösa. Det avgörande för om man kan ifrågasätta ett insidermissbruk är ju kursutvecklingen

från tidpunkten för affären till dess delårsrapporten etc publicerades. I utredningen skiljs inte mellan denna och kursutvecklingen efter rapportens publicering och fram till årsskiftet.

Två av de andra undersökningarna utgörs av uppsatser skrivna av studenter vid Uppsala resp Stockholms Universitet. I den första har Friberg m fl gått igenom samtliga insideraffärer som omfattar mer än 1 000 aktier. Bland dessa har man valt ut de där kursutvecklingen efter affären skiljer sig kraftigt från marknadens genomsnitt. Författarna anser sig kunna konstatera att det förekommit ett antal tveksamma affärer. Det gäller bl a Bergman & Beving, där en direktör i bolaget köpte en stor post aktier samma dag som en mycket positiv delårsrapport publicerades. Vidare redogörs för företagsledningens utförsäljning av aktier i Saléns en tid innan konkursen.

I den andra uppsatsen har Sjöo och Söderström valt ut de företag — totalt 29 stycken — som under 1986 och början av 1987 redovisar mycket stora prognosmissar. Med stor prognosmiss avses skillnader mellan prognos och utfall i resultatet på minst 15%. För 11 av de 29 företagen görs en mer detaljerad analys. Tillvägagångssättet framgår av nedanstående diagram.



Independent justerar i sin delårsrapport den 3 juni 1986 upp vinstprognosen från 70 till 90—100 miljoner. Under de två månaderna före publiceringen av rapporten stiger aktiekursen med 43% jämfört med

index 9%. Enligt författarna kan en del av uppgången förklaras med en positiv analys i Veckans Affärer samt av sjunkande räntor. Missbruk av inside information kan inte uteslutas men anses i just detta fallet som mindre sannolik.

Större skäl för misstankar om missbruk föreligger för sex andra bolag, bl a Lundbergs och Fabege.

De två sista undersökningarna utgörs av de utredningar som Håkan Gartell samt Adri de Ridder utfört på Fondbörsens uppdrag för att bl a kartlägga missbruk av inside information i samband med takeovers. Båda undersökningarna kommenteras i kapitel 5. Där framgår att de båda undersökningarna skiljer sig åt vad gäller sannolikheten för att insidersmissbruk förekommer. de Ridders statistiska analys av samtliga börsstopp inkl uppköpserbjudanden under perioden 1980—1988 (juni) kan tolkas som på att missbruket av inside information i samband med börsstopp är ganska begränsat tiden omedelbart före ett börsstopp. Det är först när börsstoppet hävts som kurserna börjar röra sig. Frånvaron av stora kursrörelser utesluter dock inte (måttliga) insiderköp som genomförts så att de inte väcker uppmärksamhet.

Gartell, å andra sidan, menar att det står utom allt tvivel att insiders handlat i samband med de senaste årens take-overs. Gartell studerade kursrörelserna vid 76 take-overs under 1984—86. I nästan samtliga fall har kurserna stigit innan budet blivit offentligt. Bankinspektionen har funnit skäl att undersöka 6 av de 76 fallen, dock utan att ha kunnat belägga något missbruk.

Det finns åtminstone en ytterligare undersökning av insidersaffärer — en uppsats skriven av Lundqvist-Månsson vid Stockholms Universitet. Målsättningen i denna undersökning skiljer sig dock något från den i tidigare refererade undersökningar såtillvida att Lundqvist-Månsson framför allt är intresserade av om det lönar sig för allmänheten att handla på samma sätt som insiders.

Författarna har studerat samtliga insiderköp och -försäljningar överstigande 100 000:— under 1986 och 1987 för vart tredje börsregistrerat företag. För varje affär har avkastningen beräknats dels för en 30-dagarsperiod, dels för tiden från transaktionen fram till den 31 mars 1988. Avkastningen jämförs med placeringsindex, som är ett index där alla företag getts lika vikt.

Slutsatserna kan sammanfattas i nedanstående fem tabeller. Ser man först på den kortsiktiga avkastningen för samtliga undersökta

Tabell 17. *Den genomsnittliga avkastningen per månad för köp och försäljningar, mätt på en månad (%.)*

År	Köp	Försäljning	Index
1986	0,06	0,06	0,05
1987	0,03	-0,02	0,05

insideraffärer kan konstateras att skillnaden mellan uppnått resultat och index inte tyder på att insiders skulle ha utnyttjat sitt informationsövertag. Möjligen bör man gardera sig för de mätfel som kan finnas. Eftersom insiders inte behöver ange det pris man betalt resp erhållit för en aktie måste detta uppskattas. Utgångspunkten är då insiders uppgift om inköps- eller försäljningsdag. Detta är en uppgift som inte blir föremål för kontroll. Man kan alltså tänka sig att en insider avsiktligt eller av misstag sätter fel transaktionsdag. Relativt ofta förekommer dessutom att en transaktion är utspridd över flera dagar utan att man angivit exakt hur många aktier som omsatts varje enskild dag. Under en period med stora kurssvängningar kan detta naturligtvis medföra stora mätfel. Å andra sidan innebär det relativt stora antalet undersökta transaktioner — ca ett tusen — att det är svårt att tro att ett bättre underlag skulle medföra att slutsatserna ändrades på ett avgörande sätt.

Mäts i stället avkastningen på insiders köptransaktioner på längre sikt, d v s fram till 31/3 1988, är slutsatsen att insiders ligger klart under index. Det gäller i synnerhet de affärer som genomfördes under 1987.

Tabell 18. *Den genomsnittliga avkastningen per månad för köp och försäljningar med ett värde över och under 100 000:— som mäts på en månad (%)*

År	Köp		Försäljning		Index
	>100 000	<100 000	>100 000	<100 000	
1986	0,07	0,06	0,04	0,07	0,05
1987	0,03	0,03	-0,03	0,02	0,05

Delar man upp transaktionerna på stora (över 100 000:—) och små (under 100 000:—) framkommer inga större skillnader i avkastningen.

Tabell 19. *Den genomsnittliga avkastningen på VDs affärer per månad jämfört med avkastningen på övriga insiders affärer, mätt på en månad (%)*

År	VD		Övriga		Index
	Köp	Försäljning	Köp	Försäljning	
1986	0,04	0,05	0,05	0,01	0,05
1987	-0,01	-0,06	0,04	0,06	0,05

Det tycks heller inte finnas någon större skillnad mellan VDs aktieaffärer och andra insiders. Siffrorna i tabell 19 skiljer sig i vart fall inte nämnvärt från tidigare resultat.

Tabell 20. *Den genomsnittliga avkastningen per månad för företag med respektive utan insiderhandel*

År	Insiders har handlat		Insiders har ej handlat	Index
	Köp	Försäljning		
1986	0,07	0,05	0,05	0,05
1987	0,06	0,03	0,05	0,05

En undersökning av de företag i vilka insiders handlat och företag utan handel tyder heller inte på att det skulle finnas någon större skillnad i avkastning.

Tabell 21. *Avkastningen på relativt stora insideraffärer*

År	Köp	Försäljning	Index
1986	0,10	0,02	0,05
1987	0,15	-0,01	0,05

Det är bara vid ett tillfälle då författarna anser sig kunna konstatera att det skulle löna sig att handla på samma sätt som insiders. Det gäller de insideraffärer som relativt sett är stora, d v s om antalet aktier som köpts är minst 50% av tidigare innehav och omvänt vid försäljning. Här kan man notera att köpen följs av en kursuppgång, som är väsentligt större än för såväl försäljningarna som för index och omvänt för försäljningarna. Antalet transaktioner är knappt 200. Antalet är alltså relativt stort, vilket gör att det är osannolikt att resultatet bara är en effekt av slumpen.

Egna undersökningar

De flesta undersökningar som gjorts av insiders aktieaffärer går ut på att mäta avkastningen (relativt ett index) från transaktionstidpunkten fram till en godtyckligt vald tidpunkt. De undersökningar som refereras ovan är alla av denna typ. En alternativ metod är att utgå från innehavens storlek vid en viss tidpunkt. Här tolkas ett stort innehav som en köpsignal. Ju större innehav desto mer tror insiders på sitt företag och desto bättre skulle det följaktligen vara för andra personer att investera i företagets aktier. För att undersöka om detta samband håller kan man se om avkastningen på aktier är högre i företag där insiderinnehaven är stora. En sådan undersökning görs i min tidigare bok. Där framgick att avkastningen under 1986 var klart högre i företag med stora insiderinnehav. Mellan 1972 och 1981 var det dock företag med litet insiderägande som visade högst avkastning (se tabellerna 22—24).

Tabell 25 kan inte tolkas som att det är särskilt lönsamt att köpa akti i

Tabell 22. *Storleken på insiders aktieinnehav och 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	14,9	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

Företag	Insiders aktieinnehav		Effektiv avkastning procent per år	
	1972	1983	1972—76	1972—81
AEG	0,2	—	23,2	17,7
Carlo	0,3	12,3	29,0	30,5
Drott	0,1	—	20,1	—
Fläkt	0,3	4,7	4,5	7,1
For	0,0	—	7,9	—
Göta Kanalbolag	0,1	—	—	—
ASJ	0,1	—	—	—
Mea	0,0	—	—	—
NitroNobel	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
Sydkraft	0,2	0,5	23,8	30,3
Säveån	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 23. *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
UppsalaEkeby	107,9	—
Munksjö	40,6	0,5
Proventus	—	—
Fagersta	—	—
Skrinet	7,3	0,6
Schatullet	—	—
KemaNobel	1 170,2	0,9
Billerud	3,5	0,9
Alcro	0,2	—
Uddeholm	14,2	4,0
Bergman & Beving	206,4	154,5
Dagens Nyheter	19,6	—
Almedahl	42,0	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
Sydkraft	0,5	—
Ericsson	9,6	0,2
AGA	1,7	0,8
SvenskaKredit	—	—
Uplandsbanken	0,9	0,0

Tabell 24. 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
Uppsala-Ekeby	108	+381
Genomsnitt		+143
Förändring i generalindex för aktier		+69

— = uppgift saknas

Veckans Affärer (nr 6/89) har publicerat en sammanställning av VDs innehav av aktier, konvertibler och optioner i det egna företaget i september 1988. Företagen med de största innehaven framgår av nedanstående tabell med uppgifter om kurstillväxten under 1988. Tabell 25 kan inte tolkas som att det är särskilt lönsamt att köpa aktier i företag.

Tabell 25. Företag vars VD har störst innehav av egna aktier m m samt kurstillväxt 1988

	Innehav Mkr	Kurstillväxt 1988, %
Trelleborg	144	77
Nobel	108	52
Infina	107	61
Convexa	48	47
Latour	39	35
Skåne-Gripen	27	42
Andersson	25	62
Aritmos	23	64
Beijercapital	22	20
Fabege	21	12
Electrolux	21	53
BGB	20	46
Piren	17	44
Esselte	16	61
Betongindustri	13	8
Geveko	21	77
Hilab	12	70
Investor	1	54
AlfaLaval	11	83
Skrinet	10	43
Databolin	10	-9
Genomsnitt		48
Index, vägt		51
, ovägt		49

vars VD har ett stort innehav av egna aktier. För de 21 företag som räknats upp är avkastningen under kalenderåret 1988 något lägre än index. Begränsar man sig till att se på de fem företag som ligger i toppen kommer man visserligen något över index — 54% — men

utsträcker man listan till att gälla 10 företag sjunker avkastningen till 47%. Resultaten är alltså inte särskilt uppseendeväckande trots att det finns en rent teknisk anledning att vänta sig ett mer positivt samband. En viktig orsak till de stora innehaven är nämligen den historiska kurstillväxten. Det borde alltså vara så att en VD med stort aktieinnehav återfinns i företag som haft en snabb kurstillväxt. Att detta inte kommer starkare till uttryck i tabell 25 tyder på att det finns många andra faktorer som spelar in.

I tabell 26 anges de företag vars VD enligt Veckans Affärer saknar innehav i det egna företaget:

Tabell 26. *Kurstillväxt i företag vars VD saknar aktier m m i egna företaget*

	Kurstillväxt 1988, %
Argonaut	170
Asken (uppköpt under 1988)	—
Atlantica	-42
Bilspedition	107
Carnegie (uppköpt under 1988)	—
Duni	25
Eldon	20
Forshedda	19
Hasselblad	19
Hötorget	16
Korsnäs	37
NCB	0
Opus	38
Öresund	74
Snitt	40

Här är utfallet klart sämre än genomsnittligt för börsen. Exkluderar man de två företag som köpts upp under 1988 är kurstillväxten för de övriga tolv företagen endast 40%. Exkluderas också Argonaut blir kurstillväxten 28%, vilket alltså skall jämföras med börsens genomsnitt på 50%.

En motsvarande beräkning för fem år sedan gav ett något annorlunda resultat. För 37 företag vars VD ägde aktier för mindre än

50 000:- visade det sig att kurstillväxten 1983 var högre än marknadens genomsnitt för 27 företag. Tog man i stället de två åren 1982—83 låg 18 företag över genomsnittet för hela marknaden och 19 under.

Uppgifter om insiders aktieinnehav, och särskilt då den verkställande direktörens — pilotens, har på senare tid tilldragit sig ökad uppmärksamhet. Uppmärksamheten har oftast varit av positivt slag. Vad som betonats är vikten av att VD har ett ägarengagemang i sitt företag. Därigenom antas risken för målkonflikter mellan VD och ägarna minimeras. Annars finns ju möjligheten att VD snarare intresserar sig för åtgärder som förbättras hans situation på ägarnas bekostnad. Om VD också är en stor aktieägare har han naturligtvis en större motivation för att verka för största möjliga avkastning på det egna kapitalet.

Med det här synsättet finns det anledning vänta sig ett positivt samband mellan VDs aktieinnehav och aktieavkastningen. Som vi nyss sett är det dock svårt att dokumentera ett sådant samband annat än möjligen i dess negativa form — företag vars VD inte har aktier i det egna företaget har kursmässigt lyckats dåligt. Inte ens den regeln gäller dock utan undantag. Ett av företagen som tillhör den här gruppen tillhör kursvinnarna 1988. Bilspedition har också överträffat börsens genomsnitt med drygt 100%. Hötorget var bland kursvinnarna 1987 o s v.

Intresset för VDs aktieinnehav är dock inte odelat positivt. Det har förts fram kritiska röster om att engagemanget kan vara för stort. Det ligger nära till hands att tro att en VD kan få svårt att fatta beslut om beslutet kan medföra en allvarlig förlust för företaget. Det man kan befara är att VD dels blir mer intresserad av kortsiktig resultatframgång, dels blir mindre benägen att ta risker. Därför är det inte självklart att de verkställande direktörer som har de största värdepappersinnehaven också skall sitta i de mest lönsamma bolagen. Detta är emellertid något som är mycket svårt att visa empiriskt.

Vi har redan nämnt att det vanligaste sättet att undersöka om en insider gör bra aktieaffärer är att se på utfallet av de affärer som skett under en viss period. Den mest kraftfulla metoden för att påvisa ett eventuellt samband är den som Jaffe introducerat. I en avhandling från 1974 lät han sammanställa alla köp resp försäljningar som insiders gjort en viss månad. De företag i vilka insiders köpt aktier fick bilda en portfölj "köpportföljen" medan de företag vars aktier insiders sålt fick bilda en "säljportfölj" Genom att jämföra kursutvecklingen för de tänkta portföljerna med ett börsindex ges möjligheter att

bedöma om insiders gjort bättre affärer än andra placerare.

Ett problem är att bestämma sig för vilken tidsperiod man skall mäta avkastningen under. Är det kursutvecklingen dagarna närmast efter köpet som är intressant eller den långsiktiga utvecklingen på 1 eller 2 års sikt? Valet av tidsperiod måste bli godtyckligt. I den undersökning som redovisas nedan har fyra tidsperioder valts, avkastningen under 1, 3, 6 resp 12 månader efter den månad då affären gjorts.

Ett intressant resultat av undersökningen är att valet av tidsperiod kanske inte är så betydelsefullt när allt kommer kring. Det visar sig nämligen att om avkastningen för en enskild aktie varit positiv i jämförelse med marknadens genomsnitt under de första månaderna är sannolikheten stor för att den också kommer att vara hög för en 3-, 6- eller 12-månadersperiod. Motsvarande gäller om utvecklingen varit negativ. Det här framgår ur nedanstående tabell, där den relativa kursutvecklingen beräknats för de fyra tidsperioderna för samtliga aktier som insiders köpt och sålt under 6 månader. Månaderna har därvid valts så att två tagits från 1984 (november och december), två från 1985 (mars och april) samt två från 1986 (januari och februari). Om det vore så att avkastningen för en period är helt oberoende av avkastningen i en annan period så skulle det vara helt slumpmässigt om (den relativa) avkastningen för en viss period var positiv eller negativ. Antar vi som exempel att en aktie stigit mer i kurs än marknadens genomsnitt under den första månaden efter transaktionen skulle alltså avkastningen för en tremånadersperiod lika gärna vara högre som lägre o s v. Innebörden är att tecknen skulle växla från positivt till negativt och till positivt igen. Statistiskt kan man räkna med att tecknen växlar 1,6 gånger om jämförelsen avser fyra perioder under förutsättning att de olika periodernas resultat är helt oberoende av varandra. Baserat på de 333 transaktioner som genomförts under de utvalda 6 månaderna var det faktiska genomsnittet 0,78.

Tabell 27. *Stabiliteten i relativ avkastning på aktier under 12 månader*

Tecken växlingar	Köp- port- följer	Sälj- port- följer	Summa	Förväntat antal om observationerna är helt oberoende
3	4	6	9	67
2	25	31	56	100
1	61	63	124	100
0	73	71	144	67
	163	170	333	334

Som framgår av tabell 27 ovan är det ganska ovanligt med mer än en teckenväxling. Det vanligaste är att om avkastningen under första månaden är bättre (sämre) än genomsnittligt så gäller samma sak också för de övriga perioderna. Har vi en teckenväxling är det vanligast att den inträffar under de första månaderna. Serien skulle alltså ha utseendet +---- eller -++++. Valet av tidsperiod är inte så betydelsefullt som man i förstone skulle tro.

Ett annat problem gäller bestämningen av det pris som insidern erlagt respektive erhållit när han gjort sina affärer. Som vi redan nämnt framgår inte priset av de anmälningsblanketter som skickas till Bankinspektionen. Normalt anges dock en transaktionsdag. Det går alltså att välja ett pris för just den dagen och sedan jämföra med index utveckling. För att förenkla beräkningarna har dock en annan metod valts. För samtliga aktier som köpts eller sålts en viss månad har vi tagit kursen vid månadens slut. Det betyder att man inte kan använda sig av resultaten för att uttala sig om det kortsiktiga utfallet av insiderns aktietransaktioner, dvs om det finns anledning misstänka insidern för missbruk av inside information. En undersökning av det kortsiktiga utfallet har gjorts av Lundström-Månsson (se ovan sid 8 ff). Den undersökningen kunde inte tolkas som att insidern generellt gjorde bättre affärer än andra.

Ytterligare ett alternativ vore att utgå från kursen vid den tidpunkt då informationen om insiderns aktieaffärer blir offentlig. Släpper man tanken på att hitta underlag för misstänkta insiderbrott är ju motivet för att undersöka sambandet mellan insideraffärer och kursutveckling att se om det lönar sig för andra att handla som insiders. Det handlar

då om kursutvecklingen fr o m den dag då det blir allmänt bekant att insidern handlat. Nu är den dagen svår att fastställa. Som vi visat ovan förefaller det emellertid inte som om slutsatserna skulle vara särskilt känsliga för val av tidsperiod.

Ett annat problem när man försöker bedöma huruvida en insider lyckats göra bättre affärer än andra är hur jämförelsen skall göras. Många insiders har helt naturligt en dålig kunskap om vad som styr börskursen i deras bolag. Det förekommer ofta att en VD förklarar att han inte förstår hur aktiemarknaden värderar hans företag. En anledning är att börsen styrs av förväntningar som kan vara svåra att kvantifiera. Det här betyder att insiders möjligheter att förutse den framtida kursutvecklingen för en aktie måste anses vara begränsade. Detta gäller i än högre grad börsens genomsnitt. Att jämföra avkastningen på en insiders affärer med börsgenomsnittet framstår därför som föga meningsfullt. Ändå är det i praktiken den enda möjlighet som står till buds för en analys av det slag som genomförs här. En alternativ metod som vore av intresse att utveckla vore att relatera transaktionerna till företagets vinstutveckling. Hypotesen skulle då vara att insiders köper aktier i företag en tid före kraftiga vinstökningar. När jämförelsen i stället baseras på hur aktiekursen utvecklas i förhållande till börsens genomsnitt förutsätts ett samband med vinstutveckling i företaget som inte nödvändigtvis föreligger, särskilt inte på kort sikt.

Mot bakgrund av de problem som antytts ovan bör förväntningarna om ett starkt och entydigt samband mellan insideraffärer och kursutvecklingen tonas ned. Det finns ytterligare ett viktigt skäl. Det stora antalet insiders medför att det varje månad genomförs ett stort antal insideraffärer. Även den mest skeptiske torde hålla med om att åtskilliga av dessa affärer har mycket prosaiska orsaker. Försäljningar kan bero på ett bilköp eller en skilsmässa, skatteskal osv. Helst skulle man vilja eliminera sådana affärer som har en så att säga naturlig förklaring. Det säger sig dock självt att detta inte är möjligt. Möjligen skulle man kunna tänka sig att större aktieaffärer är mer baserade på överväganden om den framtida avkastningen. En annan tänkbar hypotes är att om flera insiders köpt aktier samma månad i ett bolag så är sannolikheten större att den efterföljande resultatutvecklingen skall vara positiv. En närliggande hypotes är att bryta ut de företag där insiders under en längre period antingen köpt eller sålt aktier. Vanligen uppträder olika insiders i ett företag samtidigt som köpare

och säljare, vilket motsäger att det skulle finnas en utbredd känsla av att företagets framtidsutsikter är mycket goda (eller dåliga). Om det däremot finns en klar övervikt för antingen köp eller försäljningar borde detta kunna tolkas som en signal till andra personer att köpa eller sälja.

Utgångspunkten för analysen av avkastning på insideraffärer är tabellerna 32 och 33. Tabellerna visar den relativa kursändringen för samtliga aktier som insiders köpt (tabell 32) eller sålt (tabell 33) en viss månad. Den undersökta tidsperioden är november 1984 t o m december 1986, d v s 26 månader. Alla aktier som köpts eller sålts en viss månad bildar en portfölj. Det finns därmed $2 \times 26 = 52$ portföljer sammanlagt. För varje aktie som ingår i en portfölj har kursändringen (ingen hänsyn har tagits till utdelningar) beräknats från månadens sista dag 1, 3, 6 resp 12 månader framåt i tiden. Kursändringen har dessutom beräknats 1 resp 3 månader före den antagna transaktionsdagen av skäl som strax kommer att redogöras för.

När man jämför kursändringen för olika tidsperioder är den absoluta kursändringen ganska ointressant. Den påverkas starkt av den genomsnittliga utvecklingen på börsen. Av den orsaken har vi i stället valt att se på den relativa kursändringen, d v s den absoluta avkastningen minus förändringen av marknadens genomsnitt. Genomsnittet kan därvid mätas med hjälp av två typer av index. Vanligast är ett vägt index, exempelvis Affärsvärldens index, där varje företag ingår med en vikt som är proportionellt mot dess börsvärde. Det finns emellertid också ett ovägt index, det s k placerarindex, där varje företag väger lika tungt. Man kan diskutera vilket index som är bäst lämpat. Eftersom vi valt att låta samtliga företag, vars aktier köpts eller sålts av en insider, ingå med samma vikt i köpresp säljportföljerna torde det dock vara mest naturligt att välja placerarindex. Beräkningarna nedan grundas därför i första hand på jämförelsen med detta index.

Om en aktie stigit med 10% i pris under 3 månader samtidigt som index stigit med 15% blir således den relativa kursändringen -5% o s v. Den relativa kursändringen för alla enskilda företags aktier har sedan summerats för samtliga företag som ingår i en viss portfölj. Summan har slutligen dividerats med antalet företag för att få fram genomsnittet för respektive period.

Resultaten framgår av tabellerna 32 och 33 och återges i sammandrag nedan i tabell 28.

Tabell 28. *Genomsnittlig relativ kursändring för 26 köp- och 26 säljportföljer, %.*

Kursändringen mätt under	3 resp 1 månad före transaktionen		1, 3, 6 resp 12 mån efter transaktionen			
	Köpportföljer	+1,2	+0,8	+0,2	+1,3	+4,9
Standard- avvikelse	6,6	3,3	2,5	5,7	18,9	14,8
Säljportföljer	+6,6	+3,3	2,5	5,7	18,9	14,8
Standard- avvikelse	+1,5	+0,3	-0,7	-1,2	-2,8	-2,4
	5,8	2,7	2,3	5,2	8,2	10,2

Sammandragstabellen visar att köpportföljerna utvecklats något bättre än genomsnittet för börserna medan säljportföljerna utvecklats något sämre. Så långt bekräftar således resultaten föreställningen att insiders har en bättre kunskap än andra när det är dags att köpa eller sälja. Det bör dock understrykas att det finns stora avvikelser mellan portföljerna och också inom varje portfölj. Det här tar sig uttryck i att standardavvikelsen är hög. Inte något av resultaten överstiger en standardavvikelse.

Görs i stället jämförelsen mellan Affärsvärldens generalindex (se tabellerna 34 och 35) är skillnaden inte särskilt stor. För flertalet portföljer är avkastningen något lägre än den som redovisas i tabellen ovan, med ett undantag. Det gäller resultatet på säljportföljens snitt över 12 månader. Där är avkastningen jämfört med generalindex -10,2%.

Ett annat sätt att analysera tabellerna 32 och 33 är genom att se vilken av köp- och säljportföljerna som för en given period har den bästa kursändringen. Resultatet är slående. Som framgår av tabellen nedan finns det en mycket kraftig övervikt för köpportföljerna.

Tabell 29. Jämförelse mellan kursändringen för 26 köp- och 26 säljportföljer över olika tidsperioder

Antal gånger som	Jämförelsen avser kursändringen för				Summa
	1 mån	3 mån	6 mån	12 mån	
båda portföljerna har samma avkastning	7	3	1	0	11
köpportföljen har högre avkastning	12	19	19	14	64
säljportföljen har högre avkastning	7	3	2	2	14

Om man undantar de 11 tillfällen där båda portföljerna visar samma kursändring återstår 78 mättidpunkter varvid köpportföljerna kommer ut med den bästa kursändringen vid 64 tillfällen.

Köpportföljernas dominans ökar ju längre tidsperiod som jämförelsen avser. Slutsatsen är alltså ganska klar. Aktier som insiders köper har en bättre kursutveckling än aktier som insiders säljer. Värdet av denna information är dock begränsad. Som vi redan nämnt finns det många orsaker till att insiders handlar. Det är därför inte särskilt förvånande att den genomsnittliga avkastningen för samtliga aktier som insiders köper och säljer ligger nära genomsnittet för hela aktiemarknaden. Vad tabellen ovan visar är dock att det tycks finnas systematiska skillnader mellan köpta och sålda aktier. För att kunna utnyttja detta för lönsamma aktieaffärer krävs dock att man på något sätt kan isolera vilka affärer det är som har ett informationsvärde. Vi återkommer nedan till denna fråga. Dessförinnan skall vi bara kort beröra de två första kolumnerna i tabellerna 32 och 33.

Det är svårt, också för insiders, att förutse den framtida kursutvecklingen. Mot den bakgrunden vore det naturligt om ett antal insidertransaktioner föranleddes av den historiska kursutvecklingen. Om kurserna för en aktie utvecklats bra en tid ligger det nära till hands att anta att den positiva utvecklingen kommer att fortsätta. Man skulle då vänta sig att efter en period av stigande kurser insiders skulle köpa. Omvänt skulle försäljningar ske efter en period med sjunkande kurser.

Siffrorna i tabellerna 32 och 33 bekräftar inte denna hypotes. För både köp- och säljportföljerna har avkastningen under månaderna närmast före transaktionen varit svagt positiv (mätt i förhållande till generalindex). Det rör sig dock om så små skillnader att de lika gärna kan förklaras av slumpen.

Åter till den frågan som ställdes ovan: Finns det något sätt att bland alla de insideraffärer som görs varje månad särskilja de aktier som kommer att få en avkastning som kraftigt avviker från genomsnittet? Problemet är alltså att många affärer rimligen inte kan förklaras med att vederbörande insiders tror att kursen på deras aktier skall gå upp eller ner. Sålunda förekommer att insiders köper eller säljer enligt ett långsiktigt, förväg fastställt schema. Andra kan både köpa och sälja samma månad. I många företag inträffar att en insiders köper medan andra insiders (i samma företag) säljer osv.

Nedan prövas två hypoteser. Den första baseras på att större aktieaffärer rimligen borde planeras med mer eftertanke än mindre affärer. Om så är fallet borde en sammanställning av avkastningen för de beloppsmässigt största köpen visa högre värden jämfört med den statistik som omfattade samtliga köp.

Det motsatta borde gälla för försäljningar. En sådan här hypotes är relativt enkel att testa. På samma sätt som den tidigare redovisade undersökningen av samtliga insidereköp och -försäljningar har en beräkning av den genomsnittliga avkastningen gjorts för de köp och försäljningar där värdet överstiger 5 miljoner kronor.

Resultaten redovisas i tabellerna 36 och 37 samt, i sammandrag, i tabell 30.

Tabell 30. *Genomsnittlig relativ avkastning för köp- och säljportföljer med poster överstigande 5 Mkr:*

	Avkastningen mätt under			
	1 månad	3 månader	6 månader	12 månader
Stora köpportföljer	+1.0	-2.7	+4.6	+7.5
Samtliga köpportföljer	+0.2	+1.3	+4.9	+6.7
Stora säljportföljer	-1.2	-0.8	+1.6	-5.4
Samtliga säljportföljer	-0.7	-1.2	-2.8	-2.42

Som framgår av jämförelsen mellan de portföljer som enbart innehåller poster överstigande 5 miljoner och de portföljer som inkluderar samtliga poster är skillnaderna små. Det tycks därför inte finnas någon grund för antagandet att de beloppsmässigt mycket stora affärerna har en avkastning som nämnvärt avviker från genomsnittet. En förklaring till att skillnaderna inte är större är att de portföljer som sägs omfatta samtliga transaktioner i själva verket är rensade från alla småaffärer.

Som tidigare nämnts omfattar den statistik från Bankinspektionen som de här undersökningarna bygger på, bara affärer vars värde överstiger 100 tusen kronor. Lundqvist-Månsson som också undersökt affärer under 100 000:— kan dock inte heller konstatera några skillnader.

Undersökningen av insiders köp och försäljningar omfattar drygt två år. Under den här perioden är det vanligt att både köp och försäljningar i samma företag, ofta av samma person, inträffar. I några företag slås man emellertid av att det sker ett stort antal köp utan någon eller endast ett fåtal försäljningar. Samma sak gäller på säljsidan. Som exempel kan nämnas ABV, där det skett ett drygt 20-tal köp under perioden. Forsheda och Gambro är exempel på företag med ett ovanligt stort antal redovisade säljtransaktioner.

En närliggande hypotes är att sannolikheten för en kursuppgång (ett kursfall) är större för företag som uppvisar ett stort antal köp (försäljningar) samt få försäljningar (köp). För att testa denna hypotes har en summering gjorts av hur många gånger ett visst företag förekommit i Bankinspektionens listor över köp och försäljningar, november 1984 — december 1986. De företag har sedan valts ut i vilka det finns en klar dominans för antingen köp eller försäljningar. Företagen har delats in i grupper. Den första består av samtliga företag som redovisar minst 10 köp efter avdrag för eventuella försäljningar. Den andra består av de företag som uppvisar minst 15 köp. Den tredje till femte gruppen består av företag för vilka antalet försäljningar utgör minst 10, 15 resp 20.

För varje grupp har en beräkning gjorts av den relativa avkastningen räknat från den tidpunkt då gränsen enligt ovan (10, 15 eller 20 transaktioner) uppnåtts fram till augusti 1987. Eftersom tidsperioderna är av olika längd har en omräkning gjorts till helårssiffror. Följande exempel klargör den använda metodiken.

Antag att vi i början av 1985 observerar 6 köp. Därefter sker 1 för-

säljning och sedan ytterligare 5 köp. Antag det sista köpet äger rum i november 1985. I detta företag har kursen mellan november 1985 och augusti 1987 stigit med 175%. Under samma period har generalindex stigit med ca 100%. Den relativa avkastningen är således 75%. Eftersom perioden november 1985 och augusti 1987 omfattar 21 månader multipliceras värdet 75% med 12/21. Det justerade årsvärdet blir därigenom 43%.

Antalet transaktioner som utgör gränserna för den här undersökningen är godtyckligt valt. Samma sak gäller starttidpunkten, november 1984. Med reservation för detta är resultaten intressanta. (Se tabell 31) Sammanlagt ingår 23 företag. Enbart 7 av dessa redovisar köp. Övriga 16 består således av företag i vilka försäljningar dominerar. Innebörden är att populationen är ganska liten, vilket naturligtvis också påverkar tillförlitligheten.

Tabell 31. *Relativ avkastning för aktier som köpts eller sålts vid minst 10 tillfällen*

	Relativ avkastning i % omräknad till årsbasis
Aktier som köpts vid minst 10 tillfällen	+32%.
Aktier som köpts vid minst 15 tillfällen	+8%.
Aktier som sålts vid minst 10 tillfällen	+12%.
Aktier som sålts vid minst 15 tillfällen	+4%.
Aktier som sålts vid minst 20 tillfällen	-27%.

Som framgår av tabellen ovan har de företag vars aktier köpts vid minst 10 tillfällen haft en kursutveckling som är klart bättre än genomsnittligt. Vidare noteras att företag vars aktier sålts vid minst 20 tillfällen haft en väsentligt sämre avkastning än genomsnittligt. Återigen finns det anledning understryka att det finns en rad orsaker som kan leda till att dessa resultat inte är representativa. Trots det talar mycket för, att om det finns ett starkt samband mellan en viss typ

av insidertransaktioner och kursutvecklingen, detta skall gälla just i detta fall, d v s då flera olika insiders handlar på samma sätt. Resultatet av denna undersökning kan emellertid på sin höjd tolkas som att detta är ett område som är värt att studera ytterligare.

Tabell 32. *Relativ avkastning på köportföljer (placerarindex)*

Avkastning på aktier som köpts en viss månad i förhållande till placerarindex 3 resp 1 månad före transaktionsmånaden samt 1, 3, 6 resp 12 månader efter transaktionsmånaden

	-3	-1	1	3	6	12
november 1984	—	-2	+5	+1	0	-4
december	—	-3	-3	-5	-5	-16
januari 1985	+1	+1	-2	+1	+2	-11
februari	-4	+2	0	+4	-1	+2
mars	-5	+1	0	-1	-1	+1
april	-2	+3	-2	-2	-3	+4
maj	+2	+1	0	+2	-2	+20
juni	0	+1	-1	-1	-7	+6
juli	-1	-1	+3	-1	-4	+9
augusti	+3	+5	-1	-1	+3	+27
september	-5	-2	-1	-12	-7	+5
oktober	-4	-4	-1	-9	-20	-11
november	-9	-5	+2	+7	+18	
december	-4	-4	-2	+8	+13	+38
januari 1986	-14	-2	+7	+9	+15	+16
februari	0	+4	0	+2	+3	+12
mars	+5	+3	+1	+10	+21	—
april	+8	0	+1	+8	+16	—
maj	+8	+4	-3	+8	+12	—
juni	+3	-1	+4	+12	+13	—
juli	+9	+8	+3	+3	+7	—
augusti	+9	+5	+2	+2	+6	—
september	+14	0	-1	-3	—	—
oktober	+11	+6	0	+5	—	—
november	+2	+1	+1	-2	—	—
december	+2	+2	0	-2	—	—
Genomsnitt för samtal månader	+1.2	+0.8	0.2	+1.3	4.9	6.7
Standard- avvikelse	6.6	3.3	2.5	5.7	18.9	14.8

Tabell 33. *Relativ avkastning på säljportföljer (placerarindex)*

Avkastning på aktier som sålts en viss månad i förhållande till placerarindex 3 resp 1 månad före transaktionsmånaden samt 1, 3, 6 resp 12 månader efter transaktionsmånaden

	-3	-1	1	3	6	12
november 1984	—	+4	-2	-8	-8	-16
december	—	-2	-1	-5	-5	-13
januari 1985	0	-2	0	-1	-3	-16
februari	+4	0	-2	-3	-2	-9
mars	-1	0	0	-2	-5	-8
april	-3	0	-1	-3	-4	-6
maj	+2	0	+1	+3	-6	-5
juni	+1	0	-1	0	-10	0
juli	+3	0	+3	-2	-14	+8
augusti	+7	+4	-2	-7	-6	+6
september	+3	-2	-3	-12	+2	-1
oktober	-1	-4	-1	-10	-2	-2
november	-7	-4	-6	-2	+3	+8
december	-10	-5	-3	+6	+8	+22
januari 1986	-10	-2	+4	+	-20	+4
februari	-2	+4	+2	+2	-14	-10
mars	+5	+2	-3	+2	+12	—
april	+13	0	+3	+3	+10	—
maj	04	+4	-1	+5	+3	—
juni	-3	-1	0	+11	+9	—
juli	+6	+5	+2	-1	-7	—
augusti	+9	+4	-2	-4	-2	—
september	+10	+1	-2	+3	—	—
oktober	+6	0	0	+1	—	—
november	+1	+1	+1	-4	—	—
december	-1	0	-3	—	—	—
Genomsnitt för samtl månader	+1.5	+0.3	-0.7	-1.2	-2.8	-2.4
Standard- avvikelse	5.8	2.7	2.3	5.2	8.2	10.2

Tabell 34. *Relativ avkastning på köppportföljer (generalindex)*

Avkastning på aktier som köpts en viss månad i förhållande till generalindex 3 resp 1 månad före transaktionsmånaden samt 1, 3, 6 resp 12 månader efter transaktionsmånaden

	-3	-1	1	3	6	12
november 1984	—	-2	+4	+2	+2	-7
december	—	-4	-5	-3	-2	-14
januari 1985	-1	-1	0	+5	+5	-3
februari	-4	+2	0	+4	-1	+2
mars	-3	-1	0	0	-2	-11
april	+2	+3	-1	-2	-4	-8
maj	+5	+2	0	-1	-7	0
juni	+1	+1	-2	-3	-9	-10
juli	-1	-2	+1	-2	0	-7
augusti	+1	+3	0	-3	-1	+13
september	-7	-1	-1	-11	-18	-9
oktober	-5	-4	-3	-4	-30	+1
november	-11	-7	+1	0	-5	+15
december	-3	-1	+1	-1	+3	+29
januari 1986	-9	+1	0	-4	1	+16
februari	-2	-3	-4	-6	+10	+12
mars	-4	-1	+2	+10	+22	—
april	-4	+1	-3	+7	+16	—
maj	0	0	0	+10	+19	—
juni	+3	+2	+3	+11	+15	—
juli	+8	+7	+3	+5	+9	—
augusti	+11	+5	+3	+7	+8	—
september	+13	+1	0	0	—	—
oktober	+13	+7	+3	+5	—	—
november	+7	+4	0	-2	—	—
december	+5	+1	0	-2	—	—
Genomsnitt för samtliga månader	+0,6	+0,5	+0,1	+1,0	+1,4	+1,2
Standard- avvikelse	6,5	3,3	2,2	5,5	11,9	12,3

Tabell 35. *Relativ avkastning på säljportföljer (generalindex)*

Avkastning på aktier som sålts en viss månad i förhållande till generalindex 3 resp 1 månad före transaktionsmånaden samt 1, 3, 6 resp 12 månader efter transaktionsmånaden

	-3	-1	1	3	6	12
november 1984	—	+4	-3	-9	-6	-19
december	—	-3	-3	-3	-2	-11
januari 1985	-2	-4	+2	+2	0	-8
februari	+3	+1	0	0	-2	-13
mars	+1	+1	0	-1	-6	-20
april	+1	+1	0	-3	-5	-18
maj	+5	+1	+1	0	-11	-25
juni	+2	0	-2	-2	-12	-16
juli	+3	-1	+1	-3	-10	-8
augusti	+4	+2	-1	-9	-10	-8
september	+1	-1	-3	-11	-9	-15
oktober	-2	-4	-3	-5	-12	-14
november	-9	-6	-3	-4	-9	+5
december	-9	-2	0	-3	-3	+13
januari 1986	-5	1	-3	-9	+5	+4
februari	-4	-3	-2	-6	+7	-10
mars	-4	-2	-2	-2	+11	—
april	0	+1	-1	+2	+10	—
maj	-4	0	+2	+7	+10	—
juni	-3	+2	-1	+10	+11	—
juli	+5	+4	+2	+1	-7	—
augusti	+11	+4	-1	+1	-2	—
september	+9	+2	-1	+6	—	—
oktober	+8	+1	+3	+1	—	—
november	+6	+4	0	-4	—	—
december	+2	-1	-3	—	—	—
Genomsnitt för samtliga månader	+0,8	+0,1	-0,7	-1,8	-2,4	-10,2
Standard- avvikelse	5,3	2,7	1,9	5,1	8,0	10,1

Tabell 36. *Relativ avkastning på köpportföljer omfattande minst 5 Mkr per post*

Avkastningen mätt under antal månader efter transaktionsmånaden

	1 mån	3 mån	6 mån	12 mån
november 1984	—	—	—	—
december	-7	-10	-12	-25
januari 1985	-1	0	+4	-27
februari	-5	-6	-15	-21
mars	+5	+2	+8	-14
april	-3	-22	-25	-3
maj	-3	-19	-27	-7
juni	-5	-2	-3	-4
juli	+5	+2	-19	+11
augusti	+1	+9	+14	+39
september	+9	-12	-30	-12
oktober	—	—	—	—
november	-5	-4	0	-2
december	-1	+4	+10	+50
januari 1986	+21	-7	+20	+65
februari	+2	+8	+48	+65
mars	-2	-17	-7	—
april	-2	+9	+21	—
maj	-3	-14	+39	—
juni	+5	+25	+28	—
juli	0	-0	+12	—
augusti	+5	+2	+25	—
september	+2	+1	—	—
oktober	—	-1	—	—
november	+3	+1	—	—
december	+1	—	—	—
Genomsnitt för samtl månader	+1.0	-2.7	+4.5	+7.5
Standard- avvikelse	6.0	10.7	22.0	31.4

Tabell 37. *Relativ avkastning på säljportföljer omfattande minst 5 Mkr per post*

Avkastningen mätt under antal månader efter transaktionsmånaden

	1 mån	3 mån	6 mån	12 mån
november 1984	-9	-16	+4	-4
december	-7	-20	-24	-36
januari 1985	-5	-6	-6	-23
februari	-6	-6	-8	-19
mars	+4	+7	-5	-17
april	-6	-6	-8	+7
maj	-1	-1	-21	-44
juni	0	+3	+5	-26
juli	+3	-5	-14	+9
augusti	-7	-6	-9	-26
september	-4	-11	-8	+11
oktober	-4	-11	+11	-18
november	-4	-14	-22	-5
december	-1	+15	-27	+78
januari 1986	-1	+9	+41	+1
februari	-7	+3	+27	+26
mars	+6	+3	+28	—
april	+3	+4	+14	—
maj	-2	+5	+11	—
juni	+7	+7	-4	—
juli	+15	+16	+14	—
augusti	+1	+1	-6	—
september	-1	+5	—	—
oktober	-3	+6	—	—
november	-2	-3	—	—
december	0	—	—	—
Genomsnitt för samtl månader	-1.2	-0.8	+1.6	-5.4
Standard- avvikelse	5.3	9.2	17.8	29.1

4. *Bör missbruk av inside information ses som ett brott?*

Inledning

Den statistiska analysen i de båda föregående kapitlen ger en ganska odramatisk bild av insiderhandeln. Det gäller i synnerhet Sverige. Insiderinnehaven tycks vara långsiktiga. De affärer som görs skiljer sig heller inte nämnvärt från marknadens genomsnitt vad gäller utfallet.

Den här bilden kan dock bytas mot en annan. Om man väljer att se på några av de exempel på missbruk av inside information som avslöjats i framför allt USA och Storbritannien under senare år är det lätt att uppfatta missbruket av inside information som ett allvarligt hot mot en fungerande aktiemarknad.

Det här kapitlet är disponerat så att vi först refererar några av de mest spektakulära insiderskandalerna för att bättre förstå intensiteten i argumenten för och emot en reglering av insiderhandeln. Därefter görs en systematisk genomgång av de vanligaste argumenten för resp mot en sådan reglering.

Insiderskandaler i USA

Den största insiderskandalen hittills avslöjades 1986 i och med att Ivan Boesky förklarade sig skyldig till de anklagelser som riktats mot honom. Hans erkännande fick en chockartad effekt på den amerikanska aktiemarknaden. Aktiekurserna i flera bolag sjönk kraftigt, uppköpsaffärer avbröts och sist, men inte minst, debatten om en tillsyn av aktiemarknaden och behovet av en striktare lagstiftning inten-

sifierades. Det fanns flera orsaker till den stora uppmärksamheten. Beloppens storlek — Boesky har gått med på att betala tillbaka över 100 miljoner dollar — dramatiska gripanden delvis i syfte att skapa publicitet och huvudpersonernas, framför allt Boeskys, ryktbarhet har bidragit till de stora rubrikerna. Affären Boesky är intressant också därför att den ger en delvis ny bild av den senaste tidens insider. Boesky var nämligen en sk arbitragör — en person som köpte aktier i företag som han bedömde skulle bli föremål för uppköpserbjudanden. Det är naturligt att en sådan person försöker få del av inside information. En av hans källor var Dennis Levine.

Dennis Levine fick i slutet på 1970-talet anställning hos en känd investment banker. 1980 öppnade han ett konto i en schweizisk bank, Bank Leu, på Bermudas.

Genom att utnyttja informationen hos den egna arbetsgivaren och genom att odla sina kontakter på Wall Street kunde Levine göra insideraffärer, som inbringade honom drygt 10 miljoner dollar. Levine var tidigt imponerad av Ivan Boesky. För att bli bekant med honom förmedlade Levine en del av sina tips. I utbyte lovades han få någon procent av den vinst, som Boesky gjorde på sina affärer.

I maj 1986 erhöll internrevisorn på Merrill Lynch ett anonymt brev, i vilket några anställda på företagets Caracas-kontor anklagades för att utnyttja inside information för egna affärer. Det visade sig att informationen hade kommit från en mäklare som bland sina kunder inkluderade Bank Leu. Internrevisorn informerade den amerikanska bankinspektionen, Securities and Exchange Commission (SEC), som i sin tur kontaktade Bank Leu och förhörde sig om vem som låg bakom bankens alla aktieaffärer.

Levine hade förmodligen inte räknat med att SEC skulle kunna bryta banksekretessen i en schweizisk bank. 1981 hade dock SEC för första gången lyckats förmå en schweizisk bank, BSI, att lämna ut uppgifter om en av sina kunder. Det gällde Guiseppi Tome, en italiensk finanskonsult, som bl a arbetade åt Seagrams styrelseordförande. Tome fick uppgifter om att ett köp av ett annat företag var nära förestående och började köpa aktier i detta bolag. När SEC började efterforska vilken som låg bakom köpen vägrade BSI först att medverka. SEC svarade då med att stämma BSI och att frysa bankens amerikanska tillgångar. Inför detta hot vek sig BSI och avslöjade Tomes identitet. När alltså SEC började fråga ut Bank Leu dröjde det inte länge innan Levines roll klarlagts. Levine berättade till en början inget om sina kontakter med

Boesky. SEC var dock säkra på att det fanns en koppling mellan dem. Så småningom accepterade också Levine att SEC spelade in ett telefonsamtal mellan honom och Boesky.

Också Boesky gick till slut med på att samarbeta med SEC. Det ledde till ännu flera avslöjanden. Mest uppseende väckte anhållandet av Martin Siegal, en av Drexel Burnhams chefer och en av dem som utvecklat tekniken bakom finansieringen med "junk bonds". Även Siegal beslöt sig för att informera SEC om sina kontakter med andra missbrukare av inside information för att sänka sitt eget straff. Det ledde till en mycket dramatisk häktning i början av 1987. Polisen stormade in på några av fondmäklarnas kontor under arbetstid och förde iväg 3 toptjänstemän i handbojor. (1 augusti 1988 beslöts dock att inte väcka åtal mot två av dessa!) Syftet var naturligtvis att ge finansvärlden en signal att SEC inte tolerade insider spekulat

Det är inte bara privatpersoner som drabbats av SECs bannbulla. I december 1988 gick Drexel Burnham, en av USAs största investment bankers, med på att erkänna sig skyldig till brott mot värdepappersmarknadslagarna. Ändå sedan Boeskys erkännande hade Drexel envist hållit fast vid sin oskuld. Under 2 år gav man ut 75 miljoner dollar i advokatarvoden för att bemöta SECs anklagelser. Att man till slut vek sig berodde dels på att flera besvärande omständigheter för Drexel uppdagats, dels på att konsekvenserna av en brottmålsprocess hade kunnat bli förödande. I USA finns en mycket sträng lag mot ekonomiska brott som tillkommit för att bekämpa den organiserade brottsligheten, den s k RICO eller Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Law. Den som åtalas enligt RICO riskerar att få sina tillgångar tagna i beslag som säkerhet för eventuella böter. Eftersom böterna kan uppgå till tre gånger de belopp som brottmålsprocessen handlar om, stod Drexel inför hotet att alla deras tillgångar skulle frysas. Det är oklart i vad mån åklagaren utnyttjat hotet för att förmå Drexel att göra upp i godo. Eftersom det aldrig avslöjats vad Boesky sagt om sina kontakter med Drexel, inte ens för Drexels advokater, är det omöjligt att bedöma Drexels ställning i ansvarsfrågan.

I vart fall blev uppgörelsen dyr för Drexel. Man gick med på att betala den rekordstora summan av 650 miljoner dollar. Av beloppet avser 350 miljoner att täcka eventuella skadeståndsanspråk från enskilda aktieägare. Räcker inte beloppet att betala alla anspråk kan summan höjas. Skulle det visa sig att beloppet är för stort tillfaller överskottet statskassan.

RICO-lagen är en viktig faktor som man måste ha i minnet när man bedömer SECs framgångar under de senaste åren. Konsekvenserna av att ställas inför domstol i en brottmålsprocess och förlora är så allvarliga att inte många vågar chansa. Ur riskminimerings-synpunkt är det bättre att få till stånd en uppgörelse med SEC. Att SEC kan missbruka sina stora befogenheter är uppenbart. Den allmänna attityden gentemot SEC tycks dock vara positiv, vilket kan tolkas som att de personer som gått med på uppgörelser med SEC i de flestas ögon uppfattats som skyldiga.

Storbritannien

Även Storbritannien har drabbats av några uppmärksammade insideraffärer. 1987 har två personer erkänt att de brutit mot insiderlagen. Det ena fallet gällde en tjänsteman på British and Commonwealth Shipping. Tre timmar innan BCS offentliggjorde ett bud på ett annat företag köpte tjänstemannen 2500 aktier i det företaget med en förväntad vinst på £875. Mäklarfirmen blev dock misstänksam, eftersom den visste att tjänstemannen arbetade på BCS och anmälde därför köpet till börsledningen.

Fallet är intressant därför att det visar betydelsen av att mäklarfirmorna medverkar i rapporteringen av misstänkta insideraffärer. Nu är en sådan medverkan ovanlig. Lojaliteten mot kunden tar förmodligen över. Tjänstemannen i BCS var möjligen inte en reguljär kund och lojalitetskonflikten uteblev därför. Sedan kan man också tillägga att tjänstemannen sannolikt hade avslöjats under alla förhållanden, eftersom han agerat så klumpigt. Han gjorde ett impulsköp, som inte hann kamoufleras.

Det andra fallet av insiderspekulation i Storbritannien har väckt betydligt större rubriker. Den skyldige här är en fondchef, Geoffrey Collier, vid en av Englands mest kända mäklarfirmor, Morgan Grenfell. Collier hade köpt 50000 aktier i ett företag, som skulle köpas upp på börsen. Morgan Grenfell fungerade som rådgivare. Köpet av aktier gick genom ett bolag, som Collier ägde på Cayman Islands. Avslöjandet skedde efter att den fondkommissionär som sålde aktierna fattat misstankar och tipsat myndigheterna om den otilåtna affären. Det som kan förvåna är varför han gjorde affären. Vinsten uppgick till 15000 pund, vilket framstår som småpengar jämfört med hans normala lön på ca 300000 pund om året.

London-börsen har drabbats av fler skandaler under 1986-87. En journalist har inför en domstol berättat att en statlig tjänsteman läckt förtrolig information, som gett vinster på över 10 miljoner. Sanningshalten i detta är oklart, eftersom journalisten vägrat att avslöja sina källor.

Den största skandalen av alla gäller bara indirekt insider handel. Under hösten 1986 konkurrerade ett av Englands största företag — Guinness — med Argyll Foods om att få köpa ett annat företag, Distillers. Guinness vann men det visade sig att man använt delvis ojusta knep. Bl a hade kursen i Guinness riggats genom köp, där köparna av Guinness-aktier garanterats en viss vinst. Bland köparna ingick Ivan Boesky och det antas att det var han som efter sitt gripande berättade om sina Guinnessstransaktioner. Som följd av Guinness- och Collier-affärerna har insiderreglerna i Storbritannien skärpts ytterligare. I fortsättningen skall Department of Trade ha rätt att begära in uppgifter om identiteten på personer som handlar genom utländska bankkontor. Vägrar banken skall Department of Trade kunna ingripa mot bankens verksamhet i Storbritannien. Som kommer att framgå av följande avsnitt har de brittiska myndigheterna därmed skaffat sig samma vapen som den amerikanska tillsynsmyndigheten för aktiehandel: ett vapen som vid flera tillfällen visat sig effektivt.

Den brittiska insiderdebatten under 1988 har behandlat ett annat problem som belyser svårigheterna att skriva en entydig lagtext. Vad det handlar om är innebörden av begreppet "obtain". Enligt den brittiska insiderlagen är varje person som erhållit (obtained) information från en insider förbjuden att handla på börsen. En person vid namn Fisher hade 1985 köpt aktier i ett företag som hette Thomson. Fisher var intresserad av att köpa hela företaget och hade därför kontaktat Thomsons bank. Medan Fisher väntade på svar accepterade Thomson ett annat uppköpserbjudande. Banken ansåg att man hade en skyldighet att informera Fisher om detta. Fisher gick då ut och köpte aktier på marknaden innan affären blev offentlig.

Domstolen friade Fisher med motiveringen att han inte aktivt eftersträvat att få del av informationen. Enligt ordböcker betyder "obtain" "to get hold of by effort" eller något liknande. Eftersom Fisher bara fått fakta relaterade för sig ansågs han inte skyldig till något brott när han sedan utnyttjade informationen för sitt aktieköp.

I december 1988 uttalade dock en högre instans (court of Appeal) att denna tolkning inte var avsedd. Syftet med insiderlagen var att

straffa de som missbrukade inside information oberoende av hur de fått del av den. Om den lägre instansens tolkning fick kvarstå skulle det leda till svåra gränsdragningsproblem. Det enda rimliga enligt Court of Appeal var därför att ge begreppet "obtain" en vidare innebörd.

Debatten om reglering av insiderhandeln

När man tar del av debatten för och emot en reglering av insiderhandeln är det vanligen hos motståndarna man finner de spännande argumenten. Det gäller framför allt nestorn bland dem professor Henry Manne. I över 20 år har han försökt lyfta fram de positiva aspekterna av att insiders handlar i aktier.

I Sverige har en juridikprofessor — Madeleine Löfmarck — trätt fram som den mest aktiva förespråkaren för en hårdare reglering. Hon grundar sin uppfattning på att hon anser att aktieägarna i gemen skadas ekonomiskt av att insiders missbrukar sin ställning. Jan-Erik Larsson, ansvarig utgivare för Marknadsekonomisk Tidskrift har ställt sig på Mannes sida. Enligt Larsson kan en insiderreglering inte bli rättvis eftersom man aldrig kommer åt de insiders som avstår från att handla på basis av inside information. Han varnar också för att en hårdare insiderreglering kan skapa ett storebrorssamhälle där angiveriet sätts i system.

Argument för en reglering

Nedan anges några av de argument som kan anföras för en reglering:

1. Reglering krävs för att behålla förtroendet för marknaden
2. Missbruk av inside information är ett brott gentemot från arbetsgivaren
3. Missbruk av inside information är moraliskt förkastligt
4. Andra aktieägare skadas
5. Risker finns att informationsgivningen försämrats

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

Att säga att en fungerande aktiemarknad förutsätter ett förtroende är

en truism. En marknad som fungerar finns det förtroende för; fungerar den inte saknas det också förtroende. Den intressanta frågan blir dämed vad är det som gör att en marknad fungerar bra? Medför missbruk av inside information att marknaden fungerar sämre? Som vi strax kommer att se finns det de som svarar nej på den senare frågan. Enligt deras uppfattning fyller insidern en viktig funktion genom att handla och därigenom anpassa kursnivån mot aktiernas verkliga värde. Enligt deras uppfattning är det kriterium som börsens effektivitet skall mätas med, prissättningen. Om insiders bidrar till en mer riktig prissättning, vilket ofta hävdas, så är en börs med många insiders en bättre fungerande börs.

Det torde också vara svårt att visa att insiderspekulation medför att förtroendet för börsen skadas. I varje fall så länge missbruket håller sig på en rimlig nivå (hur nu denna skall definieras) är det osannolikt att insiders skulle avskräcka andra investerare. Tokyobörsen anses sålunda av många vara en börs där missbruk av inside information är relativt utbrett. Det har uppenbarligen inte avhållit vare sig inhemska eller utländska investerare från att handla. Förklaringen ligger delvis i att motparten i en insidertransaktion normalt är okänd. Även om en insider berikar sig själv finns det ingen som känner sig drabbad. Så länge kursnivån är stigande kommer alla aktieägare att tjäna pengar. Att några tjänar mer än andra uppfattas därvid inte som ett stort problem.

Under förutsättning att missbruket av inside information inte leder till att kurssättningen manipuleras i stor skala framstår insiderproblemet som relativt harmlöst. Att det lätt kan urarta visar dock exempel både från Tokyo och New York. I Tokyo avslöjades sålunda under 1988 en omfattande skandal där ledande politiker fått teckna aktier i ett fastighetsbolag. De här aktierna hade sedan kunnat säljas med god förtjänst efter att bolaget börsnoterats. Att kritiken i detta fall blev våldsam torde bero på att de vinster som politikerna gjort uppfattades som mutor. I New York visar avslöjandet av Boesky att missbruk av inside information inte uppträder isolerat. Boesky erkände fler brott, bl a hjälpte han till att "parkera" aktieposter för andras räkning. Detta ledde till att Guinnessaffären i England senare rullades upp.

Det finns också en annan sida av det här argumentet om "förtroendet för marknaden". Det gäller politikernas inställning. Ofta när något missbruk uppenbaras frågar media vad politikerna skall göra. Är det då så att politikerna saknar förtroende för marknadens förmå-

ga att själv lösa sina problem riskerar man ingrepp som kan skada marknadens funktion. Den negativa publiciteten i samband med insidermissbruk betyder sålunda förmodligen mer för börsens anseende än missbruket i sig.

Förtroendet för aktiemarknaden har ibland tolkats som att alla som handlar där skall ha tillgång till samma information. I USA har detta formulerats som "abstain or disclose". Har någon tillgång till information om ett företag som ingen annan har skall han alltså antingen avstå från att handla eller berätta vad han känner till. Under en period utgjorde abstain or disclose-teorin grunden för en del insideråtal i USA. Efter att Högsta Domstolen konstaterat att man inte generellt kan kräva av en insider att han skall informera om vad han vet valde SEC andra argument. Det framstår som klokt. En förutsättning för en väl fungerande marknad är att vissa "experter" — finansanalytiker och andra — arbetar intensivt med att följa olika företag.

De skaffar sig därmed ett informationsövertag i förhållande till andra investerare. Självklart skall detta inte hindra dem från att handla. Skillnader i kunskap beroende på skillnader i kompetens eller den tid man ägnat åt analys måste kunna få ta sig uttryck i en något högre avkastning. Om inte skulle ett viktigt incitament för aktieanalytiker falla bort.

2. Missbruk av inside information är stöld från arbetsgivaren

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 den för egen vinning. En parallell kan här dras till det förslag till "Lag om skydd för företagshemligheter" som våren 1989 behandlades av riksdagen. Förslaget har vilande-förklarats p g a att vissa avsnitt kan vara i konflikt med tryckförhetsförordningen. Regeringens förslag samt förslaget efter lagrådets bearbetning återges nedan:

Regeringens förslag

Förslagen lydelse

Inledande bestämmelser

1 §

Med företagshemlighet avses i

Med företagshemlighet avses i

denna lag sådan information om affärs- eller driftsföihållanden i en näringsidkares rörelse som näringsidkaren håller hemlig och vars röjande är ägnat att medföra skada för honom.

Med information förstås både sådana uppgifter som har dokumenterats i någon form, inbegripet ritningar, modeller och andra liknande tekniska förebilder, och enskilda personers kändedom om et visst förhållande, även om det inte har dokumenterats på något särskilt sätt.

denna lag sådan information om affärs- eller driftsföihållanden i en näringsidkares rörelse som näringsidkaren håller hemlig och vars röjande är ägnat att medföra skada för honom i konkurrenshänseende.

2 §

Lagen gäller endast obehöriga angrepp på företagshemligheter.

Som ett obehörigt angrepp anses inte att någon anskaffar, utnyttjar eller röjer en företagshemlighet hos en näringsidkare för att inför en myndighet, annat behörigt organ eller allmänheten avslöja något som skäligen kan misstänkas utgöra brott eller som kan anses utgöra annat allvarligt missförhållande i näringsidkarens rörelse.

Som ett obehörigt angrepp anses inte heller att någon utnyttjar eller röjer en företagshemlighet som har angripits enligt denna lag men som han eller någon före honom har fått del av i god tro.

Straff

2 §

Den som med uppsåt olovligen bereder sig tillgång till en företagshemlighet dömas till företagsspioneri till böter eller fängelse i högst två år eller, om brottet är grovt, till fängelse i högst sex år. Vid bedömande huruvida brottet är grovt skall särskilt beaktas om gärningen har varit av särskilt farlig art.

3 §

Den som med uppsåtligen på ett olovligt sätt bereder sig tillgång till en företagshemlighet skall dömas till företagsspioneri till böter eller fängelse i högst två år eller, om brottet är grovt, till fängelse i högst sex år. Vid bedömande huruvida brottet är grovt skall särskilt beaktas om gärningen har varit av särskilt farlig art.

avsett betydande värde eller inneburi synnerligen kännbar skada.

avsett betydande värde eller inneburi synnerligen kännbar skada.

Till ansvar enligt första stycket skall dock inte dömas, om gärningen är belagd med strängare straff i brottsbalken.

För försök eller förberedelse till företagsspioneri skall dömas till ansvar enligt 23 kap. brottsbalken.

3 §

4 §

Den som anskaffar en företagshemlighet med vetskap om att den som tillhandahåller hemligheten eller någon före honom har berett sig tillgång till denna genom företagsspioneri skall dömas för *olovlig befatning med företagshemlighet* till böter eller fängelse i högst två år eller, om brottet är grovt, till fängelse i högst fyra år.

Till ansvar enligt första stycket skall dock inte dömas, om gärningen är belagd med strängare straff i brottsbalken.

Det som gör att den här lagen inte är direkt tillämplig på insidermissbruk är att en insider normalt inte avslöjar vilken information som ligger till grund för hans transaktioner. Det går därför inte att hävda att insidern röjer affärshemligheter som kan medföra skada i konkurrenshänseende. Undantaget kan möjligen vara när en insider lämnar ut inside information till tredje man som utnyttjar denna för aktieaffärer.

Under senare år har flera insiders i USA fällts därför att domstolen funnit att de olovligen förfogat över information som de erhållit i tjänsten. Det här har kommit att kallas *misappropriation theory*. Ett av de mer kända fallen gällde en journalist vid Wall Street Journal — Foster Winans. Winans fälldes för att han tipsat en vän om ännu icke publicerade aktietips i sin krönika. Winansmålet överklagades till Högsta Domstolen. Dess då åtta medlemmar röstade huruvida den fällande domen mot Winans skulle upphävas eller ej. Den centrala frågan i målet var om Winans genom sitt agerande kunde anses ha svikit sina förpliktelser mot arbetsgivaren. Domstolen svar var att så var fallet. Den ansåg alltså att informationen var tidningens och att Winans förfogat över den på ett olovligt sätt.

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

Ett tredje argument mot insideraffärer är av mer allmän karaktär.

Som framhålls redan i inledningen kritiseras 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 börsen. 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. Utgångspunkten är alltså att det är moraliskt förkastligt att ge sig in i en affär där inte båda parter har samma möjligheter att komma fram till vad som är ett korrekt pris. Tad Tuleja jämför i sin bok "Etik i affärslivet" insiderspekulation med mutbrott. Båda företeelserna kritiseras därför att de leder till en misstro mellan olika parter. Tulejas ideal är en marknad karakteriserad av fri och öppen konkurrens där inte någon part genom att hemlighålla information eller genom betalningar under bordet skaffar sig orättmätiga fördelar.

4. Andra aktieägare skadas av insiderns handlande

När man diskuterar om någon skadas av att en insider handlar med tillgång till inside information pekar man vanligen på att köparen (säljaren) kan få ett bättre pris och därigenom faktiskt gynnas. Det är dock att se väl enkelt på problemet. Madeleine Löfmarck tar upp exemplet där en insider köper aktier därför att han (men ingen annan) vet att företaget fått en stor order. Som följd därav ökar företagets värde. När insidern köper berövar han övriga aktieägare en del av denna värdeökning. Han berikar sig alltså på andras bekostnad. Herzog & Katz har uttryckt det på följande sätt: "We lack plaintiffs not victims".

5. Risk för sämre informationsgivning

Om det vore så att insiders finge fritt handla med tillgång till inside information finns en risk för att detta skulle leda till en sämre informationsgivning. Det skapas alltså en konflikt mellan å ena sidan insiderns intresse av att använda sig av information för egen vinning å andra sidan kravet att föra ut all information till marknaden. I kapitel 8 redogörs för ett av de mer kända insidermålen i USA — Texas Gulf.

Texas Gulf var ett gruvföretag som hade hittat en rik malm. Informationen om detta fördröjdes dock i flera månader. Under tiden köpte företagsledningen och deras vänner på sig stora aktieposter i företaget.

Claes Beyer, styrelsens sekreterare i Volvo, har en artikel i Svenska

Dagbladet också framfört uppfattningen att informationen till marknaden riskerar att senareläggas om det vore så att insiderhandeln blev helt fri.

Argument emot en reglering av insideraffärer

Nedan anges några av de argument som kan anföras för att se positivt på insideraffärer, bl a:

- de är ett sätt att avlöna företagsledningen
- de bidrar till att aktiekurserna blir mer rättvisande
- det är svårt att kontrollera efterlevnaden av ett förbud
- insiders köp av egna aktier försvåras
- man kan aldrig fälla de insiders som avstår från att handla
- en reglering medför att vinsterna överflyttas från insiders till analytiker och portföljförvaltare.

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, tillväxt, 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-skolan). Genom att skapa ett starkare samband mellan den personliga förmögenheten och företaget antas företagsledningens intressen bättre sammanfalla med övriga aktieägars.

Den vanliga lönen är otillräcklig för att kompensera företagsledare för innovativa insatser, hävdas av somliga. Anledningen är att sådana insatser är svåra att rätt bedöma. 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 något helt annat 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. Informationen 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. Samma sak gäller för det fall en insider utnyttjar information för egen vinning om något där han inte själv medverkat. Det kan gälla en uppfinning som någon annan gjort.

2. Rättvisande aktiekurser

Kritik mot missbruk av inside information baseras vanligen på att allmänheten luras. Det är inte självklart. Antag att en aktie betalas 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 många att hålla kvar sina aktier.

De flesta som säljer torde ha sålt under alla omständigheter 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 marknads effektivitet.

Det är också regel, snarare än undantag, att börskurserna stiger eller faller en viss tid innan ny information publiceras från företag. Som vi återkommer till i kapitel 5 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 tidigare. En tidigarelagd informationsgivning är också önskvärd av andra skäl. Det är t ex antagligen bästa sättet att hindra missbruk av inside information.

En öppnare attityd från företagets sida löser dock 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 osäkerhet som föregår ett beslut. Det kan också vara så att den information som insidern utnyttjat inte kan publiceras därför att ett offentliggörande skulle skada företaget. Här skulle man alltså kunna tänka sig att insidern genom sina affärer påverkar kursen utan att orsaken behöver uppges.

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.

I kapitlet 2 och 3 lämnades en utförlig undersökning av registrerade insiders aktieaffärer i Sverige. Av den framgår att insiders andel av aktiehandeln är omkring fem procent. Det visar sig också att insideraffärer förekommer under hela året och ofta torde ha andra orsaker än önskemålet att utnyttja inside information. Innebörden är att den kursdrivande effekt som insiders har i de flesta fall måste betecknas som försumbar. Det gäller i varje fall effekten av insiders egna köp och försäljningar. Möjligen skulle dessa affärers kurseffekt kunna förstärkas av att andra handlar på samma sätt som insiders.

Svårigheterna att uppfatta entydiga köp- eller säljsignaler utifrån insiderstatistiken (detta beskrevs utförligt i kapitel 3) gör dock detta mindre sannolikt.

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 med att kontrollera insiderhandeln.

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 man kräver att insiders måste låta förvaltarregistrera sina aktier.

Viktigast torde dock vara den kontrollverksamhet som utövas av börserna och där man kontrollerar vilka som köpt 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 ännu mindre. Det gäller i synnerhet om en insider i t ex Volvo har möjligheten att köpa Volvos aktier på exempelvis Londonbörsen.

Det framstår som önskvärt att upptäckten av insiders inte i stor utsträckning blir beroende av tips från allmänheten eller "angiveri". Påtagligt många avslöjanden av insideraffärer har skett efter det att tillsynsmyndigheterna fått tips ifrån arbetskamrater eller motsvarande. Frågan är dock om det är ett stort problem. Visserligen har vi exempel på att den som slår larm om missförhållanden i ett företag själv kan utsättas för trakasserier. Både Bofors och Sjöfartsverket är exempel på detta. Det som krävs för att detta skall undvikas är att arbetsgivaren klart och tydligt deklarerar att insiderspekulation inte får förekomma och att det är allas skyldighet att anmäla misstankar om insiderbrott till företagsledningen eller kontrollmyndigheter.

4. Näringslivet kan skadas om insiderhandeln begränsas

I sitt remissvar 1984 på Värdepappersmarknadskommitténs betänkande anförde Industriförbundet att en insiderlag skulle kunna få till konsekvens att företagsledningen helt avstår från att köpa aktier i det egna företaget för att slippa hamna i en konfliktsituation. Vad man ville peka på är alltså risken att något de flesta uppfattar som positivt för vårt näringsliv dvs att företagsledningen äger aktier i det egna företaget motverkas av en sträng insiderlag.

Detta är ett argument som förts fram också av flera företagsledare. De större noterade bolagen publicerar idag kanske tre delårsrapporter, en eller två bokslutskommunikéer, en årsredovisning och däremellan eventuellt ytterligare kommunikéer i samband med exempelvis företagsförvärv. Skall man då hålla sig till tumregeln att avstå från

affärer 30 dagar före dessa rapporter återstår inte särskilt många tillfällen för företagsledningen att handla.

Det kan också vara så att någon i ledningen gör en affär strax innan ett viktigt beslut fattas i en fråga som "dykt upp som en blix från en klar himmel". Björn Wolraths (VD i Skandia) köp av aktier i Skandia International är ett bra exempel. Wolrath köpte sina aktier kort innan Skandia beslöt sig för att lägga ett bud på Skandia International. Skandias styrelseordförande har bekräftat att Wolrath handlade i god tro. Ändå medförde affären stark kritik och Wolrath beslöt att avstå från sin vinst.

Uppenbarligen är det angeläget att försöka finna former för hur insiders skall kunna göra egna affärer. Vi återkommer till detta i kapitel 9.

Det brukar sägas att personer i företagsledningen alltid är bättre informerade än andra. Underförstått är att de aldrig skulle kunna handla. Det torde dock vara en stor överdrift. Förbudet mot missbruk av inside information gäller information om specifika händelser — inte en allmän känsla att det går bra eller dåligt (dvs att aktierna är under- resp övervärderade). Beträffande det senare gäller för övrigt att marknaden ofta gör bättre bedömningar än företagsledningen.

5. Insiders som avstår från att handla kan ej fällas för brott

Ett av de argument för att avstå från en reglering av insiderhandeln som professor Manne tycks fästa störst vikt vid gäller att en domstol aldrig kan komma åt en stor del av missbruket. Det gäller de fall där en insider avstår från att köpa aktier därför att han exempelvis vet att företaget planerar att sänka sin utdelning. Han kan också avstå från att sälja därför att han vet att företaget snart kommer att offentliggöra en optimistisk vinstprognos.

Mannes utgångspunkt måste vara att missbruk av inside information inte bör tillåtas, annars skulle ju hela diskussionen vara meningslös. Men, eftersom vi inte kan förhindra insiders från att avstå från att handla, bör alltså vi av rättviseskäl acceptera en fri insiderhandel.

En annan slutsats, som enligt min uppfattning är mer logisk, vore att helt förbjuda insiders från att äga aktier. Den "lösningen" framstår dock som orimlig, lika orimligt som det är att tillåta insiders att handla på basis av inside information bara därför att vi inte i förväg kan avkräva insiders att deklarerat när de avser att köpa eller sälja aktier.

6. Ett insiderförbud gynnar bara portföljförvaltare m fl

Man kan dela in aktörerna på aktiemarknaden i tre grupper — insiders, professionella aktieförvaltare samt allmänheten.

De här tre grupperna har olika möjligheter att göra bra aktieaffärer. Insiders anses ha ett försteg eftersom de definitionsmässigt är bäst informerade om företags framtidsutsikter. Därefter kommer de professionella aktieförvaltarna och sist allmänheten. Om insiders får handla fritt bör deras kunskapsövertag resultera i att de får en högre avkastning på sina affärer än genomsnittet. Ett förbud skulle främst kunna gagna de professionella som då har större möjligheter att dra nytta av sitt kunskapsövertag i förhållande till allmänheten. Allmänhetens ställning skulle däremot inte påverkas av ett eventuellt förbud.

Om beskrivningen ovan är riktig kan den förklara varför mäklare och analytiker ställde sig bakom Värdepappersmarknadsutredningens förslag till insiderlag 1985. Å andra sidan finns det ingen empiri som visar att aktieförvaltare m fl tjänat på ett insiderförbud. Tvärtom tyder nästan alla undersökningar av portföljförvaltares avkastning på att de har svårt att matcha marknadens genomsnitt om man tar hänsyn till förvaltningskostnader. Detta gäller för marknader med såväl som utan insiderförbud.

Även om förvaltarna skulle klara av att redovisa en högre avkastning än allmänheten är det inget argument för att tillåta en fri insiderhandel. Som vi redan nämnt kan man inte kräva att alla som agerar på aktiemarknaden skall vara lika välinformerade. Att de som professionellt ägnar sig aktier är bättre informerade och i gengäld för en högre avkastning ger inte anledning till kritik.

5. *Vad krävs för en väl fungerande aktiemarknad?*

Inledning

Aktiemarknaden har en stor samhällsekonomisk betydelse. Den är en källa för riskvilligt kapital. Genom att löpande värdera företag erbjuder också aktiemarknaden ett medel för att höja effektiviteten i företagen.

För att aktiemarknaden skall kunna fylla sina uppgifter krävs att den är väl fungerande. Frågan är vad det är som gör att aktiemarknaden kan betecknas som "väl fungerande". I den finanstvetiska litteraturen används begreppet "effektiv" för att beskriva en marknad där aktiekursen fastställs på ett sådant sätt att den återspeglar all tillgänglig information. Effektiviteten i denna mening är alltså ett snävare begrepp än "väl fungerande". Det senare omfattar också exempelvis clearingfunktionen. En väl fungerande marknad förutsätter att leveranserna av värdepapper samt likvid sker snabbt och säkert.

Organisationen av börshandeln är ett annat viktigt exempel. Det omfattar system för avslut, information om köp-, sälj- och betalkurser m m. Ur teoretisk synvinkel är det dock effektivitetsbegreppet som står i centrum. Vi inleder därför med en beskrivning av vad som menas med att en marknad är effektiv och redogör därefter för ett antal åtgärder som vidtagits för att försäkra att marknaden är effektiv.

Vad menas med att aktiemarknaden är effektiv?

Med effektivitet avses att priserna på olika former av värdepapper är "korrekta" d v s återspeglar all tillgänglig information om ett bolag.

En så generell utsaga är naturligtvis svår att pröva empiriskt. Man brukar därför ofta skilja mellan tre olika former av effektivitet —

svag, halvstark och stark form. Med effektivitet i svag form avses att det inte skall vara möjligt att hitta undervärderade aktier bara genom att analysera historisk information i olika typer av kursdiagram med information om historiska kursrörelser, exempelvis point- and figure-diagram. Att börsen skulle vara effektiv, ens i svag form, strider mot det synsätt som många mindre placerare har. Deras köp och försäljningar baseras på uppfattningen att det finns över- eller undervärderade aktier. Sättet att hitta dessa är att tala med sin bank eller annan expert.

De stora affärerna på börsen, dvs de som är avgörande för prissättningen, görs dock mellan "proffs" som ägnar hela sin tid åt börsen. Varje förändring i orderläge, marknadsröntorna, den ekonomiska politiken analyseras med avseende på sannolika effekter för framtida lönsamhet i olika bolag. Denna kontinuerliga bevakning gör att det är rimligt att anta att aktiekurserna någorlunda väl speglar den information som finns publicerad om företagen. Det gäller i varje fall för de större företagen i vilkas aktier institutionerna handlar. Vi talar härvid om effektivitet i halvstark form. Med effektivitet i stark form avses att aktiekurserna avspeglar också icke-publicerad information eller med andra ord inside information.

Anpassning till ny information — och snabbt!

Flera studier har genomförts som visar hur börskurser anpassar sig till ny information. Diagrammen 2 och 3 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. Marknaden är alltså effektiv i halvstark form. 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 publicerats och att den är genomförd vid publiceringstillfället eller i varje fall inte senare än veckan efter.

Särskilt diagram 3 understryker att kursanpassningen börjar tidigt. Aktiekurserna baseras inte enbart på information som företaget låtit publicera. Analytikerna drar också slutsatser genom att se på hur det går för konkurrenter, prognoser för hela ekonomin, intervjuer, anställ-

ningsannonser 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 i 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.

Diagram 2. Aktiekursens utveckling dagarna runt beskedet om utdelningens storlek

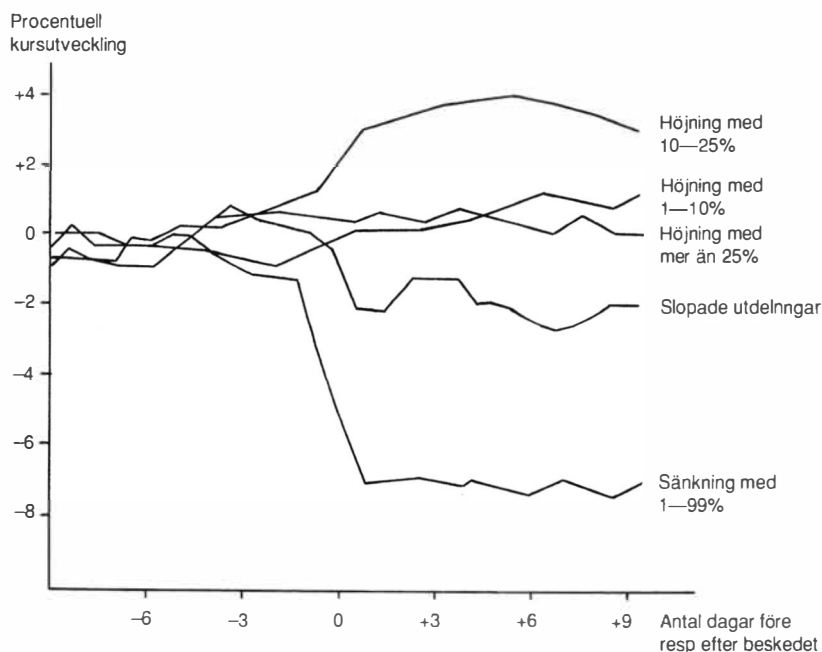
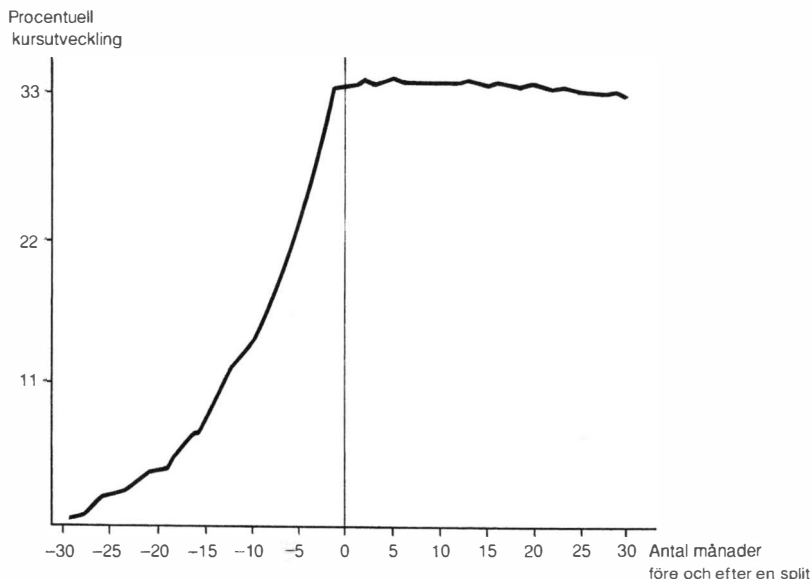


Diagram 3. Aktiekursens utveckling i 940 företag som genomfört en split och därefter höjt utdelningen



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 har redan anpassat sig till den nya informationen.

Nyare svenska undersökningar

I sin doktorsavhandling från 1987 "Effektiviteten på Stockholms Fondbörs" har Kerstin Claesson gjort en omfattande analys av kursbildningen på Stockholmsbörsen. Avhandlingen innehåller sex delstudier. Tre av dessa utgör en test av huruvida börsen är effektiv i svag form medan de övriga tre betecknas som en form av test av effektiviteten i halvstark form. Claessons slutsats är att de tre första testen inte ger anledning att hävda att den svenska börsen inte skulle vara effek-

tiv. Beträffande de övriga tre testen däremot föreligger avvikelser. Det gäller i synnerhet vad som kallas för årsskifteseffekten. Denna s k "anomali" har uppmärksammats i många länder och i Sverige också av Per Holmlund. I korthet innebär den att den som köper aktier strax före årsskiftet och säljer strax efter får en avkastning på sin placering som (på årsbasis) är väsentligt högre än vad den kan påräkna som investerare i en långsiktig aktieportfölj. Som Claesson framhåller innebär ordet "anomali" en avvikelse från det normala. Hon drar därför slutsatsen att den svenska börsen bör betraktas som i stort sett effektiv även om hon varnar för att slutsatsen måste betraktas som preliminär.

En undersökning, som är av stort intresse för denna studie, publicerades i slutet av 1988 av Adri de Ridder. "Börsstopp och kursutveckling på Stockholmsbörsen". de Ridder analyserar hur börsen reagerar på information om börsstopp. Slutsatsen återges i följande två figurer. Vad figurerna visar är att kurserna före ett börsstopp inte utvecklas nämnvärt annorlunda än för marknaden som helhet. Den dag börsstoppet tillkännages sker dock en mycket kraftig uppgång — drygt 5%. Därefter följer kurserna i stort sett marknaden utveckling. Resultatet är i stort sett detsamma om man bara ser på börsstopp i anslutning till uppköpserbjudanden.

de Ridders resultat skiljer sig i från motsvarande undersökningar i USA och Storbritannien. I en parlamentsdebatt framförde således en ledamot att det under 1988 hade varit onormala kursstegringar i vart tredje uppköpt bolag. För 17 av 53 företag som blivit föremål för uppköpserbjudanden hade kurserna stigit med i genomsnitt 15% strax före budets offentliggörande.

Förutom av de Ridder har börsstoppen på Stockholms Fondbörs undersökts av Håkan Gartell. Beträffande de börsstopp som genomfördes under 1988 konstaterar Gartell att kursutvecklingen fem dagar före börsstoppet endast obetydligt översteg marknaden genomsnitt. Det är alltså samma slutsats som de Ridder kom fram till. Ser man däremot på omsättningen var den nära 50% högre än normalt veckan närmast före börsstoppet. Enligt Gartell frammanar detta bilden av en ganska aktiv insiderverksamhet trots alltså att kursnivån inte ändrats.

de Ridders undersökning är ett exempel på en test av börsens effektivitet i halvstark form och tyder på en mycket hög grad av effektivitet.

Diagram 4. Aktiemarknadens effektivitet i samband med borsstopp

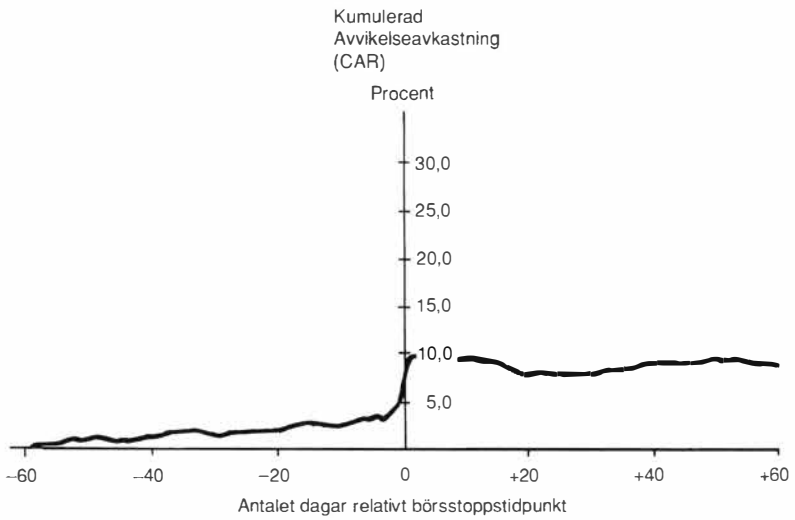
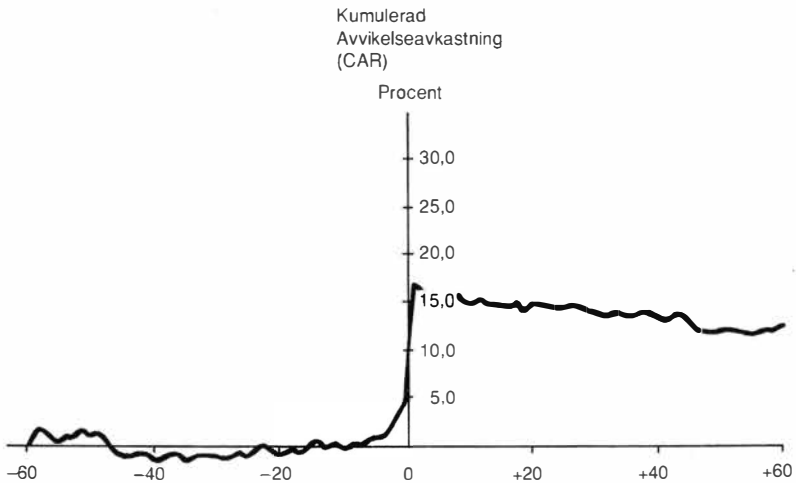


Diagram 5. Aktiemarknadens effektivitet i samband med börsstopp (uppköpskandidater)



Effektivitet i stark form

Med effektivitet i stark form avses att aktiekurserna återspeglar *all* information, dvs även sådan information som ännu inte publicerats. Då skall heller inte kurserna reagera på nyheter om ett börsstopp på det sätt som de Ridder rapporterar. I stället skulle kurserna gå upp en tid före informationen publicerades.

Det finns ett antal undersökningar som tyder på att marknaden inte skulle vara effektiv i stark form.

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 att den som handlar på samma sätt som insiders får en avkastning som är högre än genomsnittligt.

I en inträngande undersökning av insiders möjligheter att göra prognoser (Hertzen & Forsgårdh, 1976) tillfrågades ett antal företagsledare om sina resultatförväntningar för det kommande året. Dessa jämfördes med prognoser gjorda av börsspecialister. Företagsledarnas prognoser visade sig vara bättre. Deras övertag förklarades av att de var bättre på 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. Företagsledningen tycks däremot inte ha samma svårigheter; när resultatförändringarna å andra sidan närmar sig mera normala tal är skillnaden i träffsäkerhet jämfört med börsspecialister 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 aktievinster. Visserligen visar Hertzen & 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 (Staél 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 statistik; 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 börsen 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, d v s 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 börsen.

Vad kan göras för att höja marknadens effektivitet

Den viktigaste förutsättningen för en effektiv marknad är en god likviditet. Om likviditeten är god finns köpare och säljare också för större poster aktier utan stora prisförskjutningar. En god likviditet förutsätter i sin tur bl a låga skatter och transaktionskostnader och ett flertal kapitalstarka placerare. Mot bakgrund av likviditetens stora betydelse är det olyckligt att den svenska riksdagen beslutat om åtgärder som är ägnade att minska den. Börschefen har i olika sammanhang varnat för de negativa konsekvenserna av omsättningsskatten. Den torde ha medfört att en stor del av handeln i våra ledande företags aktier nu är förlagd till utlandet.

Ur prisbildningssynvinkel behöver inte detta vara någon nackdel. Dock finns det anledning att befara att viljan och förmågan att bevaka kursbildningen för hemamarknadsaktier minskas. Om de stora postererna handlas på utländska börser och kanske genom förmedling av utländska mäklare sjunker ju courtageinkomsterna i Sverige. Därmed minskar analysresurserna och marknaden för det stora antalet aktier under "blue chips"-nivån blir mindre effektiv.

Ett annat mindre uppmärksammat hot mot den effektiva marknaden är svårigheterna för fondkommissionärer att ta egna positioner. Dels finns en begränsning av storleken på kommissionärernas s k handelslager till endast etthundra miljoner, dels måste kommissionärerna betala omsättningsskatt för de egna affärerna. Följden är att kommissionärernas möjligheter att köpa och sälja aktier ur eget lager är små, särskilt om man jämför med utlandet. Härtill kommer att svenska kommissionärer generellt har en låg kapitalbas. Även om det

vore tillåtet för dem att fritt köpa aktier skulle de alltid ha ett väsentligt handikapp i förhållande till amerikanska och europeiska kommissionärer.

Ett tredje problem ur likviditetssynpunkt som vore intressant att studera närmare gäller koncentrationen av det placeringsvilliga kapitalet i Sverige. Trots att fler personer än någonsin tidigare sparar i aktier i Sverige domineras marknaden av ett ganska litet antal mycket stora institutioner. Lättnaden i valutaregleringen vad gäller utlänningars rätt att köpa svenska aktier har dock medfört att problemet kanske inte är så allvarligt, i varje fall inte vad gäller storföretagens aktier.

Problemet med kommissionärernas handelslager tas upp i direktiven till värdepappersmarknadskommittén. Där framhålls att den internationella utvecklingen går emot en ökande andel handel i egen räkning. I komittédirektiven anges ett antal ytterligare problemområden, nämligen:

- Börsmonopolet. Finns det anledning att tillåta lokala marknadsplatser för aktier vid sidan av Stockholmsbörsen?
- Sanktionsmöjligheter. Hur skall man utforma effektiva sanktioner mot den som bryter mot gällande normer?
- Självreglering. Vilken roll kan Aktiemarknadsnämnden m fl spela när det gäller normbildningen?
- Inofficiellt noterade företag. Hur skall man skilja mellan officiellt och inofficiellt noterade företag?
- Stock options. Finns anledning tillåta att företag får emittera "nakna" optionsrätter, s k stock options?
- Insiderhandeln. Bör insiderkretsen utvidgas liksom definitionen av de värdepapper som omfattas av handelsförbudet?

I direktiven sägs också att kommittén skall granska "regelsystemet och de institutionella formerna på värdepappersmarknaderna utifrån de krav som dikteras av börsetiska värderingar och som måste uppfyllas för att allmänhetens förtroende för marknaden skall upprätthållas".

Om man ser på de specifika problemområdena som anges i direktiven (se ovan) är det dock påtagligt hur lite av "etik" som ingår. Undantar man insiderproblematiken är det bara tekniska frågor som tas upp. Delvis beror det dock på att två frågor behandlats i ett annat

sammanhang. Den s k Leo-lagen kräver att beslut om riktade emissioner till anställda fattas med 9/10-dels majoritet. Det innebär en väsentlig förbättring av minoritetsskyddet. Vidare har s k korsvist ägande uppmärksamats i den s k ägarutredningen. Korsvist ägande är ej direkt en etikfråga men har ett stort intresse för frågan om marknadseffektiviteten. Det är rimligt att anta att förekomsten av korsvist ägande minskar effektiviteten på sikt bl a genom att försvåra take-over bud. Man kan också tänka sig att korsvist ägande används för att stabilisera kursutvecklingen i berörda företags aktier.

Företagens informationsgivning

Det område som vid sidan av en god likviditet är av störst betydelse för att möjliggöra att marknaden är effektiv är företagens informationsgivning. Regler för de börsregistrerade företagens informationsgivning preciseras i Sverige i börsens inregistreringskontrakt. Det som inregistreringskontraktet i första hand betonar är vikten av att all väsentlig kurspåverkande information omedelbart delges börsen samt att om informationen inte är till förfång för bolaget, den skall offentliggöras. Under senare år synes Fondbörsen ha vidtagit åtgärder för att inskräpa vikten av att den här bestämmelsen följs. I ett uppmärksammat fall dömdes således Fläkt av börsstyrelsen att betala ett vitesbelopp för att man inte på ett korrekt sätt informerat om marknadsvärdet på ett fastighetsinnehav i Tokyo.

Inregistreringskontraktet innehåller inga regler för hur snabbt den löpande informationen från företagen skall publiceras dvs delårsrapporter, bokslutskommunikéer och årsredovisningar.

I Rundfelt (1984) redovisas en sammanställning av hur långt efter verksamhetsårets slut som börsföretagen publicerade sina bokslutskommunikéer 1983. Det visade sig då att genomsnittsföretaget behövde ca 10 veckor från räkenskapsårets utgång för att få fram sin rapport. Den snabbaste kom efter 2 veckor (två investmentbolag) och den långsammaste efter 18 veckor. Motsvarande uppgifter för 1988 (dvs avseende årsredovisningen för 1987) redovisas i diagram 6. Både genomsnittet och spridningen synes vara desamma som 1983. Det tycks alltså inte ha skett någon förändring i företagens rutiner vad avser rapporteringen om årets resultat.

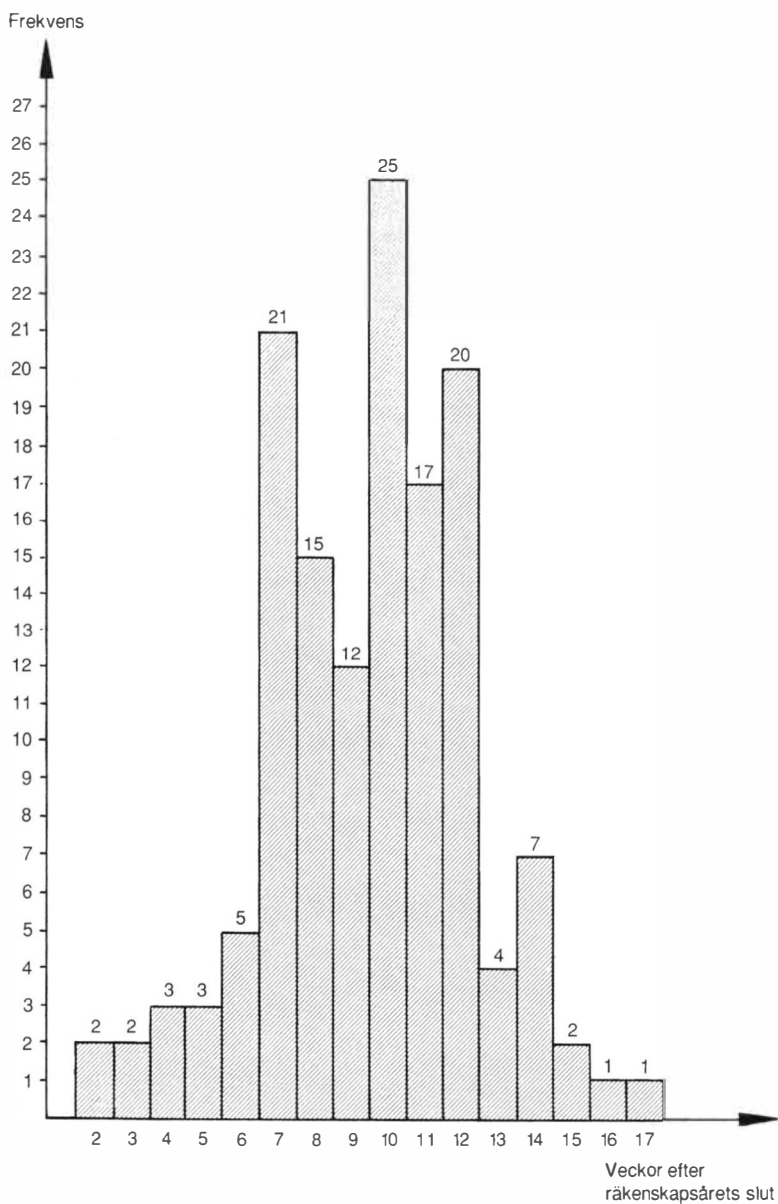
I diagram 7 redovisas uppgifter om publiceringsveckor för årsredovisningen. Här kan noteras att spridningen är något mindre än för

bokslutskommunikéerna. Genomsnittet ligger kring 17—18 veckor, dvs drygt 4 månader efter räkenskapsårets utgång. Det hade varit intressant att kunna jämföra de här siffrorna med utlandet. Det har dock inte varit möjligt. Noteras har dock att i USA är börsföretagen skyldiga att ge ut sina årsredovisningar inom 4 månader från räkenskapsårts utgång. Det borde alltså finnas utrymme för en väsentligt snabbare rapportering i de svenska börsföretagen.

Detta understrykes av diagram 8 där vi jämför publiceringstidpunkten för bokslutskommunikéer och årsredovisningar för enskilda bolag 1984 och 1988. För kommunikéerna kan noteras en liten övervikt för tidigareläggning. För årsredovisningarna däremot är en senareläggning mycket markant vilket är anmärkningsvärt.

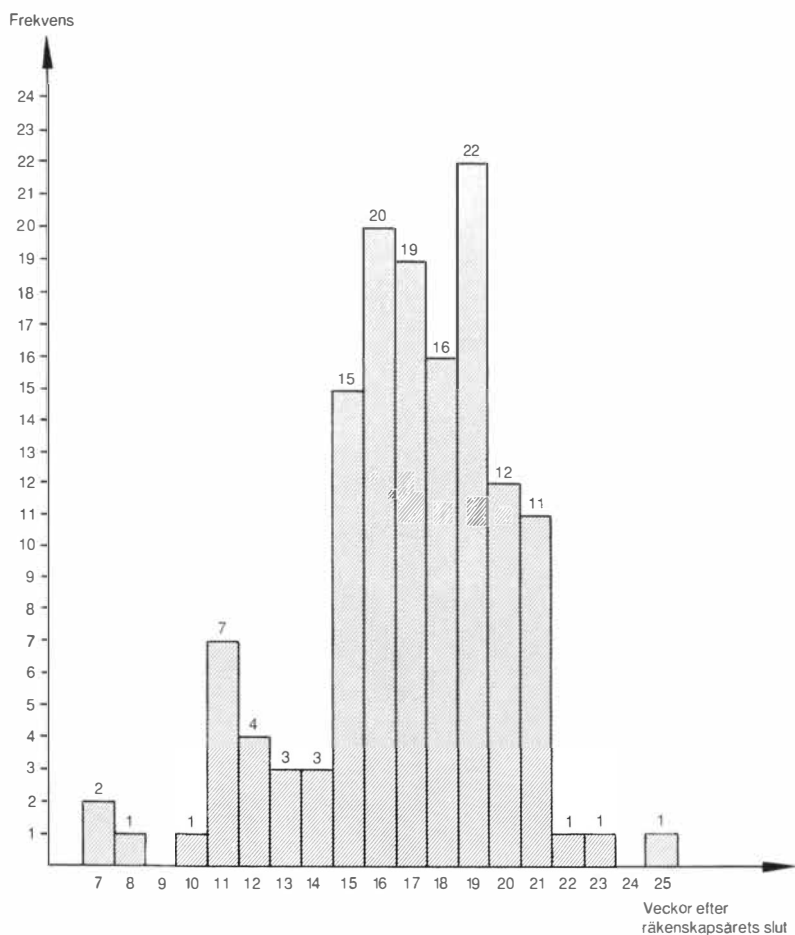
Den tolkning som ligger nära till hands är att företagen anser att de fullgjort sin väsentligaste skyldighet enligt inregistreringskontraktet när de ger ut bokslutskommunikéer. Årsredovisningen blir därmed mindre viktig vilket gör att man kan lägga ner mer tid på textavsnitt, kommentarer m m. Om den tolkningen är riktig är utvecklingen olycklig. Årsredovisningen ger ett helt annat underlag för analyser och måste alltså uppfattas som den viktigaste rapporten. Hellre då en kortare och mindre påkostad årsredovisning än en redovisning som publiceras 5 månader efter räkenskapsårets utgång.

Diagram 6. Publiceringsveckor för 140 bokslutskommunikéer 1988



Ytterligare en observation beräffande företagens informationsgivning gäller delårsrapporterna. Av 137 företag är det 107 som följer lagens

Diagram 7. Publiceringsveckor för 139 årsredovisningar 1988

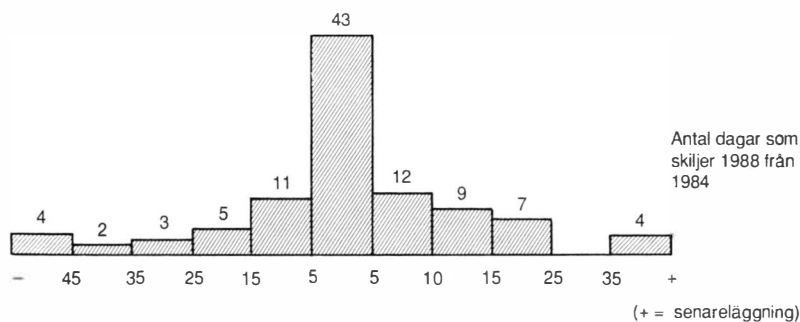


minimikrav på endast 1 rapport. 21 bolag ger ut 2 rapporter och 9 bolag 3 stycken. Detta framstår också som otillfredsställande. Även om bolagsstämman ofta utnyttjas för att rapportera om utvecklingen under I:a kvartalet är det ändå otillräckligt med bara en rapport om läget per halvårsskiftet eller efter 8 månader.

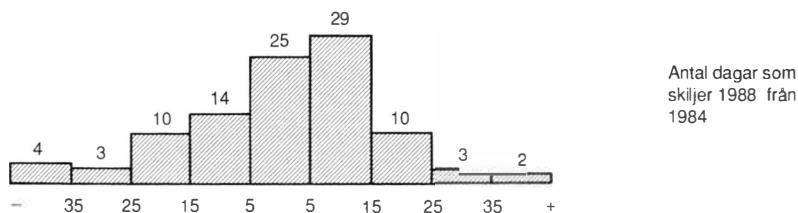
Under senare tid har delårsrapporteringen ägnats ökad uppmärksamhet, inte minst i det nya inregistreringskontraktet. Vad vi kan hoppas på är en utveckling mot fler rapporter, snabbare rapportering samt mer fyllda rapporter.

Diagram 8. Publiceringstidpunkt för 97 bokslutskommunikéer och 100 årsredovisningar 1988 jämfört med 1984

Bokslutskommunikéer



Årsredovisningar



Inregistreringskontraktet innehåller inga regler om hur informationen i årsredovisning etc skall vara utformad. Vad som sägs är att:

”Årsredovisningen skall vara upprättad i enlighet med aktiebolagslagen och annan författning samt med god redovisningssed. Påföljd enligt detta kontrakt för avvikelse från god redovisningssed får inte komma i fråga, om bolaget i aktuellt hänseende redovisat i överensstämmelse med principer, som är allmänt tillämplade eller godtas av redovisningsvärdande organ eller eljest angett särskilda omständigheter som motiverar användningen av annan redovisningsprincip”.

Frånvaron av mer precisa regler har tagits emot med viss besvikelse från de som arbetar med utformningar av redovisningsrekommendationer. Det är nämligen uppenbart att redovisningspraxis i Sverige varierar mellan företag på ett sätt som allvarligt försvårar jämförbarheten. Rimligen påverkar detta också marknadens effektivitet. Amerikanska undersökningar tyder dock på att problemet inte är särskilt allvarligt. Så länge det finns några analytiker som förmår att se igenom de principer som företagen valt och korrigera för de skillnader dessa ger upphov till bör kursstämningen bli effektiv. De som framför allt drabbas av att företagen har så stor flexibilitet vad gäller valet av redovisningsprinciper är de mindre aktieägarna som inte klarar av att tolka subtila nyansskillnader i beskrivningen av tillämplade värderingsmetoder.

Allvarligare för hela marknadens funktionssätt är förekomsten av avsiktligt vilseledande redovisning. I Sverige är det framför allt Fermenta som kan ses som ett varnande exempel. Med anledning av Fermenta-kraschen tillsatte Fondbörsen en utredning under ledning av Sten Walberg. Utredningen anser sig kunna konstatera flera fall av kursdrivning och vilseledande redovisning. Utredningen anser också att det nuvarande skyddet i lagstiftningen mot den här typen av brott är otillräckligt. Visserligen bedöms det som möjligt att El Sayed kan dömas enligt den s k svindleriparagrafen i brottsbalken och eventuellt också för bokföringsbrott. Enligt svindleriparagrafen kan den straffas som genom uppsåt eller grov oaktsamhet spritt vilseledande uppgifter ägnade att påverka bedömningen av ett företag i ekonomiskt hänseende. En förbättring av skyddet mot den här typen av överträdelse skulle erhållas om man genomförde någon av de förslag som utredningen lägger fram, nämligen

- (a) en skärpning av redovisningsreglerna inkl skapandet av en redovisningsnämnd

- (b) utvidgade rapporteringsskyldigheter om s k närståendetransaktioner
- (c) särskilda regler om börsregistrering av företag med en majoritetägare

Därutöver anser utredningen att man borde införa en mer generell regel som ger större möjligheter att angripa kursdrivande åtgärder av alla slag. Ett föredöme finns i både amerikansk och engelsk lagstiftning. Enligt den s k Rule 10 (b)—5 i Securities Exchange Act är det olagligt att

- (1) använda påfund eller konstgrepp för att vilseleda någon,
- (2) göra en osann utsaga om ett faktiskt förhållande eller att utelämnas en upplysning om ett faktiskt förhållande som är nödvändig för att en utsaga med hänsyn tagen till omständigheterna inte skall bli vilseledande eller
- (3) delta i handling eller affärshändelse, vilken har verkan som eller skulle kunna verka vilseledande i samband med köp eller försäljning av värdepapper.

I den engelska Financial Services Act som antogs 1988 har man ett motsvarande avsnitt enligt vilket:

- (1) Det är brottsligt att i samband med värdepappersaffärer uppsåtligt eller av vårdslöshet göra ett uttalande, ge ett löfte eller göra en förutsägelse som är vilseledande, falsk eller bedräglig eller att dölja några faktiska omständigheter.
- (2) Vidare är det brottsligt att i samband med värdepappersaffärer företa en handling eller delta i något förfarande som ger ett falskt eller vilseledande intryck i fråga om marknaden för eller priset på eller värdet av ett värdepapper. Det krävs dock i detta fall ett uppsåt att framkalla ett sådant intryck och att därigenom påverka en annan person till en värdepappersaffär eller att avstå därifrån.

Revisorernas ansvar

Framför allt inom USA framhålles att revisorerna borde kunna göra mer för att motverka olika former av bedrägerier och manipulationer

inom näringslivet. Alltför ofta har det inträffat att företag gått i konkurs stax efter att revisorerna skrivit under en revisionsberättelse som inte innehåller något som tyder på att det skulle finnas problem. Många anser att detta måste bero på att revisorerna inte fullgjort sina plikter medan revisorerna å sin sida hänvisar till företagsledningens ansvar. Man brukar tala om ett "förväntningsgap" för att beskriva de här skillnaderna i uppfattning om revisorsrollen. I viss mån torde den också finnas i Sverige. Efter Salén, Ljusne, Consafe och nu senast Gusum och Fermenta har frågan ställts: "var fanns revisorn?" Kommerskollegium har dock hittills inte funnit anledning att utdela varning till någon av de berörda revisorerna.

I USA diskuteras en förändring av revisorernas arbetsuppgifter för att minska förväntningsgapet. Ambitionen är att kontrollen av företagens internredovisning skall bli effektivare och att det skall bli svårare att begå avancerad ekonomisk brottslighet. Bl a finns förslag om att fler företag än hittills skall tillsätta s k "audit committies" (en arbetsgrupp inom styrelsen som bl a diskuterar utfallet av årets granskning med revisorerna). En utvidgad förvaltningsberättelse som innehåller en beskrivning av de risker som företaget möter finns också på förslagslistan.

Alla de åtgärder som diskuterats betyder dock sannolikt föga jämfört med de hotet att en revisor som försummat att slå larm om missförhållanden skall dömas att betala skadestånd. I USA och i viss mån också i andra länder såsom England och Australien blir revisorerna regelmässigt stämde i samband med konkurser. Förklaringen är enkel — revisorerna är oftast de enda som har resurser att betala skadestånd. Detta har dock haft det goda med sig att revisorerna nu är betydligt mer noggranna när det gäller att planera sina uppdrag och formulera sina intyg.

I Sverige har den här utvecklingen inte gått lika långt. En diskussion om revisorsrollen pågår dock dels i anslutning till de företagskrascher som ägt rum under 80-talet dels med anledning av den ökade satsningen på konsulttjänster. Vidare kan noteras en bestämmelse i det nya inregistreringskontraktet enligt vilken det skall framgå av delårsrapporten om denna "översiktligt granskats" av revisorerna. Eventuella erinringar som revisorerna framför till ett börsföretags styrelse skall också delges börsen. Syftet med de här bestämmelserna är att stärka revisorns roll.

Exempel på oegentligheter på värdepappersmarknaden i USA

Sverige tycks vara relativt förskonat från allvarliga svindlerier som berört aktiemarknaden. Fermenta och Gusum är dock två exempel som tidigare framhållits.

I USA finns fler exempel på olika typer av oegentligheter. En analys av SECs utredningsmaterial visar följande bild.

Författarinnan skiljer mellan nio olika kategorier av förseelser

- (1) Vilsledande information (misrepresentation). Detta är den vanligaste förseelsen. Den kan ta sig många former. Exempel är vilsledande beskrivning av det företag som ger ut ett emissionsprospekt, missvisande uttalanden om framtida möjligheter och risker, storleken på emissionen osv.
- (2) Kursmanipulation eller åtgärder vidtagna för att ge intryck av att en viss aktie är köpvärd. Det är i denna kategori man kan placera in en del av El Sayeds aktietransaktioner. Genom att komma överens med ett antal mäklare kan man arrangera köp och försäljningar till successivt stigande kurser.

Table 38. *General Categories of Securities Violations*

<i>Violations</i>	<i>Issuers</i>		<i>Both issuers and brokers</i>		<i>Brokers</i>		<i>Total</i>	
	<i>(N)</i>	<i>% of cases</i>	<i>(N)</i>	<i>% of cases</i>	<i>(N)</i>	<i>% of cases</i>	<i>(N)</i>	<i>% of cases</i>
All misrepresentations	(175)	77	(59)	84	(92)	50	(350)	67
Status of corporation	(133)	58	(43)	61	(52)	28	(241)	46
Future of corporation	(91)	40	(28)	40	(27)	15	(154)	30
Corporate insiders	(49)	21	(19)	27	(30)	16	(110)	21
Corporate oversight	(31)	14	(11)	16	(11)	6	(54)	10
Stock offering	(113)	50	(37)	53	(39)	21	(201)	39
Broker-dealer's role	(6)	3	(13)	19	(18)	10	(37)	7
Return on investment	(71)	31	(30)	43	(29)	16	(139)	27
Investment advice	(4)	2	(3)	4	(2)	1	(14)	3
Stock manipulation	(22)	10	(24)	34	(6)	3	(55)	11
Misappropriations	(61)	27	(17)	24	(61)	33	(153)	29
Self-dealing	(34)	15	(17)	24	(10)	5	(71)	14
Investment schemes	(21)	9	(8)	11	(7)	4	(40)	8
Registration violations	(170)	75	(53)	76	(41)	22	(282)	54
Security	(167)	73	(53)	76	(36)	20	(269)	52
Professional	(15)	7	(8)	11	(9)	5	(40)	8
Technical violations	(22)	10	(13)	19	(102)	56	(148)	28
Issuer	(12)	5	(6)	9	(19)	10	(41)	8
Professional	(12)	5	(9)	13	(98)	54	(126)	24
Sales techniques	(9)	4	(18)	26	(51)	28	(82)	16
Improper sales techniques	(6)	3	(10)	14	(46)	25	(66)	13
Boiler room	(4)	2	(9)	13	(14)	8	(27)	5
Previous restrictions	(13)	6	(59)	7	(43)	23	(69)	13
Total cases	(228)		(70)		(183)		(522)	

Note: Total exceeds sum of columns because some investigations involve neither issuers nor brokers.

- (3) Missbruk (misappropriation). I denna kategori faller bl a insiderbrotten. Andra exempel utgörs av företag som bildats fram för att lura aktieägare att satsa pengar varefter grundarna försvinner. I slutet av 1988 berättade svenska tidningar om en internationell försäljningsorganisation av (värdelösa) amerikanska OTC-aktier som utmålades som lovade investeringsobjekt.
- (4) Gynnande av egna intressen (self-dealing). Exempel är närståendetransaktioner som är konstuerade så att den gynnar företagsledare privat. Ett annat exempel är s k "scalping". Därmed avses att en mäklare köper på sig en post aktier. Därefter distri-

buerar man en positiv analys om företaget och säljer aktierna med vinst.

- (5) Kedjebrev (investment schemes) kallas också ibland för Ponzi-affärer. Därmed avses att ett företag erbjuder en mycket hög avkastning. Pengarna som kommer in investeras aldrig i någon rörelse utan går dels till stiftarna dels som avkastning till de som först satsat pengar.
- (6) Brott mot registreringsbestämmelser. 1933 och 1934 års värdepapperslagar ställer mycket stora formella krav på den som vill emittera aktier. Följaktligen inträffar ofta förseelser mot dessa bestämmelser. En del är ganska harmlösa. Flertalet är dock allvarigare så till vida att orsaken till att registreringen inte skötts ordentligt är att emittenten begått andra förseelser.
- (7) Felaktig försäljningsmetoder. Vanligaste exemplet är så kallade "boiler rooms", dvs telefonsäljare som lockar investerare att satsa på spekulativa aktier. Andra exempel på felaktiga försäljningsmetoder är att säljare inte tillräckligt beaktat köparens förutsättningar för att investera, att säljare inte lämnat bästa pris eller fullständig information om investeringens risker.
- (8) Tidigare förseelser. Härmed avses att i några fall är den som emitterar aktier "svartlistad" på grund av tidigare förseelser.

Kursmanipulation

De olika former av missbruk som beskrevs i avsnittet ovan har också relevans för Stockholmsbörsen. Det gäller kanske framför allt vilseledande information där reglerna i Sverige är väsentligt svagare än i USA. Kursmanipulation är ett annat område som sannolikt förekommer även om det är omöjligt att bedöma omfattningen.

När Reefat El Sayed sålde aktier till olika affärsintresser förbehöll han sig ofta rätten till återköp om den andra parten ville sälja. Reefat ville därmed försäkra sig emot att inga större aktieposter skulle komma ut på marknaden utan hans vetskap. Vidare ägnade sig Reefat

under 1985 åt att köpa aktier i Fermenta som rimligen måste ha medfört att kursen påverkades. Ett syfte kan ha varit att underlätta nyemissioner.

I Guinness gjordes liknande transaktioner. Guinness var inblandad i en dragkamp om ett annat företag, Distillers. Guinness hade erbjudit sig att betala med egna aktier. För att göra budet mer attraktivt vidtalades ett antal personer att köpa Guinnessaktier. De garanterades ersättning för sina utlägg plus en viss vinst mot att de behöll aktierna till dess köpet av Distillers var klart.

Exemplen ovan visar att det är viktigt att följa upp kursutvecklingen i företag som använder egna aktier som betalningsmedel. Ett belägg för detta är ett åtal under 1988—89 i USA av en Mr Boyd Jefferies, chef för en mäklarfirma. Han har inför domstolen bekräftat att han vid flera tillfällen medverkat till att "rigga" kursen. Bl a berättade han om hur han hjälpte ett företag att sälja en större post aktier i Union Carbide med en mindre vinst. Det gick till så att man genom att köpa och sälja aktier höjde kursen i Union Carbide under några dagar; tillräckligt länge för att företaget skulle klara av sin utförsäljning. I samband med uppköp av andra företag är det ibland förbjudet för uppköparen att köpa efter en viss tidpunkt eller mer än en viss procent av aktierna. En lösning på detta problem är att hitta något annat företag som är berett att temporärt stå som ägare: Man säger att aktierna "parkeras".

Sammanfattning

Sverige har varit förhållandevis förskonat från större bedrägerier bland börsföretagen. Det är en viktig förklaring till varför Fermenta kunde hålla på så länge med sitt spel utan att någon reagerade. El Sayed har av börsens Fermentautredning och av initierade journalister såsom Sven-Ivan Sundqvist utpekats som ansvarig för en omfattande kursdrivning, missvisande redovisning, olika olagliga närstående-transaktioner vilka resulterat i skulder på miljardbelopp.

Det går inte att gradera olika företeelser som hotar värdepappersmarknadernas funktion. Trots det är det ändå viktigt att innan man satsar stora resurser på att bekämpa missbruk av inside information att besinna att det finns andra typer av företeelser som innebär ett väl så stort hot mot allmänhetens förtroende för marknaderna.

Det är också viktigt att se till att när vi nästa gång uppmärksammar

fall av kursdrivning att det finns en lagstiftning som direkt tar sikte på denna typ av brott (jfr Fermenta-utredningens förslag). Kanske än viktigare är att ändra domstolsprocessen så att den här typen av mål behandlas av specialdomstolar på samma sätt som skattebrotten. Det vore också önskvärt med mer preciserade regler om företagens informationsgivning.

Det gäller både snabbheten i rapporteringen och regler som syftar till att öka jämförbarheten i informationen mellan företagen. Frågan om revisorns ansvar för informationsgivningen och för att rapportera om oegentligheter inom företagen bör också analyseras.

Effektiv aktiemarknad

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 jämviktsmarknad sägs vara effektiv (i stark form).

$$X_{j,t+1} = P_{j,t+1} - E(P_{j,t+1} | I_t) \text{ där}$$

$P_{j,t+1}$ är faktisk kurs på aktie j vid tidpunkt $t+1$ E står för förväntat värde (i statistisk mening) I_t är den information som aktiekursen bygger på i period t $X_{j,t+1}$ definieras alltså som den kurs aktien faktiskt får vid tidpunkt $t+1$ minus den kurs vid tidpunkt $t+1$ som förväntades vid tidpunkt t på grundval av information I_t . Marknaden är då effektiv om följande villkor gäller:

$$E(X_{j,t+1} | I_t) = 0$$

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 stigit 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 slump-

fördelning 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 prognos ändamål. 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 kommer att följas 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 historisk 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 huvudtaget, dvs också icke publicerad information eller med andra ord inside information.

6. *Jämförelse mellan insiderlagstiftningar i olika länder*

Inledning

Syftet med det här kapitlet är att göra en systematisk jämförelse mellan hur insiderlagstiftningen byggts upp i olika länder. De punkter som behandlas är definitionen av insiders, definitionen av inside information, utformningen av förbudet mot missbruk samt hur missbruk upptäcks och bestraffas.

Definition av insiders

Det finns flera alternativ att välja emellan när man skall bestämma vilka som skall räknas som insiders. Tre tänkbara kategorier är:

1. Primära insiders, dvs styrelseledamöter, företagsledning samt konsulter som har en direkt insynsställning i bolaget.
2. Insiders som har tillgång till marknadsinformation. I denna grupp ingår personer med nära anknytning till värdepappersmarknaderna, exempel vis journalister, portföljförvaltare etc. I denna grupp kan också inräknas offentliganställda tjänstemän.
3. Personer som av en slump fått del av konfidentiell information — "taxichauffören".

Går man tillbaka i tiden några år är det den första gruppen som lagstiftaren intresserat sig för. Under senare år har man dock mer och mer strävat efter att inkludera också den andra gruppen. Däremot är det ovanligt att klassificera också personer i grupp 3 som insiders.

Som insiders räknas också vanligen personer som fått tips att handla från någon annan insider. I Norge och Danmark räknas alla med tillgång till inside information som insiders.

Det är naturligt att knyta definitionen av insider till varför vi uppfattar missbruk av inside information som ett brott. Det är den utgångspunkt som Löfmarck valt. Hon skriver att en lagstiftning kan utgå från ett önskemål att skydda

- (1) motparten i transaktioner med insiders
- (2) informationens rätta ägare, d v s företaget
- (3) marknaden i allmänhet

Gemensamt för punkterna 1 och 3 är att de implicerar en vid definition av begreppet insider. Punkt 2 däremot är snävare. Här träder arbetsgivar-/arbetstagarrelationen i förgrunden, dvs den relation som ligger bakom den s k misappropriation theory i USA. Löfmarcks uppfattning är att missbruk av inside information är ett brott därför att insiders berikar sig själv på andras bekostnad. Det intressanta här är normalt inte motparten, dvs punkt 1 ovan. Vanligen torde det heller inte vara företaget även om det finns exempel på att ett företag kan vilja väcka åtal mot en anställd som missbrukat inside information. I stället är det punkt 3 dvs marknaden i allmänhet som skadas av insiders verksamhet. I princip spelar det därvid ingen roll vem insidern är. Oberoende av om det är en styrelseledamot, sekreterare, mäklare eller taxichaufför är den ekonomiska skadan densamma, vilket alltså talar för en så vid definition av insider som möjligt.

Vilka räknas som insiders i Sverige

Enligt Värdepappersmarknadslagen utgör följande kategorier av fysiska personer med insynsställning i bolaget alltid insiders.

Förutom ett generellt förbud att handla med tillgång till inside information gäller för dessa att det är skyldiga att rapportera förändringar i sina aktieinnehav till VPC inom 14 dagar.

- (a) Styrelsemedlem (suppleant) i bolaget eller dess moderföretag.
- (b) VD och VVD i bolaget eller dess moderföretag.
- (c) VD eller annan ledande befattningshavare i dotterbolag om han

normalt kan antas få tillgång till förtrolig information, som kan påverka aktiekursen i bolaget.

- (d) Revisor (suppleant) i bolaget eller dess moderföretag.
- (e) Bolagsman i handelsbolag, som är moderföretag till bolaget (dock ej kommanditdelägare).
- (f) Ledande befattningshavare i bolaget eller moderföretaget samt utomstående med kvalificerat och stadigvarande uppdrag i bolaget eller moderföretaget, som dessa personer kan antas få tillgång till förtrolig information, som kan påverka kursen för aktierna i bolaget.
- (g) Den som själv eller tillsammans med närstående äger minst 5% av aktierna eller av röstetalet i bolaget.

Närstående kretsen utgörs av

- make eller sambo
- omyndiga barn under insiderns vårdnad
- juridisk person, över vars verksamhet insidern har ett *väsentligt inflytande* och i vilket insidern eller någon av ovan angivna närstående personer har ett *väsentligt ekonomiskt intresse*.

För de som räknats upp under punkterna c och f gäller att de betraktas som insiders först om de underrättats härom av bolaget.

I samband med uppköpserbjudanden utvidgas kretsen som betraktas som insiders till att gälla också arbets- och uppdragstagare såväl i det företag som avger budet som det företag som är föremål för uppköp.

Jämfört med utlandet (se nedan) är den svenska definitionen av insiders förhållandevis snäv. Den omfattar sålunda inte s k "tippees" — personer som fått tips att handla från en insider.

Sådana personer kan dock ådömas att betala in eventuell vinst från affären till staten. Insider-definitionen omfattar ej heller insiders med tillgång till marknadsinformation, dvs portföljförvaltare och andra med anknytning till aktiemarknaden. En tredje kategori som ej omfattas är juridiska personer undantagandes fåmansbolag under kontroll av en fysisk insider.

Ett investmentbolag uppfattas sålunda ej som en insider i ett bolag även om en eller flera personer i styrelsen är det.

Vilka räknas som insiders i utlandet

Insiderlagstiftningen är olika utformad i olika länder. Det gäller också definitionen av insiders. Här redogörs för reglerna i USA, Storbritannien samt EG.

USA

USA saknar en egentlig insiderlagstiftning. Där finns dock en äldre bestämmelse enligt vilken styrelseledamöter, företagsledningen samt personer som äger minst 10% av aktierna i företaget dels ålägges att rapportera förändringar i sina aktieinnehav dels förbjuds att ägna sig åt "spekulativa" affärer. Till sådana räknas köp och försäljning inom en sexmånadersperiod. (The short-swing rule). Den eventuella vinsten på sådana affärer skall betalas in till företaget.

Flertalet av de som i USA ställts inför rätta för insider brott har dömts enligt en paragraf som generellt förbjuder olika former av bedrägligt beteende. Vilka som kan dömas är inte helt klart. Enligt den s k "misappropriation theory" som f n dominerar tänkesättet omfattas flertalet anställda som fått del av inside information i tjänsten. Slutligen finns den s k Williams Act (1980) som förbjuder missbruk av inside information i samband med uppköpserbjudanden. Enligt denna lag är det förbjudet för alla som fått del av information om ett planerat uppköp från något av de berörda bolagen eller deras konsulter, att handla innan uppgifterna offentliggjorts.

Under 1987 lade SEC fram ett förslag till en insiderlag. Enligt förslaget definieras en insider som en person som fått del av inside information på ett otillbörligt sätt eller som utnyttjat informationen han fått del av i tjänsten på ett sätt som strider mot arbetsgivarens intentioner.

Storbritannien

I Storbritannien räknas som insiders personer som varit anställda eller varit uppdragstagare i ett företag (been knowingly connected with the company) någon gång under en sexmånadersperiod före ett köp eller försäljning av värdepapper. Personer som avses inkluderar styrelseledamöter, företagsledningen, övriga anställda, styrelseledamöter och anställda i närstående företag (dvs dotter- eller moderbo-

lag) samt personer som har en affärsrelation till företaget exempelvis revisorer, advokater, banktjänstemän och konsulter under förutsättning att de kan antas ha tillgång till kurspåverkande, konfidentiell information som det vore fel av den att offentliggöra. Större aktieägare ingår inte i insiderkretsen med motiveringen att de inte skall ha tillgång till mer information än små aktieägare. Juridiska personer ingår inte heller bortsett från de som står närtill företagen. Utöver de personer som räknats upp ovan och som betecknas som primära insiders ingår i den krets som förbjuds att handla också tippees. Personer som alltså fått tips från en insider om en händelse som sannolikt är kurspåverkande och som vet eller borde veta att uppgiften är konfidentiell får inte handla. Skulle han ha fått ett allmänt köpråd exempelvis —"Du bör köpa aktier i X därför att det kan bli en bra investering" är han inte förbjuden att handla. Den som gett rekommendationen kan dock dömas om han ingår i kretsen av primära insiders.

Slutligen finns ett förbud som är mer generellt så till vida att det omfattar envar som fått information om ett förestående takeover bud. En viktig förutsättning för att förbudet att handla skall träda i kraft är dock att han fått uppgifterna direkt eller indirekt från den som avser lägga budet. Skulle han få del av informationen från någon som inte är en primär insider i det berörda företaget är han inte förbjuden att handla.

I Storbritannien är skyldigheten för insiders att rapportera aktie-transaktioner begränsad till styrelseledamöter (inkl deras familjemedlemmar). Uppgifter skall skickas dagen efter transaktionen ägt rum till företaget där en förteckning skall finnas tillgänglig för den som vill ta del av den. Företaget är också skyldigt att ange styrelseledamöternas aktieinnehav i årsredovisningen.

I kapitel 3 redogjordes för ett rättsfall som gällde definitionen av insider. En högre domstol friade en person som fått information om ett förestående företagsköp. Det ansågs att eftersom han inte aktivt försökt få del av informationen så var han inte en insider. Domstolsutslaget ändrades sedermera. Innebörden är att "any person who obtains inside information is an insider". Detta kan möjligen tolkas som att alla kan riskera att betecknas som insiders d v s även personer i kategori 3 ovan (taxichauffören).

1987 antog EG-kommissionen ett förslag till ett direktiv om insiderhandel. Direktivet antogs definitivt i juni 1989. I ett första utkast begränsades definitionen av insider till att enbart omfatta primära insiders. Efter att de stora insiderskanalerna blivit kända i USA och Storbritannien utvidgades dock definitionen till att omfatta också personer med tillgång till marknadsinformation samt tippees. Enligt paragraf 1 räknas som primär insider en person som "på grund av anställning eller uppdrag får del av inside information". Enligt paragraf 3 skall också personer som "medvetet fått del av information från en av de personer som omfattas av paragraf 1 räknas som insider". I direktivet ges ingen exemplifiering av vilka kategorier som omfattas av förbudet att handla när de har tillgång till inside information. Följande torde dock ingå:

- Styrelsen
- Företagsledningen
- Uppdragstagare
- Portföljförvaltare
- Offentliga tjänstemän
- Personer som fått tips om de är medvetna om att informationen är konfidentiell

Däremot omfattas inte exempelvis större aktieägare, personer som fått del av inside information av en slump eller juridiska personer.

Definition av inside information

Med inside information brukar i de flesta länders lagstiftning avses information som inte är allmänt känd men som, om den vore känd, kan antas påverka aktiekursen i väsentlig grad. Huruvida viss information sedan verkligen visar sig påverka aktiekurserna eller ej är i princip 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 förestående 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.

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 ibland 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.

Vad menas med inside information i Sverige?

Värdepappersmarknadslagen har följande definition av vad som menas med inside information:

1. en omständighet i bolagets eller dess moderföretags verksamhet om vilken upplysning lämnas i årsredovisning delårsrapport eller årsbokslut, som ännu ej offentliggjorts, om omständigheten är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den blir allmänt känd,
2. en annan inte offentliggjord omständighet i bolagets eller dess moderföretags verksamhet, om omständigheten uppenbart är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den blir allmänt känd,
3. information om att det hos ett bolag vidtagits en åtgärd i samband med ett uppköpserbjudande.

Vad menas med inside information i utlandet?

USA

I USA saknas, som redan nämnts, en insiderlag och följaktligen också definition av inside information. I samband med olika rättsfall har dock utbildats en praxis enligt vilken inside information :

- avser specifika fakta eller händelser
- är oväntad
- med stor sannolikhet har väsentlig betydelse för kursställningar samt
- inte är allmänt känd

Storbritannien

I den brittiska lagen används begreppet "unpublished price-sensitive information" snarare än inside information.

Därmed avses information som är specifik, exempelvis beslut om utdelning, resultatsiffror, beslut om företagsköp samt förändringar av styrelsens sammansättning. Med opublicerad information avses information som inte är allmänt känd. Det är alltså inte nödvändigt att företaget officiellt tillkännagivit en nyhet; det räcker med att den finns tillgänglig för en grupp människor. Det krävs också att det är sannolikt att informationen skall ha en väsentlig (materiell) inverkan på aktiepriset. Någon precisering ges dock ej.

EG

I EG-direktivet återfinns följande definition av inside information:

"Inside information är specifik information som inte är tillgänglig för allmänheten hänförlig till ett eller flera företag som emitterat värdepapper eller till ett eller flera värdepapper som, om den skulle publiceras, sannolikt skulle i väsentlig grad priset på värdepappret (värdepappren) i fråga."

Paragrafen torde kunna tolkas som att man med inside information avser såväl uppgifter om exempelvis ett företagsuppköp som marknadsinformation avseende en specifik typ av värdepapper.

Förbud mot missbruk av insidside information

Missbruk av inside information är definitionsmässigt klandervärt. Ett lagstadgat förbud mot ett sådant missbruk är dock av relativt sent datum, i varje fall i Europa. Flera alternativ finns när det gäller att beivra missbruk av inside information.

En insider kan dömas antingen enligt brottsbalken (criminal offence) eller i ett civilmål (civil offence). Man kan också tänka sig olika

former av självreglering. Straffen kan också variera, från ett avstående av vinst till böter och skadestånd samt fängelse.

Förbud mot missbruk av inside information i Sverige

I den svenska lagstiftningen finns två förbud:

- (1) Enligt §7 i insiderlagen får den som fått kännedom om ett planerat take-over bud inte handla i bolagets aktier eller råda annan att handla.
- (2) I §8 förskrivs att det också är förbjudet att handla eller råda andra att handla för personer i insynställning med tillgång till inside information.

Straffet för den som uppsåtligen eller av grov ouppmärksamhet bryter mot dessa förbud är böter eller fängelse i högst 6 månader, eller om brottet anses som grovt, i högst 2 år. Därtill kommer att insiderns vinst kan förverkas. Det senare gäller också vinster för den som handlar på basis av ett tips. I den svenska lagen finns inte möjligheter att öppna en civilprocess.

Förbud mot missbruk av inside information i utlandet

USA

I USA finns för det första det generella förbudet att köpa och sälja aktier inom en sex-månaderperiod. En eventuell vinst på en sådan affär skall inbetalas till företaget. Förbudet är dock inte särskilt effektivt eftersom det är lätt att gå runt. Det finns också ett generellt förbud för insiders att "blanka", dvs sälja aktier som man inte själv äger.

Flertalet av de insider mål som lett till fällande domar i USA har varit civilmål. Straffet här är förverkande av den vinst som insidern gjort samt, från 1988, ett skadestånd på upp till 1 miljon dollar eller 3 gånger den vinst som insidern gjort genom sin affär. Därutöver finns emellertid också möjligheten att döma insidern enligt strafflagen, dvs genom att utmäta ett fängelsestraff. Maximum är 10 år vartill kan komma böter på max \$ 1 miljon. Boesky dömdes till ett tre-årigt fängelsestraff. Enligt Löfmarck är detta för flertalet insiders ett mycket allvarligare hot än ett eventuellt skadestånd.

Kärandeparten i de amerikanska civilmålen är SEC. Skadeståndet inlevereras till statskassan. Det är alltså inte aktieägarna som handlat med insidern som kompenseras ej heller företaget.

Enligt uppgift i Löfmarck skulle det dock förekomma att staten avsätter en del av skadeståndet till fonder som kan användas för att kompensera aktieägarna som lidit skada. De aktieägare som handlat med insidern samt företaget med möjligheter att få ersättning med upp til två gånger insiderns vinst. De kan också själva öppna en process. Sådana processer tycks dock inte vara särskilt vanliga.

Parentetiskt kan noteras att i ett uttalande inför kongressen, december 1988, har SECs budget på \$ 143 miljoner ansetts för liten vilket på senare tid lett till svårigheter att rekrytera bra jurister. SEC har därför föreslagit att en del av skadestånden skall tillfalla SEC.

Storbritannien

Enligt den brittiska lagen är det förbjudet för en insider att

- (a) själv handla med aktier eller andra värdepapper
- (b) att råda andra att handla
- (c) att sprida inside information till andra som kan tänkas utnyttja uppgifterna till att handla

Förbudet gäller affärer på Londonbörsen samt affärer utanför börsen men genom förmedling av en mäklare. Affärer utanför börsen mellan två enskilda parter omfattas inte av de straffrättsliga bestämmelserna. Det är vidare förbjudet att råda andra att handla på utländska börser. Däremot är det inte förbjudet för en insider att själv handla på en utländsk börs. Anledningen till denna lucka i lagstiftningen lär bero på en motvilja från regeringen att lagstifta mot en handling begången i ett annat land.

Straffet för insiderbrott är böter (bötesbeloppet är obegränsat) eller fängelse i upp till 2 år. I lindriga fall kan dömas till böter på f n maximalt 2000 pund eller fängelse i upp till 6 månader. En intressant observation är en tendens till hårdare straff för de insiders som avslöjats under senare år. Collier skulle sålunda ha kunnat göra en vinst på 15000 pund. Nu dömdes han till fängelse i ett år samt böter på 25 000 pund plus att betala rättegångskostnaderna på 7 000 pund.

Vid sidan av de straffrättsliga bestämmelserna finns sedan 1986 ett

system för självreglering. Ramen för denna återfinns i The Financial Services Act. The Financial Services Act kräver att alla som arbetar med kapitalplacering måste vara auktoriserade.

Normalt sker det genom en s k "self regulating organisation" (SRO). Den viktigaste av dessa är The Securities Association som omfattar värdepappersmarknaderna.

I toppen för de olika SRO återfinns SIB, The Securities and Investment Board. Syftet med SIBs och SROs verksamhet är att se till att medlemmarna tillgodoser klienternas önskemål på bästa sätt och under iakttagande av god sed. Klienter som anser sig förfördelade har rätt att stämna det företag de handlat igenom. För att klart markera de rättigheter och skyldigheter som finns har SIB utarbetat en regelsamling. En av de viktigaste bestämmelserna i denna (vad avser insider trading) är att företag inte får handla i aktier eller andra värdepapper om en ledande tjänsteman är förbjuden att handla därför att han har tillgång till inside information. Undantaget från förbudet är transaktioner som föranletts av omständigheter som gör det klart att syftet inte varit att dra nytta av inside information.

Det finns också ett undantag för de företag som arbetar med olika verksamheter skilda åt genom s k chinese walls. Därmed anses att om en person arbetar med att hjälpa ett börsföretag med en rekonstruktion är det möjligt för en annan avdelning att ge kunder råd att handla med aktier förutsatt att företaget är organiserat så att informationen inte skall kunna föras vidare från den person/avdelning som arbetar med konsultationer gentemot börsföretaget till den avdelning som har kundkontakter.

Förbudet för ett företag att handla om någon ledande tjänsteman har tillgång till inside information gäller också USA. Efter Boeskys erkännande avslöjades sålunda att Kidder Peabody, en stor amerikansk fondkommissionär, hade köpt aktier där man hade fått information om att ett take-over bud kunde väntas. Kidder Peabody dömdes att betala \$ 25 miljoner i skadestånd.

I Storbritannien finns ännu inget liknande exempel. Det noteras dock att Collier fick den information han utnyttjade för sina spekulationer genom att han ombads gå runt den "chinese wall" som fanns i hans företag, Morgan Grenfell. Collier tillfrågades nämligen om han hade synpunkter på priset på ett företag som skulle köpas upp. I praktiken har det således visat sig svårt att upprätthålla de gränser mellan avdelningarna i ett stort företag som SIB föreskriver. Det torde natur-

ligtvis i än högre grad gälla mindre företag.

Andra bestämmelser som SIB utfärdat är att om ett fondkommissionärsbolag fått i uppdrag att köpa/sälja aktier för en kunds räkning så får inte bolaget handla i egen räkning förrän kundernas uppdrag utförts. Även här finns vissa undantag exempelvis om någon handlar utan att ha haft kunskap om kundordern. Vidare finns ett förbud att handla i egen räkning om bolaget gjort en analys av ett företag med en köp- eller säljrekommendation avsedd att distribueras till bolagets kunder.

Slutligen kan nämnas att fondkommissionärsbolag och andra bolag som faller under SIB måste åta sig att i anställningskontrakten med sina anställda informera dessa om gällande regler. Arbetsgivaren är också skyldig att se till att det finns rimliga kontroller så att ingen anställd utför transaktioner som står i strid med lagens och SIB's bestämmelser. Skulle någon anställd bryta mot de här bestämmelserna är det arbetsgivarens skyldighet att vidta åtgärder t ex avsked. Skulle så inte ske kan resp SRO ingripa mot företaget. Både SIB och SRO har en rad möjligheter till sitt förfogande när det gäller att komma till rätta med ett missförhållande — viten, föreskrifter, upphävande av auktorisation m m. Det finns också möjligheter för de privatpersoner som drabbas att öppna en civilprocess. Det gäller också om något företag eller någon anställd under SIB missbrukat inside information. Sannolikheten för att någon skall utnyttja denna möjlighet bedöms dock som låg.

EG

I direktivet sägs endast att varje enskilt land självt har att besluta om missbruk av inside information skall bestraffas.

Hur upptäcks missbruk av inside information

Svårigheterna för berörda myndigheter att upptäcka brott är stora. Flera av de avslöjanden som gjorts i såväl USA som Storbritannien grundas på tips från arbetskamrater. Det gäller både Levine och Collier. I Sverige har ingen person ännu fällts för att ha missbrukat inside information. El Sayed kan bli den förste. I hans fall måste dock det eventuella insiderbrottet betecknas som sekundärt och relativt ointressant i förhållande till de övriga förseelser han gjort sig skyldig till.

Hur upptäcks missbruk i Sverige

I den svenska insiderlagen har Bankinspektionen uppgiften att undersöka misstanke om brott. I första hand sker detta genom att Bankinspektionen äger rätt att begära in avräkningsnotor från fondkommissionärer. Föreligger misstanke om otillåten insiderhandel i ett företags aktier kan alltså Bankinspektionen få reda på vilka som handlat med aktien. Bankinspektionen har också möjlighet att kontakta dels det berörda företaget, dels den person som misstänks för brott. Anser Bankinspektionen efter sina preliminära undersökningar att misstanke om brott kvarstår överlämnas ärendet till åklagare.

Bankinspektionen svarar inte själv för den dagliga bevakningen av börshandeln. Denna görs i stället av Stockholms Fondbörs av den enhet som ansvarar för den dagliga handeln. Bevakningsuppgiften fullgörs på olika sätt. Viktigast är att de berörda tjänstemännen har en känsla för vilka kursrörelser som är normala. Det gäller i varje fall de börsregistrerade bolagen. För OTC-bolagen, där handelsstatistiken ännu inte föreligger för en tillräckligt lång period, är problemen större att avgöra när det finns anledning ingripa med en fördjupad undersökning.

Fondbörsen har också datoriserade program som ger signaler vid stora kursrörelser. Som exempel kan nämnas att om köpkursen i ett företags aktier avviker med mer än 5% från föregående dags slutkurs skrivs företagets namn upp på en lista. Samma sak gäller om betalkurserna under dagen skiljer sig åt med mer än 5%.

Den första åtgärden när någon på Fondbörsen observerar en anmärkningsvärd kursrörelse och efter att man kontrollerat att grundnoteringarna är riktiga är att se om det finns en "naturlig" förklaring. Exempel kan vara en ränteändring, en delårsrapport, en nyhetsartikel etc. Finns ingen sådan förklaring kontrolleras om kursrörelserna kan återföras till någon enskild mäklare. Som hjälpmedel finns här ett program som visar vilken mäklare som initierat ändringar i budgivningen. Det går alltså snabbt att se om samma mäklare svarat för successiva justeringar av köp- eller säljkursen i ett företags aktier. Skulle så vara fallet har Fondbörsen rätt att fråga mäkklaren vem som ligger bakom köp- eller säljintresset. Syftet med sådana frågor är att klargöra om mäkklaren agerat professionellt korrekt, dvs att det finns bakomliggande kundorder som motiverar kursändringarna. Uppgiften är alltså inte att söka efter misstänkta insideraffärer.

Fondbörsen och Bankinspektionen har ett nära samarbete. Det tar sig bl a uttryck i att Fondbörsen rutinmässigt skickar listor till Bankinspektionen med uppgifter om affärer som ägt rum en tid före det en större nyhet tillkännages. Den tidsperiod som listorna omfattar kan variera beroende på hur börskursen utvecklats, men torde ligga kring en månad. Listorna innehåller data över tidpunkt för affären, belopp och mäklare. På grundval av dessa listor begär Bankinspektionen in kopior av avräkningsnotorna från mäklarna. Med notorna som underlag görs sedan en förteckning över samtliga köpare eller säljare. Namnen på förteckningen jämförs sedan med registret över insiders i de berörda företagen. Eftersom samtliga anställda omfattas av insiderlagen i take-overfallen innebär det att Bankinspektionen tvingas kontrollera namnuppgifter från tusentals avräkningsnotor mot anställningslistor som också kan omfatta flera tusen personer.

Innebörden är att granskningen inte kan bli 100-procentig. Ett sätt att underlätta granskningen vore att lägga upp ett datoriserat register dels över de personer som formellt är anmälda som insiders, dels eventuellt också alla övriga personer, släktingar, grannar, skolkamrater etc som har sådan anknytning till insiders att de skulle kunna misstänkas för att få del av förtrolig information. Ett sådant register är dock inte tillåtet att föra i vårt land. Det skulle strida mot datalagen.

För närvarande får Bankinspektionen därför förlita sig på manuell granskningsrutiner. Dessa torde säkert vara tillräckligt effektiva för upptäckt av "rena" insideraffärer, dvs de där en registrerad insider handlar i eget namn. Bulvanköp och andra mer komplicerade affärer är däremot betydligt svårare att upptäcka. Skulle affären vara exceptionellt stor kan det dock gå, vilket Ljungdahls är ett exempel på. Innan Munksjö lagt sitt bud på Ljungdahls hade Ljungdahls börskurs legat stilla under lång tid. Några dagar före budet steg dock både kursen och omsättningen. Bland köparna fanns en person som köpt aktier för flera miljoner kronor. Personen var inte anställd i något av bolagen. En undersökning visade dock att han hade en anknytning till Munksjö. Ärendet lämnades därför över till polisen för närmare utredning.

Munksjö-Ljungdahls är ett exempel på en take-over där Bankinspektionens undersökning lett fram till en polisanmälan. Ett annat gäller Pharmacia-Leo. Här visade granskningen av avräkningsnotor att fyra anställda i Pharmacia hade köpt aktier i Leo. Efter polisutredning fattades emellertid beslut att lägga ner målet.

Ytterligare ett uppmärksammat fall av misstänkt insiderhandel där åtalet lagts ner gäller Refaat El-Sayed. Strax innan affären med Volvo blev känd hade han köpt en stor post aktier i Fermenta. Att åtalet lades ner berodde bl a på att en mäklare vid Jacobson & Ponsbach förklarat att köpet gjorts utan El-Sayeds vetskap.

Ännu ett exempel på ett nedlagt ärende gäller den del av lagstiftningen som behandlar skyldigheten för insiders att registrera sitt aktieinnehav. En nyutnämnd VD hade försummat att anmäla att han vid tillträdet ägde 765 aktier i bolaget.

Hur upptäcks missbruk i utlandet

USA

Upptäckten av de stora insiderskandalerna i USA har lett till krav på att ytterligare resurser avsätts för att spåra insiderbrott. Ett skäl skulle kunna vara att den nuvarande kontrollapparaten uppfattas som ineffektiv. Flertalet allvarliga överträdelse av insiderlagarna, erkännerligen Levine och Boesky, har sålunda avslöjats via tips. Det är mot den bakgrunden man skall se SECs taktik. Den har ofta varit att utlova straffnedsättning om den gripne medverkar aktivt i utredningen genom att namnge sina kontaktpersoner. Det finns alltså klara brister i övervakningen av handeln. Det har medfört att SEC begärt 50 nya tjänster utöver de 206 som f n är anställda i den avdelning som arbetar med att kontrollera efterlevnaden av lagar och rekommendationer. SEC kommer också att satsa stort på att göra information från företag mer allmänt tillgänglig. Ambitionen är att de rapporter som f n skickas in på speciella blanketter i stället skall överföras via data direkt från företagen. Det kommer att avsevärt korta av den tid det tar innan informationen kan utnyttjas av aktiemarknaden.

Datorer spelar också en viktig roll i New York-börsens övervakande verksamhet. I en särskild databas — ASAM, Automated Search and Match System, finns uppgifter om etthundratusen individer med anknytning till aktiemarknaden. Bland uppgifterna ingår skola klubb-tillhörighet, namn på familjemedlemmar och släktingar etc. Databasen används för att kontrollera om personer som handlat i aktier som haft en onormal kursutveckling kan knytas till någon insider. Jämfört med den tidsödande manuella sökprocess som exempelvis den svenska Bankinspektionen tvingas förlita sig till framstår naturligtvis systemet i New York som mycket mer effektivt. Sen kan man

fråga sig om de avslöjanden som gjorts i USA av New York-börsen och SEC är värda priset i form av intrång i den personliga integriteten.

Det berättas att ett av SECs ingripanden baserades på att man gått igenom en misstänkt insiders sopor. Där hade man funnit ett komprometterande meddelande instoppat i en tom konservburk.

Detta speglar en attitydskillnad mellan USA och Europa. I USA, dvs på SEC, är de som arbetar med insiderfrågor mycket friare att agera på egen hand. SEC har också större resurser vilket möjliggör att man kan ägna veckor åt att granska telefonräkningar, bankkonton etc, vidare är den amerikanska lagstiftningen uttryckt i ganska allmänna ordalag vilket skapar större utrymmen för tolkningar. SEC uppfattas också som en mycket attraktiv post i karriären för jurister som arbetar inom värdepappersrätt.

I flera länder är det polismyndigheterna som svarar för utredningar i samband med misstankar om insiderbrott. Eftersom polisen saknar specialkunskaper är det svårare att få en insider fälld. SEC däremot, har större möjligheter att nå resultat.

Visserligen slutar inte alltid insidern i fängelse. Snarare blir resultatet att han, utan att erkänna sig skyldig, återbetalar eventuella vinster på sina insideraffärer och förklarar att han inte avser att handla med tillgång till förtrolig information i framtiden. Alternativt kan insidern få en straff lindring om han i likhet med Levine samarbetar med SEC för att få fast andra insiders.

Den skärpta övervakningen av insiders har också blivit märkbar på ett annat plan. Genom SECs påtryckningar har ett internationellt samarbete börjat växa fram i syfte att komma åt de insiders som handlar via utländska banker. Schweiz har sålunda i flera fall accepterat att lätta på banksekretessen när bevisen mot den misstänkte insidern är tillräckligt starka. Också mellan USA och Storbritannien finns en principöverenskommelse som skall göra det möjligt att efterforska insiders i båda länderna. Ytterligare länder diskuterar liknande överenskommelser.

Storbritannien

I Storbritannien finns regler om hur missbruk av inside information skall undersökas såväl i The Financial Services Act som i aktiebolagslagen. Gemensamt för båda lagarna är att om regeringen, dvs i praktiken handelsministeriet (Department of Trade), misstänker ett brott så

äger man rätt att utse två utredningsmän (Inspectors). Vanligen utgörs dessa av en framstående jurist och en ekonom, exempelvis en revisor. Utredningsmännen har vittgående befogenheter. De kan begära att vem som helst som kan antas ha anknytning till målet att redogöra för vad han känner till. Vägran att ställa upp medför att personen kan ställas inför rätta. Utredningsmännen äger också rätt att ta del av avräkningsnotor, kontoutdrag och andra dokument. Finner utredningsmännen att det är sannolikt att ett brott blivit begånget överlämnar de sin rapport till domstolen.

Misstanke om missbruk av inside information kommer fram antingen genom börsens löpande kontroll eller, vilket är det vanligaste, genom tips från exempelvis mäklare. Londonbörsen har ett avancerat stockwatch-program som gör det möjligt att direkt se vem eller vilka som handlat i aktier vars värde förändrats med en viss procent-sats. Man har också möjlighet att undersöka om en viss person handlat en viss dag, vem som köpt/sålt ovanligt stora poster etc. På börsens dator finns också uppgifter om alla personer som tidigare undersökts i samband med oförklarliga kursrörelser, insiders i börsföretag, rådgivare, konsulter m fl.

Det är oklart i vilken utsträckning den mycket omfattande databas som börsen byggt upp möjliggjort ingripanden mot insiders. De senaste åren har dock antalet undersökningar där handelsministeriet tillsatt utredningsmän, ökat kraftigt. Vid slutet av 1987 pågick 14 utredningar. En orsak till varför börsens utredningar ofta misslyckas är att den som identifieras i samband med en misstänkt affär inte handlat i eget namn. Collier köpte sålunda sina aktier genom ett bolag på Cayman Islands — Pureve. Att han ändå avslöjades beror på att den ena mäklaren som genomförde aktieköpet råkade känna till att Pureve var ett bolag som kontrollerades av Collier. När därför frågan ställdes om vem som köpt aktierna kunde man snabbt klara ut att det måste ha varit Collier. Normalt skulle inte en sådan här affär ha avslöjats. För att ändå försvåra för insiders att handla genom utländska börser har Londonbörsen träffat avtal med några andra länder om biträde i samband med utredningar. I SIBs regelsamling finns också en bestämmelse att om någon mäklare handlar för egen räkning, affärerna normalt skall göras genom den egna firman. Det föreligger också en skyldighet för alla anställda som handlat med värdepapper att anmäla detta till arbetsgivaren.

7. *Regleringen av insider-handeln i Sverige*

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. Ämnet är 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.

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. Inledningsvis 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".

Utredningen tog avstånd från lagstiftning mot missbruk av inside information. 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 snäv 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 insidern 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 registreringskyldighet 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 utredningen 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 företagets ekonomiska informationsgivning. En rekommendation om detta 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 registreringskyldigheten 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 vara 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 viken 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 departe-

mentschefens 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 ordning medfört att det är Bankinspektionen som kontaktas när någon vill ha uppgifter om insiders aktieaffärer. På Bankinspektionen finns alla anmälningsblanketter samlade per företag till vilka vem som helst har tillträde. Däremot 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 företagens 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 de ökade andelen kunde uppfattas som att "respekten för insiderlagstiftningen och statsmakternas i samband därmed uttalade önskemål har minskat".

Det bör understrykas att Bankinspektionens undersökningar utslutande 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 aktiemarknaden viktig information. (En sådan analys har dock gjorts av Bankinspektionen på uppdrag av Värdepappersmarknadsutredningen, se nedan.) Allt vad statistiken visade 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 sådes 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. Bankinspektionens föreslog också att 10-procentgränsen för registrering borde sänkas till 5 procent. De stora när-

ingslivsorganisationerna 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.

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 var ett förslag att missbruk av inside information skulle vara straffbart.

Utgångspunkt för Värdepappersmarknadsutredningens förslag

Värdepappersmarknadsutredningens utgångspunkt var att missbruk av inside information är oacceptabelt. Anledningen var 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 underbyggdes med referat från massmedia av ett antal insideraffärer (se ovan) samt en analys av insiderstatistiken för 1979. Analysen visade bl a att i företag med en mycket positiv kursutveckling domineras insideraffärerna av köp. För första halvåret 1980 var 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 möjligheten att gå in och ur papperen vid den tidpunkt som är ekonomiskt gynnsamt". Beteendet hos insiders i de företag som utvecklats sämst gjorde det dock svårare att dra bestämda slutsatser. Visserligen är omsättningen väsentligt mindre för dessa bolag men även här dominerade köpen.

Utredningen undersökte också lönsamheten i s k kritiska affärer, dvs affärer som genomförts mindre än 30 dagar före publiceringen av delårsrapporter etc. Undersökningen visade att lönsamheten i dessa kritiska affärer var mycket hög. Mellan köpet och årsskiftet hade aktiekurserna i genomsnitt stigit med 60 procent på årsbasis. För försäljningarna gällde att säljaren sluppit en kursnedgång på 20-30 procent på årsbasis. För hela året 1979 gällde vidare att Japos generalindex låg i stort sett stilla. Vad statistiken alltså tycktes visa var att

insiders utnyttjar sitt informationsövertag.

Den slutsatsen är dock inte självklar. Endast en mindre del av ovanstående kursförändringar ägde nämligen rum under de första 30 dagarna. Eftersom dessutom många av de "kritiska" affärerna gjordes 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 kortsiktig vinst. Enligt utredningen understryker detta svårigheten att fastställa om missbruk av inside information verkligen förelegat. Utredningen tycktes 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 (d v s 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 var att vissa insideraffärer skulle förbjudas. Detta innebar en väsentlig skärpning av attityden jämfört med Fondbörsutredningen. Tidigare avisades tanken på ett förbud med motivet att det saknades erfarenhet i Sverige av åtgärder för att reglera insiderhandeln. Utredningen skrev att en skärpning av lagstiftningen var 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 insiderlagstiftningen...". 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 föreslogs gälla två typer av insideraffärer:

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

Offentliga förvärv

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 erbjudandet 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.

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 ansåg dock att denna rekommendation var otillräcklig.

I likhet med Näringslivets Börskommittés rekommendation om uppköpserbjudanden föreslogs förbudet gälla alla dem som i sin egenskap av arbetseller uppdragstagare i de berörda företagen fått kännedom om erbjudandet. Därtill kommer större aktieägare som blivit förhandsinformerade. Förbudet skulle gälla från den tidpunkt förslaget presenterats i det erbjudande företagets styrelse. Risken för missbruk av inside information dessförinnan bedömdes så låg att den inte motiverade en utvidgning av förbudet.

Övrig insiderhandel

Det av Värdepappersmarknadsutredningen vid flera tillfällen kommenterade problemet att avgöra om missbruk av inside information 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 föreslogs ett förbud, 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 kursdrivande natur inte offentliggjorts*. Förbudet avsåg också rådgivning (tips). Förbudet

föreslogs gälla dels alla de som för 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 omfattades inte direkt av förbudet att handla. Vidare gällde 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.

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 insynsställning 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 avskrivas.

Utvidgning av insiderkretsen

Som redan nämnts föreslog utredningen att definitionen av insiders skulle vidgas. I likhet med Fondbörsutredningen föreslog Värdepappersmarknadsutredningen att större aktieägare skulle betecknas som insiders. Anledningen var att "dessa ofta får förhandstillgång till

förtrolig information om företaget". Påståendet motiverades inte närmare. Fondbörsutredningen hävdade på sin tid motsatsen, d v s att större aktieägare inte hade ett informationsövertag. Det bör också noteras att en i rekommendation från Stockholms Fondbörs sägs "att alla intressenter på aktiemarknaden skall få information samtidigt".

Beträffande definitionen av *större* sades att redan mindre innehav än 5 procent kan ha strategisk betydelse. En högre siffra än 5 procent bör därför inte komma ifråga. Man kan här återigen göra en jämförelse med Fondbörsutredningen som argumenterade för en 10-procentgräns.

Mer utrymme ägnas åt förslaget att inte inkludera 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, d v s 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 styrelse är ju samma personer som man tidigare förklarat att man ville skydda allmänheten mot. En liknande synpunkt fördes 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 industri företagets styrelser.”

Krav på snabbare registrering

Enligt 1972 års lag skulle en insider rapportera eventuella affärer inom 30 dagar. Utredningen konstaterade att det relativt ofta förekommer att den här tidsfristen överskrids. Det vanligaste skälet som anförs av den försumlige är glömska. Mot denna bakgrund föreslog utredningen att anmälan i framtiden i stället skulle göras inom 14 dagar. Tanken var 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.

En lindring i rapporteringsskyldigheten föreslogs för mindre aktieaffärer. Eftersom lagstiftningen är inriktad mot ”mera allvarliga fall” föreslogs 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 var 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 anförde 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 efterlyste en mer preciserad definition av vilka händelser som bör ge upphov till ett förbud mot handel.

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

En annan fråga där oenigheten i förhållande till utredningens förslag är påtaglig gällde definitionen av insiderkretsen. Aktiespararna krävde sålunda att man även borde inkludera tekniska insiders, alltså de som professionellt handlar med aktier: journalister m fl. Bankinspektionen var tveksam till om juridiska personer borde utlämnas. Å andra sidan fanns ett flertal organisationer som menade att det är fel att inkludera större aktieägare. Det gällde först och främst Industriförbundet m fl, Aktiefrämjandet och Svenska Värdepappersfonders förening. Fjärde AP-Fonden ville för sin del höja gränsen från föreslagna 5 till 10 procent.

Värdepappersmarknadslagen

Värdepappersmarknadsutredningens förslag blev lag 1985 i och med att värdepappersmarknadslagen, VML, antogs. 1985 blev det alltså

förbjudet för insiders att handla om de hade tillgång till inside information. Bankinspektionen informerade dock regeringen redan i slutet av 1986 att lagen var otillräcklig. I en skrivelse hävdades att Inspektionen i flera fall konstaterat att spekulation inträffat i bolag som blivit utsatta för take-overs innan dess att beslut därom fattats vid ett styrelsesammanträde. Bankinspektionen föreslog därför att VML skulle ändras så att lagen blev tillämplig så snart förberedelser vidtagits för att lämna ett take-overbud. Bankinspektionen föreslog vidare att dess frågerätt skulle utvidgas till att omfatta också personer som fått råd och tips att handla av en insider (d v s tippees). Båda förslagen antogs av riksdagen 1987. Samma år tillsattes Värdepappersmarknadskommittén med Staffan Vängby som ordförande.

Kommitténs uppgift var att göra en översyn av förhållandena på värdepappersmarknaderna inklusive reglerna för insiderhandeln.

Fondkommissionslagen

Förutom i värdepappersmarknadslagen finns regler som syftar till att förhindra missbruk av insideinformation i 1979 års fondkommissionslag. Följande redogörelse för innehållet i lagen är hämtat från en cirkulärskrivelse från Svenska Fondhandlareföreningen daterad 1989-06-08.

4. Fondkommissionslagen (1979:748)

Den som på grund av befattning eller annan anknytning till fondkommissionär har tillgång till information om uppdragsgivares värdepappersaffärer, som har en sådan omfattning att kursen kan påverkas, är underkastad förvärvsbegränsning dvs kan inte för egen räkning, annat än för långsiktig förmpgenhetsförvaltning, genom köp eller byte förvärva fondpaper (39§). Vederbörande är dessutom anmälningsskyldig för sina och närståendes värdepappersaffärer (40§). Den närmare innebörden av dessa bestämmelser redovisas i följande avsnitt.

4.1 Personkrets som är underkastad förvärvsbegränsning

De anställda eller andra med anknytning till fondkommissionären, som omfattas av förvärvsbegränsning enligt 39§ fondkommissionslagen, underrättas av företagsledningen skriftligen om detta. Avgörande är om personen i sin befattning normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer (orderläget), som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas. Någon allmängiltig förteckning över vilka personer som skall omfattas av förvärvsbegränsningen är inte möjlig att upprätta. Det är istället varje företags organisation och arbetsfördelning bland de anställda, som är avgörande för hur personkretsen bestäms.

Som vägledning för att bestämma vilka personer, som kan anses ha sådan insyn i orderläget att förvärvsbegränsning enligt fondkommissionlagen skall gälla, kan nämnas t ex börsombud, mäklare, chef för fondavdelning eller motsvarande, ordermottagare

eller andra befattningshavare i bank eller fondkommissionsbolag, som i sitt arbete normalt får sådan kännedom om uppdragsgivares värdepappersaffärer att de med utnyttjande därav kan skaffa sig ekonomiska fördelar. Beroende på hur arbetet organiserats, kan i det enskilda fallet i kretsen ingå också konsulter och andra uppdragstagare, om de har den angivna insynen i oderläget, liksom ägare som tar aktiv del i bolagets verksamhet. Det åligger således företagsledningen att skriftligen, så snart omständigheterna motiverar detta, underrätta berörda personer om förvärvsbegränsningen och på lämpligt sätt förvissa sig om att dessa tagit del av reglerna.

4.2 Fondpapper

De värdepapper som omfattas av fondkommissionslagens regler om förvävsbegränsning och för vilka anmälan om förändrat innehav skall göras är fondpapper, dvs aktie, annat bevis om delaktighet i bolag, obligation, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsett för allmän omsättning samt andel i aktiefond. Undantagna är sådana obligationer och förlagsbevis som inte är konvertibla. En förtydligande uppställning över vilka fondpapper och andra finansiella instrument (fondpapper m m), som enligt fondkommissionslagen och dessa handlingsregler skall anses omfattade, finns i bilaga 1.

4.3 Förvävsbegränsning

Ett förvärv antas vara gjort i annat syfte än för långsiktig förmögenhetsförvaltning om:

- försäljning sker inom två år från förvärvet (2-årsreglen), eller
- förvärvet finansieras av en kredit, i synnerhet om det är fråga om större kredit.

Lämnar arbetsgivaren kredit för förvärv av fondpapper skall kreditprövning ske enligt samma principer som gäller för övriga kunder. Består säkerheten för krediten av fondpapper, får dessa värderas till högst de av bankföreningen rekommenderade belåningskurserna.

Antagandet att ett förvärv ej varit avsett för långsiktig förmögenhetsförvaltning förstärks om försäljning sker kort tid efter förvärvet.

Slutsatsen av de vid lagstiftningen fastlagda principerna är att berörd personkrets i princip inte får avyttra värdepapper inom två år från förvärvet.

4.3.1 Undantag från 2-årsregeln

Undantagsvis kan 2-årsreglen frångås och försäljning ske inom två år från förvärvet om speciella skäl finns såsom:

- ändrade familjeförhållanden,
- angelägna utgifter har uppkommit, som vid förvärvet av aktuella fondpapper mm ej kunnat förutses,
- sjunkande kurser, varvid avses att kursen sjunker under anskaffningskurs,
- förvärvet har uppkommit genom nyemission eller pga inköpsrätter grundade på visst innehav av fondpapper,
- försäljningen avser överskjutande emissionsrätter.

Aktualiseras en försäljning inom två år från förvärvet av fondpapper mm, som omfattas av förvävsbegränsning, bör den anställde, för att få visshet om att han ej handlar i konflikt med reglerna, till av företagsledningen utsedd person förhandsanmäla och motivera den planerade försäljningen. Då avräkningsnota erhållits skall, enligt punkt 4.4 nedan, försäljningen ofördröjligen anmälas skriftligt till denne. Den vid förhandsanmälan lämnade motiveringen till det förändrade innehavet skall dokumenteras på anmälningen.

4.3.2 Speciella undantag från förvävsbegränsningsreglerna

Förvärvas fondpapper för långsiktig förmögenhetsförvaltning indirekt genom förvärv av köpoption, teckningsoption resp konvertibelt andelsbevis eller konvertibelt skuldebrev som leder till lösen, nyteckning resp konvertering till avsett fondpapper, får detta ske utan hinder av förvärvsbegränsningen. Fondpapper förvärvade på detta sätt får inte, annat än i sådana fall som nämnts i punkt 4.3.1, avyttras inom en tvåårsperiod från anskaffningen av det instrument (köpoption, teckningsoption etc), som givit upphov till förvärvet av fondpappren.

Under förutsättning att principerna om långsiktig förmögenhetsbegränsning inte åsidosätts, får anställd utan hinder av förvärvsbegränsningen försäkra sitt innehav av fondpapper genom förvärv av säljoptioner respektive utfärdande av köpoptioner samt försäljning på termin. Det är även tillåtet att genom kvittning neutralisera sådana optionspositioner som anskaffats i försäkringssyfte samt genom köp på termin neutralisera sådana terminspositioner som anskaffats i försäkringsyfte.

I det fall att insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer, som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas, enbart gäller vissa enstaka slag av fondpapper som inte har något kursberoende samband med andra fondpapper eller finansiella instrument, t ex insynen gäller enbart orderläget för lokalt handlat aktie (lokal aktiehandel), gäller förvärvsbegränsningen enbart de fondpapper i vilka insyn i orderläget förekommer.

Ett annat exempel är om verksamheten hos fondkommisionären lokalmässigt är ordnad så att insyn i orderläget enbart förekommer i en viss grupp av fondpapper m m där fondkommissionslagen och dessa handlingsregler föreskriver förvärvsbegränsning, se uppräknig i bilaga 1. Det är då tillåtet att förvärva andra fondpapper m m än de beträffande vilka insyn i orderläget är möjlig. Om t ex insyn föreligger i orderläget för gruppen utländska aktier men inte för övriga fondpapper m m, gäller förvärvsbegränsningen enbart utländska aktier.

Det bör anmärkas att insyn enbart i orderläget för premieobligationer eller icke konvertibla räntebärande värdepapper utgör inget hinder för förvärv av de i bilaga 1 uppräknade fondpapper m m som omfattas av fondkommissionslagen och dessa handlingsregler.

Även om undantag från förvärvsbegränsningsreglerna kan åberopas enligt ovan gäller dock anmälningsskyldighet enligt punkt 4.4.

4.4 Anmälningsskyldighet enligt 40§ fondkommissionslagen

Person som enligt punkt 4.1 fått underrättelse om att han omfattas av förvärvsbegränsningen skall ofördröjligen, till av företagsledningen utsedd person, amäla innehav av fonpapper mm och förändringar i innehavet. Anmälningsskyldigheten omfattar sådana fondpapper m m enligt bilaga 1, som ägs inte bara av den anmälningsskyldige själv utan även av närstående, dvs make eller omyndigt barn som står under hans vårnad. Detsamma gäller sambo med vilken den anmälningsskyldige tidigare varit gift eller har eller har haft barn. Såvitt anser fondpapper m m, som tillhör make eller sambo omfattar anmälningsskyldigheten endast känt innehav eller kända förändringar.

Om någon av de nu nämnda eller flera av dem tillsammans har sådan väsentlig ekonomisk gemenskap med annan juridisk person än fondkommissionären som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse, skall även den juridiska personens värdepappersaffärer anmälas, om den anmälningsskyldige har väsentligt inflytande över den juridiska personens verksamhet.

Den anmälningsskyldige skall underrätta make eller sambo om de regler, som i här avhandlade hänseenden gäller såväl för honom själv som för hans närstående.

Anmälan av innehav samt förändring av innehav sker på enklaste sätt t ex på blankett enligt bilaga 2 eller genom insändande av kopia på avräkningsnota. Det är lämpligt att den anmälningsskyldige låter göra sina värdepappersaffärer genom arbetsgivarens

fondkommissionsrörelse. Om affärerna redovisas över depå kan kontoutdrag som friställs i anslutning till transaktion användas som underlag för skriftlig anmälan.

Vid anmälan om försäljning anges om det är ett 2-års innehav eller en försäljning enligt någon undantagsregel. I det senare fallet skall motivering anges. Vid förhandsanmälan lämnad motivering till försäljning skall återges vid anmälan, se punkt 4.3.1. Fondpapper som anskaffats innan anmälningsskyldigheten inträde behandlas om innehavda i mer än två år.

Det ankommer på företagsledningen att tillse att gjorda anmälningar hos företaget granskas och förvaras på ett ändamålsenligt sätt. Förvaringen skall gälla under minst två och högst tre år.

4.5 Aktiesparklubbar

Anställda, tillhöriga kretsen av personer som omfattas av förvärvsbegränsning enligt punkt 4.1 får delta endast i sådana aktiesparklubbar eller liknande, som bedriver långsiktig förmögenhetsförvaltning och i övrigt iaktar i tillämpliga delar fondkommissionslagens förvärvsbegränsningsregler enligt avsnitt 4.

Anmälan skall av sådana personer göras vid in- resp utträde ur aktiesparklubb. Anmälan skall även omfatta de värdepappersaffärer som aktiesparklubben genomför. Anmälan görs till samma person i företaget som mottar anmälningar enligt punkt 4.4.

5. Allmänna handlingsregler

I avsnitt 3 och 4 behandlas regler med anknytning till värdepappersmaknadslagen respektive fondkommissionslagen. Härutöver gäller, som framgår av avsnitt 1 den övergripande förhållningsregeln, att anställd i bank eller fonkmissionbolag aldrig får utnyttja förtrolig information för värdepappersaffärer för egen eller för annans räkning. För vissa anställda, utöver den krets som avses i punkt 4.1, gäller dessutom att de åläggs anmälningsskyldighet för sina och närståendes värdepappersaffärer. Den närmare innebörden av denna anmälningsskyldighet och begreppet förtrolig information framgår i följande avsnitt.

5.1 Anmälningsskyldighet pga särskilda arbetsuppgifter

Anställda eller andra uppdragstagare, som genom sin befattning eller sina arbetsuppgifter oftare än andra får tillgång till förtrolig information, skall till av företagsledningen utsedd person anmäla förändringar i sitt och närståendes innehav av fondpapper m m så snart förändring skett.

Anmälningsskyldigheten omfattar inte bara sådana fondpapper m m, enligt bilaga 1, som ägs inte bara av den anmälningsskyldige själv utan också fondpapper m m som ägs av närstående, dvs make eller omyndigt barn som står under hans vårdnad. Detsamma gäller sambo med vilken den anmälningsskyldige tidigare varit gift eller har eller har haft barn. Såvitt avser fondpapper m m, som tillhör make eller sambo omfattar anmälningsskyldigheten endast känt innehav eller kända förändringar. Den anmälningsskyldige skall underrätta make eller sambo om de regler, som i här avhandlade hänseenden gäller såväl för honom själv som för hans närstående.

Någon allmängiltig förteckning över vilka personer som skall omfattas av anmälningsskyldighet är inte möjlig att upprätta. Det är istället varje företags organisation och arbetsfördelning bland de anställda, som är avgörande för hur personkretsen anses ha tillgång till förtrolig information, kan nämnas följande exempel på arbetsområden där sådana personer kan finnas verksamma: företagsfinansiering, emissionsverksamhet, företags- och marknadsanalys, placeringsrådgivning, portföljförvaltning, back-office inom fondkommissionsrörelse. Det åligger företagsledningen att skriftligen, så snart omständigheterna motiverar detta, underrätta berörda anställda om anmälningsskyldigheten avseende värdepappersaffärer.

Om någon av de nu nämnda eller flera av dem tillsammans har sådan väsentlig ekonomisk gemenskap med annan juridisk person än fondkommissionären som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse, skall även den juridiska personens värdepappersaffärer anmälas, om den anmälningsskyldige har väsentligt inflytande över den juridiska personens verksamhet.

Anmälan av innehav samt förändring av innehav sker på enklaste sätt t ex på blankett enligt bilaga 2 eller genom insändande av kopia på avräkningsnota. Det är lämpligt att den anmälningsskyldige låter göra sina värdepappersaffärer genom arbetsgivarens fondkommissionsrörelse. Om affärerna redovisas över depå kan kontoutdrag som framställs i anslutning till transaktion användas som underlag för skriftlig anmälan.

Det ankommer på företagsledningen att tillse att gjorda anmälningar hos företaget granskas och förvaras på ett ändamålsenligt sätt. Förvaringen skall gälla under minst två och högst tre år.

5.2 Förtrolig information

Förtrolig information är information som är avsedd för endast viss eller vissa personer och som inte får spridas vidare så länge informationslämnaren inte medger detta. Förtrolig information är även sådan, som erhålls från annan än den ursprungliga informationslämnaren. Förtrolig information görs inte sällan offentlig i ett senare skede. Om och när informationen blivit offentliggjord är den inte längre förtrolig.

Att en person erhåller förtrolig information sammanhänger som regel med att vederbörande är i behov av informationen för att kunna fullfölja sitt uppdrag eller sina arbetsuppgifter. Det är då tillåtet att utnyttja informationen i arbetet så länge den vidare spridningen kontrolleras och begränsas på det sätt som informationslämnaren avsett.

5.2.1 Företagsanknuten förtrolig information

Förtrolig information i detta sammanhang har ofta karaktären att vara kurspåverkande i handeln med värdepapper. Förtrolig information kan t ex avse upplysningar om ett företags ekonomiska förhållanden, planerade förändringar i verksamheten, företagsförvärv, förändringar i ägarbild. Förtrolig information är som regel känslig med tanke på pågående affärsförhandlingar. Det finns därför starka skäl för en informationslämnare att andra personer inte delges informationen annat än förtrolig dvs mot löfte att den ej sprids vidare så länge inget annat meddelats.

5.2.2 Allmänt marknadspåverkande information

Även sådana icke offentliggjord information som kan antas påverka det allmänna marknadsläget i fråga om t ex kurser, räntor och växelkurser, dvs som inte endast avser värdet på ett visst papper, behandlas som förtrolig information.

5.2.3. Förtrolig information genom insyn i orderläget i vissa fall

En speciell form av förtrolig information är insyn i orderläget avseende fondpapper och andra finansiella instrument eller kännedom om andra affärsförhållanden, som kan innebära en påverkan av kursen när informationen blir allmänt känd, och som vederbörande inte har normalt (se punkt 4.1) utan får mer tillfälligtvis genom sin befattning eller sitt uppdrag hos fondkommissionären.

Även insyn som normalt förekommer i orderläget avseende fondpapper m m, vilka inte enligt bilaga 1 är underkastade förvärvsbegränsning eller förvärvsförbud betraktas i detta sammanhang som förtrolig information.

För anställda med tillgång till ovan nämnda speciella former av förtrolig information kan även anmälningsskyldighet för värdepappersaffärer gälla enligt särskild under rättelse, jämför punkt 5.1.

5.2.4 Marknads- och företagsanalyser

Analysen är ett viktigt inslag i den rådgivning, som fondkommissionärer ger till sina kunder i samband med värdepappersaffärer. Sådana analyser bygger normalt på redan offentliggjord information. Anställd hos fondkommissionär får inte utnyttja marknads- och företagsanalyser, som inte redan presenterats för kunderna eller offentliggjorts.

5.2.5 Offentliggjord information

Att information offentliggjorts innebär att informationen publicerats av massmedia, i nyhetsbrev eller genom annat informationsspridningssystem t ex börsens blädderterminaler, Reuters, Telerate, som riktar sig mot den öppna krets av mottagare eller prenumeranter. Information lämnad på bolagsstämma anses också vara offentliggjord.

5.3 Värdepappersaffärer

5.3.1 Värdepappersaffärer i vid mening

Med värdepappersaffärer, som berörs i samband med förtrolig information, avses handel i form av köp, försäljning och byta av sådana fondpapper m m som är föremål för allmän omsättning. Hit räknas alla fondpapper och andra finansiella instrument för vilka kurser återges i massmedien eller på annat sätt ges offentlighet. En förteckning över sådana fondpapper m m finns i bilaga 1.

5.3.2 Egna affärer och andras

Då förtrolig information har karaktären av att vara kurspåverkande måste inte bara spridningen utan även utnyttjandet av denna information begränsas. Den viktigaste begränsningen ligger i att det är otillåtet att utnyttja sådan information eller annan förhållningskunskap, som är okänd för allmänheten, för att göra värdepappersaffärer. Denna begränsning gäller affärer direkt för egen del eller via annan.

Begränsningen gäller även affärer för annans räkning om den anställde genom råd eller självständigt förvaltningsuppdrag tagit initiativ till affären. Det är otillåtet att påverka någon annan, exempelvis kunder eller närstående, att göra värdepappersaffärer på grundval av förtrolig information. Till närstående räknas här make eller sambo till den anställde och omyndigt barn som står under den anställdes vårdnad samt juridisk person om den anställde har väsentligt inflytande över den juridiska personens verksamhet.

5.3.3 Utförande av värdepappersaffärer

Vid utförande av värdepappersaffärer skall affärsuppdrag för den anställdes egen eller närstående personers räkning handläggas som ett normalt kunduppdrag av annan medarbetare hos fondkommissionären.

5.3.4 Aktiesparklubbar

Anmälan rörande medlemskap i aktiesparklubb eller liknande, i vilken den som är anmälningsskyldig enligt 5.1 är medlem, skall göras av denne vid in- resp utträde ur aktiesparklubb eller liknande. Anmälan skall även omfatta de värdepappersaffärer som aktiesparklubben genomför. Anmälan görs till samma person i företaget som mottar anmälningar enligt punkt 5.

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.

En stor insideraffär avslöjades under våren 1983. Ett mindre fastighetsbolag, Profundo, hade under 1982 köpt och sålt 30 000 Sandviks-aktier. 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. Domstolen fann att denne borde ha rapporterat sitt indirekta innehav av Sandviks-aktier.

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.

Under senare år har ytterligare några fall av insiderspekulation uppmärksammats i media. Ett par av dessa har också lett till polisutredningar varav en föranlett åtal. Reefat El Sayed har ställts inför rätta bl a p g a hans köp av Fermenta-aktier inför Volvo-avtalet. Den mest spektakulära insideraffären svarade dock Magnus Lindholm för under hösten 1988. Strax innan handeln i Swedish Matches aktier börstoppades p g a Storas uppköpserbjudande köpte Lindholm alla aktier som fanns att få. Eftersom brodern var finanschef i Match miss-

tänktes omedelbart en informationsläcka. Bankinspektionen fick dock beskedet att brodern informerats om takeoverbudet först efter börsstoppet. Lindholm friades därför.

Värdepappersmarknadskommitténs betänkande 1989

Under 1987 tillsattes Värdepappersmarknadskommittén med Staffan Vängby som ordförande och Ulf Köping-Höggård som sekreterare. Redan efter två år var de klara med sitt betänkande. I detta ingick bl a ett avsnitt om insider trading. Kommittén anför två huvudmotiv för att behandla insiderhandeln. För det första sägs att den starka börsutvecklingen under 80-talet skapat möjligheter för stora vinster vilket medför ett behov av en mer strikt reglering. Härvid hänvisas också till uttalanden från olika aktörer på värdepappersmarknaderna som sägs vara positiva till skärpning av insiderlagstiftningen. För det andra pekar kommittén på det arbete som EG lagt ner på en harmonisering av insiderlagstiftningen i Europa och behovet av att Sverige anpassar sig till detta.

Bristerna i den nuvarande lagstiftningen är enligt kommittén både att personkretsen och typerna av värdepapper är för snävt definierade. Beträffande personkretsen föreslås en utvidgning till samtliga dem som på grund av anställning, befattning eller uppdrag har tillgång till uppgifter som kan påverka kurserna på värdepapper. Här ingår alltså såväl samtliga anställda i publika företag som exempelvis ekonomijournalister, portföljförvaltare och konsulter. Också personer som mottagit information (tips) från en insider skall omfattas av förbudet att handla.

Kommittén övervägde att gå ännu ett steg längre och inkludera samtliga som fått tillgång till information som inte är känd för allmänheten. Fördelarna med en sådan konstruktion av förbudet skulle vara dels att det kan bli enklare att angripa en misstänkt insider, dels att man får en lagstiftning som liknar den som Danmark och Norge infört. Å andra sidan skulle man gå längre än vad EG föreslagit samt att det enligt kommittén framstår som "äventyrligt" med en så kraftig utvidgning av insiderkretsen.

När det gäller de instrument som skall omfattas av förbudet att

handla föreslår kommittén att samtliga fondpapper och finansiella instrument skall ingå. Förutom aktier ingår således både optioner och terminer samt obligationer, bankcertifikat etc.

Skyldigheten att anmäla innehav av värdepapper till Bankinspektionen föreslås finnas kvar med ett mindre tillägg. Även befattningshavare i bolag vars aktier är allmänt spridda utan att vara noterade vid Fondbörsen skall i fortsättningen rapportera eventuella köp och försäljningar. Man framhåller också att motsvarande skyldighet bör finnas för många offentliganställda. Svårigheterna att göra en entydig uppräknin g ör dock att man avstår från att ta in denna skyldighet i lagstiftningen och överlämnar i stället frågan till arbetsgivaren.

Det principiellt mest intressanta förslaget som kommittén för fram gäller ett förbud mot korta affärer efter amerikansk och finsk förebild. Det sägs att det erfarenhetsmässigt varit svårt för myndigheter att påvisa missbruk av inside information. Det är nämligen de korta affärerna som framför allt anses locka insiders. Långa affärer är inte lika attraktiva eftersom osäkerheten om kursutvecklingen då blir stor.

Kommittén föreslår alltså att personer i ledande ställning i aktiebolag vars aktier är allmänt spridda inte får sälja aktier som köps inom en sex-månadersperiod. Skulle en sådan försäljning ändå ske skall vinsten på affären betalas in till bolaget. Det faller på bolaget att bevaka att så sker.

Den här regeln anses komma att stärka förtroendet för aktie marknaden. Ledningen i ett aktiebolag har nästan alltid tillgång till information som inte är känd för marknaden. Genom att hindra dessa personer från att utnyttja denna kunskap för korta affärer skulle allmänhetens tilltro till marknaden komma att öka.

HANDLINGSREGLER FÖR ANSTÄLLDA I BANK OCH FONDKOMMISSIONS- BOLAG

VÄRDEPAPPERSAFFÄRER

Följande fondpapper och andra finansiella instrument berörs av fondkommissionslagen och dessa handlingsregler:

För personer enligt punkt 4.1, gäller

förvärvsbegränsning (2-årsregeln) samt anmälningsskyldighet i fråga om:

- aktie med i massmedia, datamedia eller på annat sätt (t ex lokal aktienotering) publicerade kurser
- Aktiefondsandel (ej allemansfond eller fond med enbart icke konvertibla räntebärande papper)
- depåbevis för i Sverige noterad utländsk aktie
- emissionsbevis (teckningsrätt och delrätt)
- inköpsrätt för nyintroduktion
- interimbevis
- konvertibelt skuldebrev
- skuldebrev förenat med rätt till nyteckning
- teckningsoption (avskild från skuldebrev)
- vinstandelsbevis (inkl konvert vinstandelsbevis)
- utländsk aktie

förvärvsförbud (eftersom löptiden normalt är kortare än 2 år) i fråga om: (se även anmärkning 1 och 2 nedan)

- aktieoption
- aktietermin
- aktieindexoption
- aktieindextermin
- vadslagning för allmänheten, som bygger på värdeutvecklingen i ovanstående instrument

enbart anmälningsskyldighet i fråga om: (se även anmärkning 1 nedan)

- premiertermin
- ränteoption
- räntetermin

anm 1) optioner och terminer avser även sådana som inte är standardiserade eller clearade.

2) vissa undantag från förvärvsförbudet anges under punkt 4.3.2

För personer enligt punkt 5.1 gäller

anmälningsskyldighet avseende värdepappersaffärer i samtliga ovan uppräknade instrument.

8. *Reglering av insiderhandel i utlandet*

USA

Allmän bakgrund

USA saknar en egentlig insider lagstiftning. Flertalet ingripanden mot insiders har gjorts med stöd av en allmän regel som förbjuder ett bedrägligt förfarande. Det finns dock två specialbestämmelser som direkt riktar sig mot insiders; bestämmelser som förbjuder korta affärer samt affärer i samband med med take-overs. Den första ingår i det mycket omfattande regelsystem som tillkom efter börskraschen 1929. 1933 antogs sålunda 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 att insiders bedrivit en spekulativ handel kom 1934 års lag att också innehålla en uttrycklig bestämmelse mot sådan handel (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 (insiders) 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 1962 då lagtexten aktualiserades. Någon opinion för en sådan skärpning fanns emellertid inte vid detta tillfälle.

Under 50-talet karakteriserades SEC som "a sleeping giant". (Crutchfield George: Insider Trading under the US Securities Laws) Avsaknaden av en effektiv kontroll utnyttjades till flera börsbedrägerier. Efter att Kennedy valts till president beslöts att mer kraftfullt ingripa mot missförhållanden på värdepappersmarknaderna. SEC fick en ny ordförande William Cary. Han beslöt bl a att missbruk av inside information var ett exempel på missförhållanden som det gällde att få bukt med. Han lät därför SEC driva ett antal mål till Högsta Domstolen under 60-talet för att skapa prejudikat.

Ett av dessa mål handlade om en aktieägare i en mäklarfirma som satt i styrelsen för ett börsbolag (Cady, Roberts & Co). På ett sammanträde med styrelsen för detta bolag beslöts att utdelningen skulle sänkas. I en paus i sammanträdet informerade delägaren mäklarfirmen om beslutet och resultatet blev att mäklaren började sälja ut sina aktier. Eftersom samtidigt, av tekniska skäl, bolagets information till börsstyrelsen fördröjdes några timmar, hann mäklarfirmen 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 tilldömdes därför en ersättning motsvarande skillnaden mellan det försäljningspris de faktiskt fått och värdet efter den 16 april. Anmärkningsvärt var att denna ersättning inte skulle betalas av köparen utan av den anställde i företaget som gett tipset!

I motiveringen till HDs fällande dom i Texas Gulf-målet återfinnes för första gången den så kallade "abstain or disclose"-teorin. En insider får inte handla om han inte dessförinnan informerat motparten om den inside information han har tillgång till. Samma motivering användes i många av de åtal som SEC väckt fram till 1980. Det året 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 uppköpserbudande. 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 — baserat på "abstain or disclose" — var att 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 dragit 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.

Tre år senare bekräftades Högsta Domstolens mer försiktiga inställning till insiderspekulation i och med frikännandet av en finans-

analytiker, Ray Dirks. 1973 hade Dirks av en anställd i Equity Funding fått reda på att vinsten i företaget var "riggad". Dirks försökte få handeln i Equity Fundings aktier stoppad men till en början var det ingen som tog anklagelserna på allvar. Under tiden rådde Dirks sina klienter att sälja alla aktier de hade i företaget. Det ledde till att Dirks fälldes för brott mot 10b-5. Högsta Domstolen frikände honom med motiveringen att den anställde som informerade Dirks — insidern — inte hade någon personlig nytta av det han gjorde. Förutsättningen för att en insider skall anses ha brutit mot 10b är att han svikit sina förpliktelser mot arbetsgivaren (breach of duty). Ett sådant svek, ansåg domstolen, förutsätter någon form av vinning — antingen direkt i form av pengar eller indirekt genom att insidern får ett bättre anseende eller dylikt. Eftersom den anställde i Equity Funding inte drevs av önskemål om personlig vinning kunde han inte klassificeras som insider, följaktligen hade inte heller Dirks fått tillgång till inside information.

Utgången i Dirks-målet uppfattades som historiskt. Många i SEC och i kongressen befarade att det skulle bli väsentligt svårare att fälla insiders i fortsättningen. I en rapport till representanthuset 1986 redogjorde SEC för vad som hänt de närmast föregående två åren. Det visade sig att konsekvenserna inte blivit vad man befarat. SEC hade kritiserat 40 fall av insider trading. I alla utom ett hade de anklagade accepterat att avstå från sina vinster och att några fall betala skadestånd. Det enda mål som SEC förlorade gällde en person i styrelsen för ett företag som diskuterade en eventuell omorganisation med sin fru vid en fotbollsmatch. En åskådare i närheten hörde samtalet och köpte aktier i företaget. Båda frikändes därför att det inte ansågs föreligga något brott mot skyldigheterna mot företaget (breach of duty). Parentetiskt kan nämnas att domstolens utslag lett till att många försökt försvara insideraffärer med att de hört andra insiders prata i en taxi, på flygplatsen, på restauranger etc.

Inte minst finansanalytikerna har betonat vikten av utgången av Dirks-målet. Tidigare rådde en betydande osäkerhet bland analytiker om när de kunde utnyttja sin information om företag för egna affärer. I och med HDs utslag blev det klarlagt att en analytiker kunde handla under förutsättning att hans information inte var en följd av att hans källa, d v s insidern, fått betalt eller på annat sätt kompenserats för sina tjänster.

En orsak till att Dirks-målet inte medfört att SECs positioner undergrävts är att Högsta Domstolen, i förbigående, i samband med

Dirks-målet anförde att en person kan fällas för insider handel om han missbrukat (misappropriated) information han erhållit eller kommit över inside information genom otillåtna (illegal) metoder. Vad som kommit att kallas missbruksteorin (misappropriation theory) har under senare år använts av SEC i flera fall med framgång. 1985 bekräftades teorin av Högsta Domstolen i målet mot en viss Materia. Materia var liksom Chiarella en grafiker som handlat i aktier med utgångspunkt från konfidentiell information i prospekt som höll på att tryckas. Som redan nämnts frikändes alltså Chiarella därför att han inte ansågs skyldig att informera allmänheten om pågående takeover. Materia däremot fälldes med motiveringen att han missbrukat sina skyldigheter mot arbetsgivaren. 1986 fälldes också en ekonomisk journalist, Foster Winans, i en lägre domstol med samma motivering. Winans skrev en krönika i Wall Street Journal där han ibland lämnade köp- och säljråd. Winans hade kommit överens med en mäklare om att informera honom i förväg om krönikans innehåll. Båda fälldes för brott mot insider-reglerna, i Winans fall därför att han ansågs ha "stulit" eller "misappropriated" information från tidningen.

Domen mot Winans överklagades till Högsta Domstolen. HDs utslag kom i november 1987 och innebar att den lägre instansens fällande dom stadfästes med knappast möjliga majoritet. Röstsiffrorna blev 4—4 (för en ändring av tidigare domslut krävs en majoritet). Det spekuleras i att i och med att domstolen nu fått en nionde ledamot domslutet kan ändras. Det innebär alltså att det fortfarande finns en viss oklarhet om missbruksteorins status.

I sin plädering inför HD anförde Winans att tidningen inte berövats vare sig pengar eller någon tillgång och att det därför inte kunde vara tal om någon form av bedrägeri.

HD ansåg dock att man inte kunde resonera på detta sätt. Mellan tidningen och de anställda fanns ett undertecknat avtal, som förbjöd de anställda att utnyttja information som de fått del av på grund av sitt arbete för egen vinning. Erfarenheterna hade visat att krönikan påverkade aktiekurserna trots att den baserades på allmänt tillgängligt material. Det var då tidningen som "ägde" krönikans innehåll och hade rätt att avgöra hur innehållet skulle användas. Enligt HD var det självklart att Winans hade missbrukat (misappropriated) sin tjänst genom att spekulera på börserna. Vidare upprepades en av de lägre domstolarnas argument att "It is well established, as a general proposition, that a person who acquires special knowledge or information

by virtue of a confidential or fiduciary relationship with another is not free to explore that knowledge or information for his own personal benefit but must account to his principal for any profits derived therefrom”.

Under 80-talet har kongressen och SEC vid flera tillfällen behandlat insiderfrågor. 1980 publicerade SEC en förordning som förbjuder insiderhandel i samband med take-overs. Förbudet omfattar alla som fått del av information om ett förstående bud under förutsättning att informationen kommit direkt eller indirekt från den som avser att lägga budet. Här inkluderas alla anställda i de berörda företagen och eventuellt konsulter som är direkt involverade i budet.

1984 antogs Insider Trading Sanctions Act som kraftigt skärpte straffsatsen vid insiderbrott. Möjligheterna att utdöma skadestånd höjdes till 3 gånger vinsten. Högsta bötesbeloppen höjdes från 10 till 100 tusen dollars och det maximala fängelsestraffet till 5 år. Kongressen avstod dock från, på SECs uttryckliga begäran, att försöka definiera vad som menades med missbruk av inside information. Enligt SEC hade domstolarna genom sina domar lyckats väl med att klargöra vad insiders inte fick göra. Alla försök att precisera detta i en lagstiftning löpte risken att skapa luckor som skulle kunna utnyttjas till att gå runt lagen.

1987 lades flera lagförslag fram i kongressen. Bakgrunden var bl a osäkerheten om Högsta Domstolens inställning i Winansmålet. Störst uppmärksamhet har SECs förslag väckt. Enligt detta skulle en insider förbjudas handla så länge han är i besittning av inside information som han fått del av på ett otillbörligt sätt. Härmed avses att han stulit, mutat någon eller spionerat för att få informationen eller att utnyttjandet av informationen medför ett missbruk av ett förtroende till någon med anknytning till värdepappersmarknaderna.

Den viktigaste skillnaden mellan SECs förslag och ett något äldre kongressförslag ligger i att SEC vill förbjuda alla som har *tillgång till* information att handla. Enligt det alternativa förslaget är det i stället förbjudet att handla *på basis* av inside information. Enligt SEC är denna senare definition olycklig därför att den ställer alltför stora krav på kärandesidan. Å andra sidan kritiserar SECs förslag för att gå för långt. Det förutsätter att man kompletterar lagen med undantagsregler s k "safe harbours". Exempel på en sådan är att finansanalytiker är undantagna från ansvar om de förmedlar information på ett rutinmässigt sätt till sina klienter även om det alltså skulle visa sig att informa-

tionen är att klassificera som inside information.

Det finns också undantag för stora fondmäklarfirmor under förutsättning att de olika verksamhetsgrenarna är skilda åt på ett tillfredsställande sätt (chinese walls). I lagförslaget preciseras också ansvaret för den som ger råd till andra att handla. Om någon vet eller genom vårdslöshet bortser från (recklessly disregards) att informationen är konfidentiell och prispåverkande kan han straffas. Det gäller i flera led. Om någon t ex ger en mäklare ett tips som denne i sin tur vidare befordrar till sina kunder så kan den som gav rådet dömas för all handel som han gett upphov till.

SECs lagförslag har ännu inte godkänts. Sent under hösten 1988 beslöt dock kongressen (med röstsiffrorna 410-0 i representanthuset) att

- (1) maximera skadestånd i insidermål till det högsta av 1 miljon dollar eller 3 gånger insiderns vinst.
- (2) längsta fängelsestraffet ökas från 5 till 10 år och maximala böterna från 100 tusen till 1 miljon dollar.
- (3) rätt för SEC att ge informatörer upp till 10% av de böter eller skadestånd som utdöms i ett insidermål.
- (4) krav på fondmäklare m fl (securities firms) att införa skriftliga regler som är ägnade att förhindra missbruk av inside information.
- (5) krav att företag inför system som möjliggör kontroll av företagets och de anställdas aktieaffärer.

En delvis ny utveckling i USA är att bekämpa insidermissbruk med hjälp av den s k RICO-lagstiftningen. Detta finns omnämnt i kapitel 4 i samband med beskrivningen av åtalerna gentemot bl a Drexel Burnham.

RICO är beteckningen på den lagstiftning vars syfte var att komma åt den organiserade ekonomiska brottsligheten. Lagen ger myndigheterna mycket stora befogenheter. Det spekuleras nu i att RICO i ökad utsträckning kommer att utnyttjas för att bekämpa missbruk av inside information.

Slutligen har noterats att USA tagit initiativ till internationella avtal som syfte till att försvåra för insiders att handla genom utländska banker.

Storbritannien

Lagstiftning mot missbruk av inside information utanför USA är nästan undantagslöst av mycket ungt datum — mindre än 10 år. Det gäller bland annat Storbritannien.

Regleringen av insideraffärer i Storbritannien är komplicerad. Det finns fyra skilda regelsamlingar — 1980 års aktiebolagslag (fr o m 1985 är reglerna överförda till Companies Securities Act), The Financial Services Act från 1986, the City Code on Take-Overs and Mergers och slutligen börsens regler som är knutna till inregistreringskontraktet. Ingen hänsyn har dä 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 fungerat 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 redan 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.

Den kom dock snabbt att kritiseras för ineffektivitet framför allt beroende på att man inte behandlat problemet med hur man skulle utreda misstänkta insiderbrott. Under de första åren har därför bara ett fåtal insiders avslöjats. Mellan 1980 och 1985 avkunnades således 4 fällande domar. Det var resultatet av 251 undersökningar av misstänkta kursrörelser utförda av Londonbörsen. Av dessa 251 hänsköts 10

till polisutredning varav i sin tur 6 anmäldes till åtal.

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 aktitransaktioner. 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 6 månader eller högst 1000 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 bankfirmor som utgör "the City" om en rekommendation om hur olika parter skulle agera i samband med uppbördserbjudanden (The City Code on Take-overs and Mergers). För att kontrollera efterlevnaden av rekommendationen bildades en panel eller nämnd.

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 5000 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 (som har det yttersta ansvaret för värdepappersmarknaderna) att vida lämpliga åtgärder.

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 9) som specifikt behandlar 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) Undvika 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 enskilde 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.

Lagstiftningen 1980

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 begränsad insiderlagstiftning. När arbetet med den nya aktiebolagslagen visade sig mer komplicerad än väntat var det för sent att ingripa med en lag riktad 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 baserats 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 information 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 (is knowingly connected with a company), exempelvis i egenkap 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 uppköpserbjudandet. Slutligen räknas statstjänstemän som insiders.

Det finns några undantag till den 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 företagets 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.

1986 års Financial Services Act

The Financial Services Act (FSA) är ett mycket ambitiöst försök att komma till rätta med problemen på värdepappersmarknaden.

Grunden till lagstiftningen togs 1981 då handelsministern uppdrog åt professor Gower att utreda hur han avsåg att man skulle gå till väga för att skydda investerare från att bli lurade. Gower hade att välja mellan två principiellt skilda lösningar; en lagstiftning av amerikansk modell med en tillsynsmyndighet med vittgående befogenheter eller en form av självreglering. Den politiska opinionen i Storbritannien efter Thatchers valseger gjorde att han rekommenderade den senare lösningen även om han privat deklarerat att han tror den amerikanska modellen skulle blivit effektivare.

Gowers utredningsuppdrag kom i tiden att sammanfalla med den avreglering av börserna som kommit att betecknas med "the big bang".

Avregleringen hängde samman med att börsen hade anklagats för konkurrensbegränsning vad gällde vilka som fick handla på börsen. Anklagelserna släpptes mot att börsen avskaffade de fasta kurtagen vilket i sin tur ledde till att den gamla skillnaden mellan "brokers" och "jobbers" försvann.

Enligt FSA måste envar som arbetar med värdepapper (portföljförvaltning, rådgivning, m m) vara auktoriserad. Auktorisation kan erhållas

- (a) direkt från Securities and Investment Board (SIB)
- (b) från en av de självreglerande organisationerna (SRO)
- (c) eller från en redan etablerad professionell branschorganisation.

SIB är kärnan i systemet. Det är till SIB som handelsministern delegerat uppgiften att utarbeta regler och utöva kontrollen. I styrelsen sitter ledamöter utsedda av regeringen och av Bank of England. Under SIB finns 6 SROs varav den största är The Securities Association som utövar kontrollen över värdepappersmarknaderna. En annan SRO har ansvaret för bl a portföljförvaltare.

SIB har tagit fram en mycket omfattande regelsamling som talar om vad den som arbetar med investering och rådgivning får och inte får göra. När det gäller insider trading kan man härvid skilja mellan

- (a) regler som förtydligar bestämmelserna i the Companies Securities Act.
- (b) regler vars syfte är att se till att berörda företag har infört kontrollen för att så långt som möjligt förhindra annat missbruk av inside information.
- (c) regler som förstärker Take-over panelens City Code.

Förtydligande av the Companies Securities Act (CSA)

Enligt CSA är det förbjudet för enskilda personer att handla när de har tillgång till inside information. Enligt FSA utsträcks förbudet till att också omfatta företag på värdepappersmarknaden exempelvis investmentbolag. Om en anställd får tillgång till inside information inom en fondmäklarfirma får alltså inte firman handla i eget namn för så vitt inte att det finns rimlig anledning tro att firmans handlande var oberoende av att en person hade tillgång till inside information. Här

kommer man alltså in på problemet med "chinese walls" och vad som krävs för att de skall kunna anses effektiva. Faktorer som bör beaktas är bl a

- lokalisering
- om verksamheten bedrivs i skilda juridiska enheter
- gemensam styrelse och företagsledning
- grad av samråd och arbete.

Regler för att förhindra annat missbruk av inside information

Enligt SIBs regler är det förbjudet:

- (a) för en mäklare att utnyttja kunskaper om kunds planerade affärer för egen vinning.
- (b) att handla efter att man tagit fram en företagsanalys eller motsvarande men innan denna delgivits kunderna. Undantag är att man kan köpa i egen räkning om syftet är att hjälpa kunderna genomföra sina order.
- (c) för en mäklarfirma att handla med en kund om firman har ett väsentligt intresse av transaktionen (utöver den rena kommissionen). Firman kan exempelvis själv vara en stor aktieägare vilket i så fall måste redovisas öppet för att handeln skall tillåtas. Den här bestämmelsen liknar alltså de som brukar betecknas närstående-transaktioner.

Vidare föreskriver SIB att varje företag skall göra sitt yttersta för att förhindra anställda att missbruka inside information. Det betyder bl a att varje anställd skall skriva under en förbindelse där han åtar sig att följa alla regler och att hans egen handel sker på ett konto med den egna firman.

Regler som förstärker the City Code

Viktigast bland dessa regler är en föreskrift att ingen får hjälpa personer att handla med aktier eller andra värdepapper om det inte är sannolikt att personen ifråga lojalt rättar sig efter de regler om take-overs som the City Code föreskriver.

Brott mot FSA

Om någon bryter mot bestämmelserna som SIB utfärdat skall han bestraffas av i första hand respektive SRO. I den mån en utredning är nödvändig ges SRO och/eller SIB mycket vidsträckta befogenheter. Man har rätt att tillsätta särskilda utredningsmän som i sin tur kan inkalla vittnen och kräva att få ta del av allt skriftligt material. Den som är skyldig kan tilldelas en anmärkning (som kan göras offentlig), bötfällas och/eller avskedas.

Det finns också möjligheter för skadståndstalan från de som anser sig har förlorat pengar genom att handla med insidern.

Kritik mot SIB

Många har kritiserat SIB för att ha byggt upp ett alltför kostsamt, komplicerat och byråkratiskt regelsystem. Delvis tycks regeringen ha lyssnat till kritikerna. SIBS första ordförande har nyligen avgått och hans efterträdare har förklarat att ambitionen är att förenkla bestämmelserna. Samtidigt som det brittiska regelsystemet utsätts för kritik från i första hand de företag som är verksamma på värdepappersmarknaden finns det andra som kritiserar särskilt insiderreglerna för ineffektivitet. Det gäller t ex Barry Rider vars uppfattning är att man satsat allför lite resurser på att följa upp de misstänkta kursrörelserna som Londonbörsen rapporterar. Det 10-tal domar som fällt mot insiders under 80-talet anses också ha varit alltför milda. Rider tror för sin del att det hade varit bättre att inarbeta insiderlagstiftningen i FSA och att ge SIB ansvaret för åtal, d v s samma roll som SEC spelar i USA.

Frankrike

I syfte att stimulera hushållens intresse för aktieinvesteringar infördes 1966 flera nya lagar. Enligt en av dessa inrättades en tillsynsmyndighet — Commission des Operations de Bourse (COB) med relativt långtgående befogenheter att ingripa mot missförhållande på aktie marknaden.

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 numera bestraffas med böter på upp till 5 miljoner francs eller 4 gånger insiders vinst alternativt fängelse i upp till 2 år.

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 det 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 utnyttjas 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 börserna. 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—1980 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 missbrukat information t ex i samband med erhållandet av köp- och säljorder.

Den andra viktiga förändringen är att det är 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 tipping. 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.

I slutet av 1988 intensifierades debatten om missbruk av inside information i Frankrike. Orsaken var i första hand att ett franskt företag, Pechiney, köpte ett amerikanskt företag, Triangle. COB tipsades av SEC att flera personer köpt aktier i Triangle från Frankrike samt Schweiz innan budet blev offentligt. Efter COBs utredning visade det sig att köparna både köpt och sålt aktier under en längre period beroende hur förhandlingarna fortskridit. Det framstod alltså som uppenbart att köparna haft tillgång till inside information. En högt uppsatt tjänsteman anklagades för att ha läckt informationen och avgick som en följd därav. Ingen har dock ännu erkänt något brott. COB överlämnade i slutet av januari 1989 sin utredning till polisen som avser att väcka åtal mot de misstänkta personerna.

En konsekvens av de insiderskandaler som avslöjats är att COB fått väsentligt utökade befogenheter att utreda misstankar om brott. COB har numera rätt att frysa banktillgodohavanden, att konfiskera tillgångar och att göra husundersökningar.

Västtyskland

Västtyskland saknar lagstiftning mot insiderhandel. I stället finns ett mycket utbyggt system för självreglering. Bakom detta står ett flertal organisationer, börserna, Industriförbundet, Bankföreningen, Grosistförbundet m fl. De ursprungliga reglerna antogs 1970. De omarbetades kraftigt 1976 och har senast reviderats 1988.

Reglerna definierar insiders som personer i företagsledningen, aktieägare som äger mer än 25% av aktierna i ett bolag, styrelsen samt övriga anställda som i kraft av sin befattning har tillgång till inside information. Även advokater, revisorer, konsulter och bankanställda räknas som insiders när de har tillgång till priskänslig information. Insiders får inte handla innan den priskänsliga informationen blivit offentliggjord. Misstanke om brott mot reglerna skall utredas av en särskild kommitté bestående av fem personer. Om någon överbevisas om att ha missbrukat inside information kan han åläggas återbetala sin vinst till det företag i vars aktier han handlat. I allvarigare fall kan uppgifter om vem som missbrukat informationen offentliggöras. Det förutsätts också att arbetsgivaren vidtar lämpliga åtgärder d v s normalt avskedar insidern.

Det är ovanligt att uppgifter om missbruk av inside information publiceras i Västtyskland. Om det beror på avsaknaden av en lagstiftning mot sådant missbruk är oklart. Klart är dock att EG uppmanat Västtyskland att stifta en lag som står i överensstämmelse med EG-direktivet mot insider missbruk.

Inte alla västtyska företag har skrivit under de frivilliga reglerna. Av cirka 500 företag är det ett hundratal som fortfarande står utanför. Sedan 1988 markeras detta på börslistorna.

Schweiz

Hösten 1983 lades ett lagförslag fram enligt vilket missbruk av inside information skulle förbjudas i Schweiz. Förslaget tillkom efter påtryckningar från utlandet. I den mån en insider exempelvis i USA genomfört sina affärer med förmedling av en schweizisk bank har han tidigare skyddats av banksekretessen. Sekretessen kan endast upphävas om misstanken gäller brott som är straffbara också enligt schweizisk lag. Detta har alltså inte varit fallet vid insideraffärer, vil-

ket vållat irritation i några andra länder, främst USA.

Det schweiziska intresset av en lagstiftning var dock ljumt. Schweiz har historiskt vinnlagt sig om att skydda personer mot insyn när det gäller deras privataffärer. Det gjorde att det tog nära fem år innan lagen trädde i kraft. I december 1987 antogs den nya insiderlagen.

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 myndigheter som övervakar företagen. Till insider 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. Ansvaret för att upptäcka missbruk av inside information läggs framför allt på företagets styrelse. Denna 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.

Nederländerna och Belgien

Varken Nederländerna eller Belgien har hittills haft en insiderlagstiftning. Båda länderna har dock nyligen tagit fram förslag som väntas träda i kraft under 1989.

Danmark

Sen 1 januari 1988 ingår i den danska börslagstiftningen en paragraf som förbjuder alla och envar att handla på börsen om de har tillgång till inside information. Lagen kompletterar en sk etisk regel utfärdad av Köpenhamnsbörsen 1979. Hur lagen skall tolkas är ännu oklart. Man avvaktar ett antal domstolsutslag som förhoppningsvis kan skapa klarhet i vad som är tillåtet och vad som är förbjudet.

Ytterligare regler om insiderhandel återfinns i 1973 års aktiebolagslag. Enligt denna skall styrelseledamöter och företagsledning rapportera aktieinnehav och eventuella förändringar till företagen som är skyldiga att ta in dessa i särskilda register.

För att ytterligare understrycka 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 "spekulationsföretning" med bolagets aktier. För detta och för underlåtenheten att till bolaget anmäla den tidigare utförsäljningen av aktier dömdes T att böta 10 000 kronor".

Under 1988 införde Köpenhamnsbörsen ett automatiserat handelssystem. Det underlättar upptäckt av misstänkta kursrörelser. Möjligheterna att avslöja missbruk av inside information försvåras dock av en brist på utredningsresurser. I jämförelse med Danmark framstår den svenska Bankinspektionen som mycket kraftfull.

Norge

I Norge antogs en ny lag om värdepappershandel 1985. Där finns en paragraf som behandlar insiderspekulation:

"Köp eller försäljning av börsnoterade värdepapper må ej göras av

någon som har förtrolig information om omständigheter i det företag som gett ut värdepapper om dessa kan antas vara av väsentlig betydelse för kursen”.

Paragrafen liknar den danska lagen som också är generell så till vida att den omfattar ”alla”, dvs inte enbart personer knutna till ett visst företag. Lagen har ännu inte tillämpats.

Oslo-börsen har dock förordat att en känd norsk företagsledare, Harald Ellefsen, skall åtalas för insiderbrott. Bl a sålde denne en post aktier två dagar före en bokslutskommuniké där det meddelades att resultatet var sämre än vad som tidigare prognosticerats.

Finland

I Finland har 1989 antagits en värdepappersmarknadslag. Denna innehåller bl a ett kapitel om insiderhandel. Den finländska lagen

- (1) förbjuder insiders att utnyttja sig av inside information för egen vinning (§1),
- (2) förbjuder personer i insynsställning att göra kortsiktiga affärer (§ 2) samt
- (3) föreskriver anmälningskyldighet för vissa affärer.

Förbudet att utnyttja inside information är i praktiken lika långt gående som i Norge eller Danmark. Förbudet omfattar alltså förutom de som fått tillgång till informationen i sin tjänst också andra personer så snart de har anledning misstänka att den information de fått del av är inside information.

§1 Den som på grund av sin ställning, sin befattning eller sitt uppdrag har fått kännedom om en sådan icke offentliggjord omständighet rörande den som har emitterat värdepapper med vilka offentlig handel bedrivs, som är ägnad att väsentligt påverka värdepapperens värde, får inte utnyttja informationen för att bereda sig eller någon annan materiell fördel genom att för egen eller annans räkning överlåta eller förvärva värdepapperen eller genom att direkt eller indirekt råda någon i handel med dem. Vad som nu sagts gäller också den som har skäl att misstänka att information har yppats eller röjts olovligen eller av misstag.

Förbudet mot kortsiktiga affärer gäller personer i insynsställning, d v s i stort sett samma krets av personer som är registreringspliktiga i

Sverige. Med kortsiktiga affärer avses affärer som avslutas inom 6 månader. Något motiv för att införa detta förbud återfinns ej i lagen.

Personer i insynsställning skall också anmäla ändringar i sina aktieinnehav till bolaget. Anmälan skall ske inom 14 dagar (samma som i Sverige). Vem som helst har rätt att ta del av registret, som skall innehålla uppgifter om alla förändringar för de senaste 12 månaderna, mot en kostnadsersättning.

Beträffande anställd hos fondkommissionärer som har till uppgift att handla med börsaktier gäller att rapporteringen skall göras till fondbörsen.

Brott mot lagen straffas med böter eller fängelse i högst två år.

EG

EG har nyligen antagit ett direktiv med regler mot insider spekulation som, om det ratificeras av medlemsländerna, skall resultera i lagstiftning senast 1992. Förutom Västtyskland är det de sydeuropeiska länderna samt Luxemburg som saknar insiderlagar.

De tre kärnfrågorna som behandlas i EG-direktiven är

- definition av insiders.
- definitionen av inside information samt
- förbudets omfattning.

När det gäller den första frågan, definitionen av *insiders* omfattades till en början endast s k "primary insiders" dvs sådana personer som har en relation till det företag i vars aktier handel skett. Som en följd av avslöjandet av Boesky vidgades dock definitionen i direktivet till att också omfatta personer som erhållit information från den förstnämnda kretsen. Man har dock inte gått lika långt som Danmark och Norge som alltså inkluderar "alla och envar".

Definitionen av *inside information* utgår från följande fyra egenskaper:

- Informationen skall vara okänd för allmänheten.
- Den skall vara specifik. Ett allmänt rykte räcker alltså inte.
- Den skall vara hänförlig till en eller flera emittenter av värdepapper. Vanligen avses intern information, dvs information inom

företag exempelvis om vinstutveckling men informationen kan också avse andra företag, exempelvis vid ett take-overbud. Informationen kan därutöver vara av mer generell natur. Som exempel kan nämnas information om ränte- eller valutakursförändringar. En person som på grund av att han har tillgång till icke offentlig information har anledning tro att räntan kommer att höjas får således inte utnyttja denna information till att sälja aktie eller räntebanknotna värdepapper såsom obligationer, ränteeoptioner m m.

- Informationen skall slutligen kunna antas vara av väsentlig betydelse för marknadens prissättning.

Förbudet innebär att primära insiders varken får köpa eller sälja aktier och andra börsregistrerade värdepapper vare sig i eget namn eller genom ombud. Insidern får heller inte vidarebefordra inside information till någon annan eller ge köp- eller säljråd till tredje man.

Slutligen gäller för kretsen av "secondary insiders" d v s personer som fått information från de primära insiders att inte de heller får utnyttja sin vetskap till att handla eller ge råd till tredje man.

I EG-direktivet diskuteras också förutsättningarna för ett utvidgat internationellt samarbete vad gäller jakten på insiders. Särskilt nämns USA och möjligheterna att utvidga samarbetet mellan de kursövervakande myndigheterna. Det framhålls att det bästa sättet att undvika otillåten insider spekulation är att företagen offentliggör väsentlig kurspåverkande information snabbare än vad som idag normalt är fallet. Kan informationen inte offentliggöras på grund av dess känsliga natur skall börsledningen eller motsvarande hållas informerade. En kopia av EG-direktivet återfinnes i bilaga.

Insiderregler i USA

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, d v s 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 företags 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 (se vidare kapitel 3).

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 bestämmelse 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.

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

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 definitionen 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 utformat 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 aktie 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 vara förbjudna att handla med aktier. Högsta Domstolen slog fast att så var fallet. Innebörden av detta är 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 (se nedan).

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 insiderns 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 vanligt. En möjlighet som utnyttjats av amerikanska domstolar är att be en aktiemäklare göra en bedömning.

Koppling 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 stora skadeståndsanspråk om handeln varit omfattande. Den lösning som tycks ha vunnit gehör under senare tid är att maximera insiders betalningsansvar till 3 gånger 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.

EG-direktiv rörande insiderlagstiftning

COMMISSION

Amendment to the proposal for a Council Directive coordinating regulations on insider trading (1)*COM(88) 549 final — SYN 85**(Presented by the Commission pursuant to the third paragraph of Article 149 of the EEC Treaty on 4 October 1988)**(88/C277/18)*

(1) OJ No C 153, 11. 6. 1987, p. 8.

ORIGINAL PROPOSAL

AMENDED PROPOSAL

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Article 54 thereof,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Article 100 (a) thereof,

Having regard to the proposal from the Commission,

Unchanged

Having regard to the opinion of the European Parliament,

In cooperatin with the European Parliament

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee,

Unchanged

Whereas Article 54 (3) (g) provides that the Council shall coordinate to the necessary extent the safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies or firms within the meaning of the second paragraph of Article 58 with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community;

Whereas Article 100 (a) (1) states **that the Council shall adopt the measures for the approximation of the provisions laid down by law, regulation or administrative action in Member States which have as their object the establishment and functioning of the internal market;**

Whereas the secondary market in transferable securities plays an important role in the financing of undertakings;

Unchanged

Whereas, for it to be able to play that role effectively, every possible measure should be taken to ensure that that market operates smoothly;

Unchanged

Whereas the smooth operation of the secondary market depends to a large extent on the confidence it inspires in investors;

Unchanged

Whereas one of the factors on which such confidence depends is the assurance afforded to investors that they are placed on an equal footing;

Unchanged

Whereas insider trading, by benefiting certain investors at the expense of others, is likely to undermine that confidence and may therefore prejudice the smooth operation of the secondary market in transferable securities;

Unchanged

Whereas it is therefore necessary to take all appropriate measures to combat insider trading;

Unchanged

Whereas in most Member States there are no rules or regulations prohibiting insider trading; whereas the rules or regulations that do exist differ appreciably between Member States;

Unchanged

Whereas it is therefore necessary to adopt coordinated Community rules in this field;

Unchanged

Whereas such coordinated rules also have the advantage of helping, through cooperation between the competent authorities, to combat transfrontier insider trading more effectively,

Unchanged

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

Article 1

1. Member States shall prohibit any person who, in the exercise of his profession or duties, acquires inside information as defined in Article 6 from taking advantage of that information to buy or sell on their territory, either directly or through another person, transferable securities admitted to trading on their stock exchange markets.

1. Member States shall prohibit any person who, in the exercise of his **employment**, profession or duties, acquires inside information as defined in Article 6 from taking advantage of that information to buy or sell on their territory, either **directly** or **indirectly**, transferable securities admitted to trading on their stock exchange markets.

Where the purchase or sale of transferable securities is carried out on a stock exchange market, it shall be deemed to be carried out on the territory of the Member State in which the stock exchange in question is situated or operates.

Unchanged

Where the purchase or sale of transferable securities is carried out outside a stock exchange market, it shall be deemed to be carried out on the territory of the Member State in which the counterpart of the person referred to in the first subparagraph is resident.

Unchanged

2. The prohibition laid down in paragraph 1 shall not apply to transferable securities bought or sold out-

Where the person referred to in paragraph 1 is a company or any other type of legal person, the prohi-

side a stock exchange market without the involvement of a professional intermediary.

prohibition laid down in that paragraph shall apply to its *de jure* or *de facto* directors

3. Member states may provide that the prohibition laid down in paragraph 1 shall not apply to transferable securities bought or sold outside a stock exchange market without the involvement of a professional intermediary.

4. This directive shall not apply to transferable securities issued by a State or by its regional or local authorities

Article 2

Article 2

Member States shall prohibit any person who is resident on their territory and who acquires inside information in the exercise of his profession or duties from:

Member States shall prohibit any person who is resident on their territory and who acquires inside information in the exercise of his **employment**, profession or duties from:

- disclosing that inside information to a third party unless such disclosure is made in the normal course of exercising his profession or duties;
- using that inside information to recommend a third party to buy or sell transferable securities admitted to trading on their stock exchange markets.

- (a) disclosing that inside information to a third party unless such disclosure is made in the normal course of exercising his **employment**, profession or duties;
- (b) using that inside information to recommend a third party to buy or sell transferable securities admitted to trading on their stock exchange markets.

Article 3

Article 3

1. Member States shall impose the prohibition provided for in Article 1 in accordance with the terms refer-

1. Member States shall impose the prohibition provided for in Article 1 in accordance with the terms refer-

red to therein also on any person who has knowingly obtained inside information from a person who has acquired that information in the exercise of his profession or duties.

2. Member States shall prohibit any person referred to in paragraph 1:

- from disclosing the inside information to a third party;
- from using that inside information to recommend a third party to buy or sell transferable securities admitted to trading on their stock exchange markets.

Article 4

Member States may lay down more stringent rules than those contained in this Directive provided that they are non-discriminatory.

Article 5

For the purpose of this Directive transferable securities shall include not only securities usually traded on the stock exchange market such as shares and debt securities but also traded options relating to such securities.

Article 6

For the purposes of this Directive, inside information is information unknown to the public of a specific nature and relating to one or more

red to therein also on any person who has knowingly obtained inside information from a person who has acquired that information in the exercise of his employment, profession or duties.

2. Member States shall prohibit any person referred to in paragraph 1 **who is resident on their territory from:**

- (a) disclosing the inside information to a third party;
- (b) using that inside information to recommend a third party to buy or sell transferable securities admitted to trading on their stock exchange markets.

Article 4

Unchanged

Article 5

Unchanged

Article 6

For the purposes of this Directive, inside information is information **in-accessible or not available** to the public of a specific nature and relating to

issuers of transferable securities, or to one or more transferable securities, which, if it were published, would be likely to have a material effect on the price of the transferable security or transferable securities in question.

Article 7

1. Issuers whose transferable securities are admitted to official listing in one or more Member States or are traded there on another stock exchange market shall immediately inform the public in that Member State or those Member States of any circumstance or decision which would be likely to have a material effect on the price of such transferable securities.

2. Where an issuer is unable to inform the public immediately of a circumstance or decision as referred to in paragraph 1 because disclosure would prejudice its legitimate interests, it shall immediately inform the competent authorities thereof, who may relieve it of the obligation provided for in paragraph 1.

Article 8

1. Member States shall designate the authority or authorities competent to ensure that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied. They shall inform the Commission accordingly, indicating, if appropriate, how duties have been allocated.

2. The competent authorities shall

one or more issuers of transferable securities, or to one or more transferable securities, which, if it were published, would have a material effect on the price of the transferable security or transferable securities in question.

Article 7

Unchanged

Unchanged

Article 8

Unchanged

2. The competent authorities shall

be given all such supervisory powers as may be necessary for the exercise of their duties.

be given all such supervisory **and investigatory** powers as may be necessary for the exercise of their duties.

3. The competent authorities in the Member States shall cooperate wherever necessary for the purpose of carrying out their duties and shall exchange any information required for that purpose.

Unchanged

Article 9

1. Member States shall provide that all persons employment or formerly employed by the competent authorities referred to in Article 8 shall be bound by professional secrecy. Information covered by professional secrecy may not be divulged to any person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

Unchanged

2. Paragraph 1 shall not, however, preclude exchanges of information between the various Member States by the authorities referred to in Article 8 as provided for in this Directive. Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which the persons employed or formerly employed by the competent authorities receiving the information are subject.

Unchanged

3. Without prejudice to cases falling under criminal law, the authorities referred to in Article 8 which receive information may use it only for the exercise of their duties and in

Unchanged

connection with administrative or judicial proceedings specifically relating to the exercises of those duties.

Article 10

The Contact Committee set up by Article 20 of Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing ⁽¹⁾ shall also have as its function:

(a) to facilitate the harmonized implementation of this Directive through regular consultation on any practical problems which arise from its application and on which exchanges of view are deemed useful;

(b) to advise the Commission on any amendments to be made to this Directive.

Article 11

Member States shall determine the penalties to be applied for infringement of the measures taken pursuant to this Directive.

Article 12

1. Member States shall take the measures necessary to comply with this Directive not later than 31 December 1990. They shall forthwith inform the Commission thereof.

Article 10

Unchanged

Unchanged

Unchanged

Article 11

Member States shall determine the penalties to be applied for infringement of the measures taken pursuant to this Directive. **The penalties shall be sufficiently dissuasive to ensure respect for those measures.**

Article 12

Unchanged

2. Member States shall communicate to the Commission the provisions of national law which they adopt in the field governed by this Directive. Unchanged

Article 13

Article 13

This Directive is addressed to the Member States. Unchanged

(¹) OJ No L 66, 16. 3. 1979, p. 21

9. *Självreglering eller lagstiftning*

Inledning

I kapitel 2 redovisades olika argument för och emot att tillåta insiders med tillgång till priskänslig information att handla med värdepapper. Slutsatsen av denna genomgång var att starka skäl talar för någon form av reglering. Frågan om hur denna reglering skulle utformas — självreglering och/eller lagstiftning — behandlades i förbigående. Syftet med det här kapitlet är att diskutera frågan vidare samt att bedöma vilken roll självregleringen kan spela givet att vi har ett lagstadgat förbud mot missbruk av inside information. Tesen här är att intresset för självreglering borde vara särskilt stort om vi har en kraftfull lagstiftning. Om nämligen större resurser läggs ner på att se till att lagstiftningen efterlevs är det sannolikt att också större resurser läggs ner på att förebygga missbruk av inside information. Självregleringens effektivitet ökar i och med att de berörda har ett starkt intresse av att undvika åtal för insiderbrott.

Vad menas med självreglering?

Med självreglering avses här en uppsättning handlingsregler som går utöver lagstiftningen och som anger hur man bör handla i olika situationer. Utgångspunkten är att det ställs krav på de som agerar på värdepappersmarknaderna. Vissa av kraven återfinnes i lagstiftningen. De utgör därmed ett slags golv — absoluta regler som man inte får bryta emot. Lagstiftningen är dock svår att få heltäckande. Det finns många situationer där en uttolkning av lagen inte ger vägledning för hur man bör agera. Det är här som självregleringen träder in.

Självreglering kan ta sig många olika former. En extrem utgörs av

den form av obligatorisk självreglering som införts i Storbritannien. Enligt Financial Services Act åligger det alla som agerar på värdepappersmarknaderna att följa ett antal regler som kallas självreglering.

En annan extrem är rekommendationer från exempelvis Näringslivets Börskommitté som helt saknar sanktionsmöjligheter.

Ett mellanting är rekommendationer från branschföreningar eller motsvarande. Sveriges Finansanalytikers Förening (SFF) kräver sålunda av sina medlemmar bl a att dessa aldrig för egen räkning skall utnyttja förtrolig information. Den som bryter mot SFFs regler kan uteslutas. I föreningar som "auktorerar" medlemmarna kan en uteslutning vara en allvarlig sanktion.

Med självreglering kan också avses de interna regler som återfinns i många företag och som kan vara baserade på branschrekommendationer eller motsvarande. För att bara nämna ett exempel fick alla anställda på SOFE (den numera nedlagda optionsbörsen) skriva under ett avtal att inte utnyttja information som inte vara allmänt tillgänglig för egen vinning.

Även *syftet* med självreglering kan variera. Ett syfte kan vara att klargöra vilka regler som gäller inom områden där lagstiftning saknas. Uppflaggningsreglerna är ett sådant exempel. Den rekommendation som Näringslivets Börskommitté gett ut ersätter en lagstiftning. Ett annat syfte är att komplettera lagstiftningen, dvs att täcka in områden där lagstiftningen är oklar. Ett tredje syfte kan vara att förstärka en existerande lag; att genom upprepning och förtydliganden av det lagstadgade förbudet inskräpa hos olika befattningshavare att ett visst beteende inte accepteras. Det sistnämnda är inte det minst viktiga. Sannolikheten för att lagen följs torde öka om det klart framgår i olika sammanhang att den grundsyn som lagstiftningen ger uttryck för överensstämmer med arbetsgivarens m fl.

Önskvärt är också att det inte bara är rädslan för fängelsestraff som förhindrar ett missbruk av inside information. Strävan bör vara att alla uppfattar det som självklart att missbruk inte skall förekomma på deras arbetsplats. Det gäller alltså att skapa positiva attityder som också bidrar till att bygga upp förtroendet till kunderna.

Sanktioner i samband med självreglering kan vara av olika slag. Vanligast är uteslutning antingen så att man förlorar sin anställning eller att man utestängs från medlemsskap i en förening eller motsvarande. Eftersom uteslutning ofta påverkar möjligheterna till utkomst kan denna form av sanktion vara mycket kännbar.

Sammanfattningsvis visar den här genomgången att det i praktiken inte går att åstadkomma en tillfredsställande reglering enbart genom lagstiftning. Det behövs också självreglering. På samma sätt är det svårt att tänka sig att självreglering på insiderområdet skulle kunna bli effektiv utan en grundläggande lagstiftning. Självreglering och lagstiftning kompletterar varandra.

Argument för och emot självreglering som alternativ till lagstiftning

De argument som brukar föras fram för och emot självreglering är följande:

- (1) Man får en flexibilitet i handläggningen som är önskvärd när omständigheterna i enskilda fall är väsentligt olika.
- (2) Man får en informell behandling vilket sparar både tid och kostnader.
- (3) De som deltar i bedömningen av om missbruk förekommit är experter inom sitt område vilket är en fördel särskilt när man arbetar med komplicerade fall.
- (4) Reglerna kan ändras lättare och snabbare för att ta hänsyn till ändrade omständigheter.
- (5) En tolkning av bestämmelserna behöver inte ske endast mot bakgrund av dess bokstav utan man kan också beakta dess anda.

Argument mot självreglering är:

- (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 själva är medlemmar i denna grupp omfattas av självregleringen. Ett exempel är personer som handlar i aktier på basis av tips.
- (3) Det är svårt att skapa effektiva sanktioner.
- (4) Det finns en risk att man försöker skydda sina egna kollegor.

Sakligt sett framstår argumenten för självreglering som starka. För att en självreglering skall fungera krävs emellertid att kretsen av de per-

soner som omfattas är begränsad och någorlunda homogen. Det förutsätts också att de personer som omfattas av självregleringen har ett direkt ansvar för de handlingar man vill reglera.

Ser man på de personer som har tillgång till inside information är det uppenbart att förutsättningen om en homogen och begränsad krets inte är uppfylld. När insiderproblematiken var ny så var begreppet insider synonymt med en styrelseledamot. Det låg då nära till hands att se dessa personer som medlemmar i ett "skrå" för vilka självregleringen är naturlig. Det är mot denna bakgrund man bör se den "Model Code" som styrelseledamöter i brittiska börsföretag undertecknar.

Det stora problemet med regleringen av insiderhandeln idag är att så många nya grupper uppfattas som potentiella insiders, framför allt olika grupper med anknytning till aktiemarknaden. Därtill kommer tippees, alltså de som får tips från en insider.

Av utländska erfarenheter att döma synes en stor del av dagens missbruk av inside information kunna hänföras till personer utanför gruppen av s k primära insiders bland annat ekonomijournalister, börsmäklare etc. Det rör sig alltså om personer som på olika sätt fått uppgifter om icke-offentliggjorda händelser i börsföretagen. Svårigheten att komma åt dessa var en avgörande orsak till att Londonbörsen på sin tid tillstyrkte ett förslag till lagstiftning mot insidermissbruk.

Utvidgningen av insiderbegreppet till att omfatta allt fler personer medför att ett system byggt på självreglering blir mycket komplicerat. Det visar brittiska erfarenheter. Även om det nya regelsystem som baseras på 1986 års Financial Services Act inte direkt tar sikte på att förhindra missbruk av inside information, kan det ändå karakteriseras som det mest avancerade systemet för självreglering som införts i något land. Det som är unikt med Financial Services Act är att man lagstiftningsvägen uppdragit till värdepappersmarknaden att kontrollera att allt går rätt till. Det har lett till att man inrättat fem "SROS" (self-regulating organisations) som var och en har ansvar för sin del av marknaden. För att garantera att de här kontrollorganen utför sina uppgifter har man uppdragit åt the Securities and Investment Board (SIB) att utarbeta en regelsamling. SIB har löst sin uppgift genom att ge ut en mycket detaljerad handbok skriven som den vore en lagbok. Som svar mot den kritik detta medfört från aktörerna har SIB svarat att det är ofrånkomligt att reglerna ges en legalistisk utformning när det finns

ett hot om straffansvar för den som inte håller sig till reglerna.

Det som är intressant med den nya brittiska självregleringen är att initiativet tagits uppifrån, dvs genom lagstiftning. Det normala är att initiativet kommer från de parter som berörs och att det åtminstone delvis syftar till att avvärja ett hot om lagstiftning. I Sverige finns flera exempel på att sådana initiativ varit framgångsrika. Det gäller t ex Näringslivets Börskommittés (NBK) rekommendation om att den som köpt mer än 10% av aktierna i ett annat bolag skall informera börsen om detta — den s k uppflaggningsregeln.

Hot om lagstiftning är emellertid inte en tillräcklig förutsättning för att självreglering skall komma till stånd. Det visade sig när Värdepappersmarknadsutredningen publicerade sitt betänkande i slutet av 1983. Trots att man inom näringslivet i allmänhet tycks ha uppfattat en reglering av insiderhandeln som motiverad väcktes aldrig något förslag om att i stället för lagstiftning pröva självreglering. En orsak kan ha varit att missbruk av inside information inte betraktades som ett stort problem. Ändå framfördes en stark kritik mot vissa av utredningens förslag. Det hävdades bl a att den legala insiderhandeln allvarligt skulle försvåras. Om detta verkligen hade varit riktigt skulle ett förslag om ett alternativt system byggt på självreglering varit naturligt.

Att lagstiftningen nu genomförts betyder inte att frågan om självreglering är utagerad. Lagstiftning är ett trubbigt instrument. Hittills har ingen i Sverige fällts för att ha missbrukat inside information. Det framstår ändå som sannolikt att missbruk förekommit i några fall. En komplettering av lagstiftningen med olika former av självreglering skulle kunna göra det lättare att bekämpa missbruk av inside information.

En självreglering ligger också i företagens intresse. Om en medarbetare skulle fällas för insiderbrott skulle det kunna få allvarliga konsekvenser för företagets anseende. Olika former av s k "in house rules" borde därför vara ett naturligt komplement till lagstiftningen. In house rules är alltså en form av självreglering men med en mer begränsad räckvidd.

Exempel på självreglering

Särskilt i Storbritannien har ett antal åtgärder vidtagits för att motverka missbruk av inside information. Förutom den tidigare nämnda

Financial Services Act torde rekommendationen om agerandet vid take-overs vara den viktigaste, den s k City Code. Därutöver finns det avtal som styrelseledamöter är skyldiga att underteckna enligt börsens registreringskontrakt "The Model Code" samt en rekommendation från de brittiska finansanalytikernas förening. I Sverige synes bara två generella rekommendationer ha getts ut; en rekommendation från NBK (1971) samt en rekommendation från Fondhandlareföreningen. I NBKs rekommendation återfanns följande paragraf: "sedan frågan om samgående uppkommit, får befattningshavare som inom ett bolag har att handlägga ärendet eller som i tjänster får kännedom om planerat samgående ej överlåta eller förvärva aktier i berörda företag för-
rån erbjudandet offentliggjorts genom (slutligt) prospekt eller frågan om samgående förfallit". 1971 års rekommendation ersattes under 1988 av en ny "rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv". I denna rekommendation sägs inget om missbruk av inside information.

The City Code

The City Code on Take-overs and Mergers innehåller regler om hur man skall bete sig i samband med företagsköp. Enligt en av reglerna är det förbjudet att utnyttja informationen om ett förestående köp för egna affärer.

- a) No dealings of any kind (including option business) in securities of the offeree company by any person, not being the offeror, who is privy to confidential price-sensitive information concerning an offer or contemplated offer may take place between the time when there is reason to suppose that an approach or an offer is contemplated and the announcement of the approach or offer or of the termination of the discussions.
- b) No person who is privy to such information may make any recommendation to any other person as to dealing in the relevant securities.
- c) No such dealings may take place in securities of the offeror except where the proposed offer is not price sensitive in relation to such securities.

Det som är unikt för the City Code är att det finns ett organ — "the panel" — vars syfte är att övervaka att reglerna följs. Panelen har i

flera fall ingripit mot missbruk av inside information (se bilaga till detta kapitel).

Panelens roll härvidlag har ändrats i och med 1980 års insiderlag. Således hänskjuts nu alla misstankar om insiderbrott till Departement of Trade and Industry för beslut om utredning.

The Model Code

The Model Code anger hur styrelseledamöter skall förfara i samband med köp och försäljning av aktier för att undvika misstankar om att ha utnyttjat inside information. Viktigast är att styrelseledamoten informerar sin ordförande före en affär. Det finns ingen direkt kontroll av att the Model Code följs.

Brittiska finansanalytikernas Guidelines

Finansanalytikernas Förening i Storbritannien gav 1981 ut en rekommendation om hur analytiker skulle agera med anledning av den nya insiderlagen. Den innehåller bl a följande punkter:

1. Som första punkt framhålles att det inte är lagens syfte att förhindra direktkontakter mellan ett företag och analytiker. Det är därvid företagsledningens ansvar att den information som lämnas inte är av det slag som lagstiftningen syftar på. För undvikande av oklarheter uppmanas företagen att offentliggöra de uttalanden de gjort vid möten med analytiker.
- 2) Med inside information avses information om specifika händelser. Exempel är information om utdelningar och/eller emissioner, resultatrapporter, förändringar i företagsledningen och meddelanden om företagsförvärv eller försäljning. I det senare fallet anses affärer omfattande mindre än 5% av balansomslutningen ej som inside information. Som inside information räknas normalt ej heller uppgifter om försäljning, kostnadsutveckling, redovisningsprinciper, konkurrenforhållanden, organisation, policyfrågor etc.
- 3) Om en analytiker, genom att kombinera olika uppgifter om ett företag, kommer fram till en slutsats som kan uppfattas som priskänslig information, är analytikern ändå oförhindrad att använda sig av informationen.

Svensk rekommendation om uppköpserbjudanden

1971 gav Näringslivets Börskommitté ut en rekommendation "rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag". Där sägs bl a att befattningshavare som får information om samgående inte får köpa aktier för egen räkning. Rekommendationen har använts vid två tillfällen av börsstyrelsen. Det första fallet var i samband med Anders Walls bud till aktieägarna i Företagsfinans. Ägarna av A-aktier motsatte sig detta och lade ett konkurrerande bud som dock exkluderade Anders Wall. Börsstyrelsen ansåg att detta stred mot NBKs rekommendation och dömde de företag som stod bakom det konkurrerande budet att betala 2 årsavgifter. Beslutet överklagades ända upp till HD dock utan ändring. Det andra tillfället var när Birger Gustafsson köpte aktier i MEA i eget namn efter att Fabege lagt ett bud till MEAs aktieägare till en lägre kurs. Inget exempel finns på att rekommendationen använts för att beivra missbruk av inside information.

Rekommendationen har 1988 reviderats. Därvid har avsnittet om insiderhandel lyfts ut, sannolikt mot bakgrund av 1986 års lagstiftning på området.

Ett mycket bra exempel på en branschrekommendation är den cirkulärskrivelse som Svenska Fondhandlareföreningen gett ut och som återgavs i kapitel 7. Rubriken är "Handlingsregler för anställda i bank- och fondkommissionärsbolag". I skrivelsen redogörs för dels värdepappersmarknadslagens insiderregler dels fondkommissionslagen. Språket är enkelt och lagreglerna har kompletterats med exempel hämtade från branschen

In house regler

Förekomsten av företagsspecifika regler är av naturliga skäl svårare att dokumentera eftersom de inte är avsedda att offentliggöras. Några exempel lämnas dock nedan. De härrör i huvudsak från Storbritannien.

Jag har försökt att också dokumentera svenska regler. Sådana finns. De personer som tillfrågats betonar dock genomgående att det handlar mer om förtroende än om formella regler. Man utgår alltså ifrån att de anställda inte missbrukar inside information. Kontrollen är begränsad.

Även om det finns bestämmelser att aktieaffärer skall anmälas så framstår det som tveksamt om detta verkligen sker i normalfallet.

Regler för hur styrelseledamöter och företagsledning skall handla

En vanlig regel i brittiska företag är att styrelseledamöter och företagsledningen skall anmäla till exempelvis styrelsens ordförande eller bolagsjuristen att de avser köpa eller sälja aktier. Det är också vanligt att dessa personer skriftligen får förbinda sig att inte missbruka inside information.

Regler för anställda hos fondkommissionärer och liknande

- (1) Anställda får inte i egen räkning handla med aktier när arbetsgivaren rekommenderat klienten att köpa eller sälja aktien ifråga.
- (2) Motsvarande gäller för affärer i fondkommissionärens egen räkning för så vitt inte affärerna görs i syfte att ge kunderna service.
- (3) Anställda skall hålla arbetsgivaren informerad om samtliga sina affärer.

Regler för banker m fl

Det är vanligt att företag på värdepappersmarknaderna utför flera olika funktioner, exempelvis fondförvaltning, aktierådgivning, medverkan i företagsköp etc, dvs företagen är en form av varuhus i finanstjänster. Det är härvid viktigt att verksamheten organiseras så att de olika funktionerna kan arbeta oberoende av varandra. Syftet är alltså att förhindra att en tjänsteman i en avdelning kan få del av information från en annan avdelning.

Det här är ett område som anses mycket viktigt i både Storbritannien och USA. Det finns därför utförliga beskrivningar av vad som kan anses vara lämpliga åtgärder för att garantera att information inte läcker mellan avdelningar. Man rekommenderar också att det finns en särskild person, en säkerhetschef, anställd med ansvar för att övervaka att reglerna följs.

Detta till trots har det förekommit flera exempel på missbruk av inside information i de här "varuhusen". Collier fick sin information om planerade uppköp därför att han ansågs som en expert på att bedöma aktiekurser. Han bjöds därför in till den avdelning som arbetade med rådgivning i corporate finance. I de flesta företag torde detta uppfattas som något ganska naturligt. Det visar emellertid hur

svårt det är att gränsdragningen mellan olika avdelningar fungerar i praktiken.

Ett annat aktuellt exempel är County Nat West, dotterbolag till en av de stora brittiska affärsbankerna. En stor kund, Grand Metropolitan, ringde en av CNWs direktörer för att informera om en förestående fastighetsförsäljning. Direktören ringde en tjänsteman som var ansvarig för att följa Grand Metropolitanaktien. Två andra anställda råkade höra det här samtalet. Deras problem var att de just hade sålt aktier i Grand Metropolitan för cirka 1 miljon pund (i tjänsten) — aktier som de ännu inte köpt. När de hörde talas om fastighetsförsäljningen kastade de sig på telefonen och köpte tillbaka de aktier de hade sålt.

Eftersom Grand Metropolitan's aktier började stiga strax efteråt uppmärksammades de här köpen direkt och historien avslöjades. En lösning som amerikanska finansvaruhus använder sig av för att förhindra den här typen av läckor är att förbjuda samtliga anställda att handla i de företags aktier där man samtidigt arbetar som rådgivare.

Rapportering av egna affärer

I Sverige har Bankinspektionen frågat ett antal stora placerare om de som är ansvariga för placeringsbeslut rapporterar sina egna affärer till arbetsgivaren. Enligt en artikel i Dagens Industri har cirka hälften svarat att särskilda regler saknas. I stället hänvisas i några fall till att de placeringsansvariga är medlemmar i Finansanalytikernas Förening och följer deras etikregler. Där sägs att medlemmar inte skall utnyttja den information de fått del av i tjänsten för egna affärer. Samtidigt sägs att föreningen anser att det är naturligt om deras medlemmar rapporterar om sina affärer till arbetsgivaren.

Uppenbarligen finns många exempel på att en sådan rapportering underlåts. Även när affärerna rapporteras kan det ifrågasättas om kontrollen är sådan att rapporteringen är meningsfull. Min egen erfarenhet är att det ofta brister i rutinerna.

Exempel på ärenden som avgjorts av the City Panel, Storbritannien

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 börserna under sex månader.

Grimshawe Co ägde 20 procent av aktierna i Grimshawe-Nindsor. Det beslöts att det senare företag skulle köpa det förstnämnda. Dessförinnan såldes Grimshawes 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 uppköpserbjudande 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 förekomst och kritiserade därför House of Fraser för att ha starvat med säkerhetsåtgärderna.

Dexion var ett annat företag vars aktier blev föremål för ett uppköps-erbjudande. Strax innan budet blev offentligt diskuterade Mr McKercher möjligheten att gå in i Dexions styrelse med Dexion's 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 Dexion's aktier gått upp kraftigt på grund av rykten om ett uppköp.

McKercher köpte då aktier som såldes en vecka senare med en vinst på 2000 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 uppköps-erbjudande. 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 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 7000 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 anställde mist 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 visst om uppköpserbjudandet Och han hade inte i förväg inhämtat styrelsens tillstånd till köpet. Styrelseledamoten avsåg 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.

10. *Sammanfattning och rekommendationer*

Inledning

Kapitlet innehåller tre avsnitt. I det första sammanfattas en del av resonemangen i tidigare kapitel. Därigenom läggs en grund för efterföljande synpunkter på hur regleringen av insiderhandeln i Sverige bör utformas. I det andra avsnittet kommenteras vissa av förslagen i Värdepappersmarknadskommitténs betänkande. Slutligen framförs några egna rekommendationer.

Bokens syfte

I kapitel 1 anges följande fyra frågor:

- (1) Vad vet vi om insiders aktieaffärer i Sverige? Finns det statistik som visar att insiders gör bättre affärer än andra? Kan vi visa att missbruk av inside information är ett problem i Sverige? Hur mycket aktier äger insiders?
- (2) Missbruk av inside information upplevs som ett hot mot en effektiv aktiemarknad. Fokuseringen på insiders kan t o m ha medfört att man ser insider som det allvarligaste hotet. Finns det andra missförhållanden som man härigenom kan ha försummat att ingripa mot? Syftet är alltså att försöka sätta in missbruket av inside information i ett större sammanhang.
- (3) Bör missbruk av inside information betraktas som ett brott eller bidrar insiders i själva verket till en effektivare aktiemarknad?
- (4) Om missbruk av inside information är eller kan tänkas bli skad-

ligt för aktiemarknaden, hur bör missbruket i så fall bekämpas? Bör det ske genom lagstiftning och/eller självreglering? Hur bör begreppen insider och inside information definieras?

Insiders affärer

Registrerade insiders äger drygt 5 procent av samtliga börsnoterade aktier i Sverige. Det är en betydande andel. I de kartläggningar som gjorts över aktieägandet i Sverige svarar enskilda personer för 20—25 procent. Även om en del av de aktier som insiders äger kan ligga på juridiska personer är det rimligt att räkna med att de insiders som är skyldiga att rapportera sina innehav till Bankinspektionen är en stor ägargrupp. Det innebär att analyser av hur den här gruppen agerar är viktiga.

I kapitel 2 redogörs för ett antal undersökningar av hur insiders handlar. Av störst intresse är att gruppen av insiders ständigt förändras. Det är därför vanskligt att dra slutsatser utifrån data avseende samtliga insiders. Vidare noteras att när man går ner på individnivå, omsättningshastigheten är lägre än genomsnittligt. Den genomsnittliga fysiska insidern är alltså en långsiktig investerare, som gör relativt marginella omplaceringar.

Påtagligt är också de ganska stora värdepappersinnehav som redovisas av enskilda verkställande direktörer. Nästan alla verkställande direktörer i börsregistrerade företag äger aktier för mer än 1 miljon kronor. Det är naturligtvis delvis en följd av den starka kursstegringen under 80-talet men också sannolikt en återspeglning av ett synsätt att VD bör ha ett betydande ägarengagemang. Däremot kan man inte i statistiken se att konvertibelinnehaven ökat nämnvärt. Fortfarande dominerar aktier.

Flera undersökningar har gjorts av om insiders är bättre placerare än genomsnittligt. De utländska undersökningarna tyder oftast på att så skulle vara fallet. Tolkningen är normalt inte att insiders skulle missbruka inside information. Snarare ses det bättre utfallet av placeringarna som en naturlig följd av att den här gruppen av personer har bättre allmän kunskap om sitt företag.

De undersökningar jag genomfört bekräftar inte den konventionella uppfattningen om insiders överlägsenhet. Det är mycket svårt att identifiera någon typ av insiderhandel som ger marknaden en signal

värd att följa. Varför det förhåller sig på detta sätt är oklart. Möjligen är det ett utslag av att svenska insiders ägnar sig mer åt långsiktiga affärer. Det kan också finnas skillnader i hur undersökningarna lagts upp. Genom att den svenska börsen är relativt liten är det lättare att täcka in så gott som alla insideraffärer. I utlandet är man av praktiska skäl tvingad till att göra urval som inte självklart speglar den genomsnittliga insiders affärer. Slutsatsen av analyserna vad avser Sverige är därför dels att den officiella insiderstatistiken inte tyder på att missbruk av inside information skulle vara ett problem i Sverige, dels att det inte lönar sig för aktieplacerare att handla på samma sätt som insiders.

Bör insiderhandeln regleras i lag?

Insiderstatistiken ger alltså en ganska odramatisk bild av insiderhandeln. Den kontrasterar starkt mot de sensationsartiklar som förekommit senare år, framför allt i USA. I kapitel 4 redogörs för några av de mer kända insiderskandalerna. I kapitlet återfinns också en genomgång av argumenten för och emot en reglering av insiderhandeln.

Huvudsäket för att inte reglera insiderhandeln skulle vara att insiders bidrar till en mer effektiv kursättning på aktiemarknaden. Enligt min uppfattning är detta inte fallet. I varje fall vad gäller de mer omsatta aktierna kan inte enskilda personer ensamma påverka kurssettingen annat än marginellt. Det torde också endast vara i undantagsfall som en insider vill påverka kurserna. Det normala måste vara att handla på ett sätt som inte stör marknaden. För att få en kurseffekt måste därför insiders tipsa andra personer. En snabb och öppen informationsgivning från företaget framstår som ett bättre alternativ, mer förenligt med börsens inregistreringskontrakt.

Vidare förutsätts att insiders kan bedöma kurseffekten av en viss nyhet. När det gäller take-overs är det lätt. I andra sammanhang däremot är det — som framgick av kap 5 — ofta svårt för personer i företagsledningen att göra en korrekt prognos av hur aktiemarknaden kommer att reagera när informationen blir offentlig. Det är därför långt ifrån säkert att insiderhandeln medför att kurssettingen blir riktigare.

Mot den här bakgrunden framstår argumenten för reglering som mer övertygande. Tidigare uppfattningar i de flesta länder att missbruk av inside information motverkas bäst genom samförstånd "gent-

lemän emellan” har fått ge vika för straffsanktionerad lagstiftning. Utgångspunkten är att de som investerar på värdepappersmarknaden måste kunna lita på att den de handlar med inte kan dra nytta av information som inte är allmänt tillgänglig. Runt om i världen har lagstiftare ingripit för att skapa ett förtroende för värdepappersmarknaderna, varvid en av de viktigaste åtgärderna varit att ingripa mot missbruk av inside information. Den internationalisering av värdepappershandeln som nu sker gör det svårt för något enskilt land att bryta mot den här utvecklingen. En reglering av insiderhandeln i Sverige framstår därför som ofrånkomlig.

Missbruk av inside information har av olika skäl tilldragit sig ett stort intresse. Det kan tänkas att det finns en risk för att ansträngningarna att motverka sådant missbruk medför att andra typer av missförhållanden på värdepappersmarknaderna får passera. Detta är naturligtvis svårt att belägga. Jag har ändå sett det som angeläget att försöka peka på vilka missförhållanden som registrerats framför allt i USA. Vilseledande information och kursmanipulation är sådana exempel.

När det gäller Sverige representerar El Sayeds köp och försäljningar av aktier i Fermenta ett ovanligt flagrant exempel på kursmanipulation. Jag har också studerat snabbheten i börsföretagens rapportering. För att göra marknaden mer effektiv är det önskvärt att företagen publicerar sina rapporter snabbt. Anmärkningsvärt är att årsredovisningarna för 1988 publiceras senare under året än vad som var fallet 1984. Det är en olycklig utveckling, som finns skäl att uppmärksamma.

Hur bör missbruk av inside information bekämpas?

Den sista frågeställningen behandlar frågan om hur ett missbruk av inside information bör bekämpas. I kapitlen 6—9 redogörs för hur problemet angripits dels i Sverige dels i ett antal viktigare länder, främst USA och Storbritannien. Här behandlas också frågan om självreglering kontra lagstiftning.

Det finns stora skillnader mellan länderna. En extrem utgörs av USA. Där saknas en egentlig insiderlagstiftning. Flertalet ingripanden mot insiders har i stället skett med hjälp av en allmän paragraf i 1933-34 års Securities Acts som förbjuder alla former av bedrägligt beteende som kan leda till att en vanlig placerare vilseleds. Unikt för USA är också den stora betydelsen av civilmål där den som fälls för missbruk

av inside information döms att betala stora skadestånd.

Den andra extremen utgörs av Västtyskland. Västtyskland är det enda ledande industriland som förlitar sig på självreglering när det gäller att förhindra missbruk av inside information.

Andra viktigare länder karakteriseras av att man infört en insiderlagstiftning där missbruk av inside information bekämpas i brottmålsprocesser. I de här lagstiftningarna skiljer sig inte definitionerna av inside information nämnvärt från varandra. Genomgående framhålls att informationen skall vara specifik, väsentlig samt inte vara allmänt känd.

Definitionen av vem som skall räknas som insider varierar mer. Utvecklingen tycks dock gå mot en allt vidare definition. Som insider räknas således inte bara personer i styrelsen och i företagsledningen i börsbolag — s k primära insiders — utan också de som får tillgång till kurspåverkande information på annat sätt — portföljplacere, tjänstemän på Riksbanken eller finansdepartementet, journalister etc.

Gränsen tycks för närvarande gå mellan dem som får del av någon form av kurspåverkande information genom sin tjänst och allmänheten i stort. Vanligast är att det bara är den första gruppen som kan fällas för insiderbrott. Danmark och Norge skiljer sig dock från övriga länder så till vida att i dessa två länder kan vem som helst, oavsett hur de fått del av inside information, fällas.

När det gäller frågan om självreglering kontra lagstiftning kan man säga att den frågan internationellt har fått ett ganska samstämmigt svar. Med undantag för Västtyskland (bland viktigare länder) är den gemensamma uppfattningen att självreglering inte klarar dagens påfrestningar. Den utvidgning som skett av värdepappersmarknaderna, inte minst vad gäller antalet människor som arbetar där, samt den kraftiga ökningen av företagsförvärv har medfört att regler, som bygger på en stark grupptillhörighet, inte räcker.

I Storbritannien, som är det land där självregleringen har längst anor, har man sett sig tvungen att kodifiera ett stort antal av de regler som tidigare ansågs mer eller mindre underförstådda i ett komplicerat regelverk, 1986 års Financial Services Act. Detta är en återspeglning dels av myndigheternas bristande tilltro till marknadsaktörernas förmåga att själva lösa olika problem, dels marknadsaktörernas eget intresse av regler som är så klara och entydiga att de gör det möjligt att undgå anklagelser för försummelser och skadeståndsbetalningar.

Värdepappersmarknadskommitténs förslag

En redogörelse för Värdepappersmarknadskommitténs (VMK) förslag lämnades i slutet av kapitel 7.

1 Definition av insiders

VMK föreslår en utvidgning av insiderbegreppet till att omfatta samtliga som genom anställning, befattning eller uppdrag har fått information eller kunskap om en icke-offentliggjord omständighet. Härigenom åstadkommes en anpassning till amerikansk praxis och till vad som föreslås i EG-direktivet.

VMK anser inte att det är nödvändigt att gå lika långt som Danmark och Norge och inkludera personer som genom en slump fått del av inside information (taxichaufförer). Motivet är främst att EG inte lagt fram ett sådant förslag. Jag tycker inte att det argumentet är särskilt starkt. Min uppfattning är att lagstiftningen kan förenklas om handelsförbudet utsträcks till att omfatta alla som har tillgång till inside information utan hänsyn till i vilken egenskap de fått del av den. Det är svårt att se att en sådan utvidgning skulle kunna medföra någon skada. Visserligen kan det hävdas att den skada som åstadkommes om taxichaufförer m fl handlar på basis av inside information inte kan vara särskilt stor. Det är förmodligen riktigt men det problemet kan lösas genom att straffsatsen sätts lägre. Straffsatserna bör alltså variera både med avseende på kategori av insiders och transaktionernas storlek. Om en förtroendevald styrelseledamot missbrukar information bör det således bedömas allvarligare än om en lägre tjänsteman gjort samma sak.

VMK föreslår att personer som fått tips bör förbjudas att handla. Även här märks en anpassning till internationell praxis, vilken är välkommen. VMK föreslår däremot inte att insiderlagen skall utsträckas till att gälla juridiska personer, eftersom en sådan utvidgning skulle sträcka sig längre än vad som föreslås i exempelvis EG-direktivet. Man framhåller också att den vinst som juridiska personer eventuellt gör på insiderhandel kan förverkas genom redan existerande lagstiftning, dvs underförstått att det är onödigt att inkludera de juridiska personerna i insiderkretsen.

Positivt enligt min uppfattning är att VMK ansträngt sig att göra gränsdragningen mellan missbruk av inside information och finansiell analys så klar som möjligt. En analytiker skall anses oförhindrad att

rapportera sina iakttagelser till arbetsgivare eller en klient så länge det sker inom ramen för hans normala arbetsuppgifter. I USA och Storbritannien ifrågasätts på allvar om en analytiker kan ha ett enskilt samtal med en VD och därefter ge sina klienter rekommendationer att köpa aktier. Även EG-direktivet anses oklart på denna punkt.

Det hindrar naturligtvis inte att det kan uppkomma situationer där det är oklart hur analytikern bör agera. Antag t ex att en företagsledare i samband med ett besök av en analytiker råkar säga något som analytikern inser är kurspåverkande. Får analytikern då ringa till sin största kund och tipsa honom om att han kan göra en bra affär? Eller får han köpa på sig aktier som läggs in i fondmäklarfirmans handelslager eller i depåer som tillhör hans kunder?

Jag skulle vilja svara nej på båda frågorna.

Bytte man ut analytikern mot en journalist blev problemet enklare. Om journalisten utnyttjar informationen till att skriva en artikel kan han inte kritiseras. Det gäller också om artikeln har en begränsad spridning via någon form av nyhetsbrev.

På motsvarande sätt måste analytikern vinnlägga sig om att hans rådgivning inte får bli för selektiv. Analytikern bör alltså inte hindras att kontakta sina kunder per telefon så länge det inte rör sig om enstaka samtal som endast syftar till att gynna ett fåtal personer.

Trots VMKs skrivning kvarstår uppenbarligen en viss osäkerhet om vad som är tillåtet för en analytiker. Ytterligare preciseringar från berörda intresseorganisationer är därför önskvärda. Vad det handlar om är att å ena sidan möjliggöra för analytiker att fullfölja en värdepappersmarknaderna central funktion och å andra sidan att inte undanta en ur insidersynvinkel viktig kategori från lagens tillämpningsområde. Ansvar för att inte inside information förs ut till marknaden måste primärt ligga på det noterade företags ledning som analytikern besöker. Den skall inte kunna lägga munkavle på analytikern genom att säga att viss information var konfidentiell.

För att inte riskera att man lämnar ut information som är kursdrivande bör företaget dessutom se till att offentliggöra vad som meddelats till enstaka analytiker. Annars kan det hända att företaget ställs till ansvar för att ha lämnat ut information trots att analytikern som handlat på basis av den frikänns.

2 Definition av inside information

I konsekvens med utvidningen av insiderdefinitionen föreslår VMK

att definitionen av inside information också vidgas. Förbudsregeln föreslås nu omfatta alla typer av kurspåverkande information oavsett om den avser ett enskilt bolag eller marknaden som helhet.

Några sådana exempel som anges av kommittén är förberedelser för take-overs, annan omständighet som beskrivs i årsredovisning eller delårsrapport, portföljförvaltares placeringsbeslut samt beslut om ränteförändringar mm.

När det gäller take-overs är beskrivningen av när förberedelserna kommit så långt att det är rimligt att anse att det rör sig om inside information densamma som efter 1987 års lagändring.

Min uppfattning är att kommitténs förslag med avseende på definitionen av inside information är bra. Samma sak gäller den föreslagna utvidgningen av handelsförbudet till att gälla alla typer av värdepapper.

3 Förbud mot korta affärer

En nyhet i VMKs betänkande är att insiders förbjuds att göra korta affärer. Med insiders avses här den snävare grupp av personer som har *insynsställning* i börsbolag, dvs främst styrelseledamöter och företagsledningen. Närstående omfattas ej, ej heller fysiska personer som äger mer än 5% av aktierna i bolaget.

Syftet är att främja ett långsiktigt ägande. Därigenom skulle man bättre kunna motverka missbruk av inside information.

Eftersom erfarenheterna visar att det är mycket svårt avslöja missbruk är det nödvändigt, enligt VMK, att skärpa lagstiftningen och motverka försäljning av aktier inom en sexmånadersperiod. Sker ändå en försäljning skall den faktiska vinsten betalas till bolaget. Motsvarande gäller vid ett köp mindre än sex månader efter en försäljning.

VMK tar upp det fall där en insider gör upprepade köp och försäljningar. Det synes som om man därvid skall tillämpa ett LIFO-resonemang (därmed avses alltså att det är de senast inköpta aktierna som anses ha sålts först. En insider som har ett gammalt innehav på 1000 aktier och som sen köper ytterligare 100 aktier kan således inte sälja dessa 100 aktier inom sex månader från köptillfället med vinst.

Kommittén stöder sitt förslag på amerikansk och finländsk lagstiftning. Det går dock knappast att tala om en internationell praxis. EG-direktivet tar sålunda inte upp den här frågan.

Kommentarerna från USA tyder inte heller på att det här förbudet uppfattas som meningsfullt.

Min uppfattning är att det här förslaget är ett slag i luften och därför olyckligt trots att Bankinspektionen kan ge dispens från sexmånadersregeln.

Om dispensreglerna blir generösa blir sannolikt de negativa effekterna av förbudet måttliga. Som vi tidigare visat är flertalet insiders redan idag långsiktiga i sin placeringspolitik, vilket också talar för att förslaget mer får en symbolisk effekt.

Att VMK ändå borde ha avstått från att lägga fram det beror, enligt min uppfattning, på att man tillgriper ett generellt medel utan att på något sätt gjort troligt att missbruket av inside information därigenom kommer att minska. En stor grupp aktieägare får sina möjligheter att handla beskurna. Den känsla man får är att VMK försöker sopa problemen under mattan. Eftersom man inte tror sig att klara av att angripa det verkliga missbruket förbjuder man i stället alla insiders med insynsställning att göra korta affärer — ett förbud som är relativt enkelt att kontrollera.

4 Rapportering av insiders värdepappersinnehav

VMK föreslår endast en mindre förändring av den nuvarande rapporteringsskyldigheten. Alla företag vars aktier är allmänt spridda skall omfattas, inte enbart aktiemarknadsbolag.

En precisering görs också när en registreringskyldig person skall uppge innehav hos en juridisk person över vilken han har ett inflytande. Tidigare har det ansetts krävas ett 33-procentigt ägande för inflytande. VMK föreslår att gränsen skall sänkas till 10 eller 20%

Av intresse är också en diskussion om det nuvarande manuella systemet kan bytas ut mot en automatisk registrering i samband med att VPC går över till ett sk kontobaserat system. VMK antar att en sådan omläggning kommer att ske så snart de tekniska möjligheterna föreligger.

Min uppfattning är att rapporteringsskyldigheten inte behövs. Positivt är dock att om den ändå måste finnas den så småningom kan ersättas med en automatisk registrering. Det sparar in mycket arbete. Värdet av en registrering, oavsett hur den sker, är lågt. Det torde i synnerhet gälla undersökningar av missbruk av inside information. Ett betydligt effektivare sätt att identifiera personer som handlat på basis av inside information är att offentliggöra namnen på alla som handlat i samband med exempelvis en take-over (se nedan).

Förslag

Missbruk av inside information måste bekämpas. Jag kan inte se några fördelar med att låta insiders utnyttja sitt eventuella informationsövertag. Visserligen tror jag inte att nackdelarna av att insiders agerar är så stora som ibland påstås. Missbruk av inside information förekommer tvivels utan i Sverige. Det torde dock inte gå att visa att detta påverkat benägenheten att investera i aktier negativt — i synnerhet inte under 80-talet då den allmänna kursutvecklingen varit så god.

Att jag förordar ett förbud mot missbruk av inside information beror bl a på den internationella utvecklingen. I likhet med Värdepappersmarknadskommittén tror jag att det är viktigt att svensk lagstiftning vad gäller värdepappershandeln inte skiljer sig från vad som är praxis i andra ledande länder.

Ett annat argument bygger på rättvisa. Jag tror att det är viktigt att de som investerar på värdepappersmarknaderna känner att de har samma förutsättningar som andra investerare att göra bra affärer. Att förutsättningarna är desamma betyder inte att alla verkligen lyckas lika bra. Resultaten kan skilja sig på grund av slumpen. Den som lägger ner resurser på att analysera marknaden måste självfallet tillåtas uppnå ett bättre resultat utan att detta för den skull strider mot grundprincipen att alla skall ha samma förutsättningar.

Om marknaderna inte uppfattas som rättvisa, finns det en risk för att investerare avhåller sig från att köpa värdepapper. Det vore negativt för alla eftersom det skulle medföra en lägre likviditet på börserna. Till det kan läggas att risken för politiska ingrepp sannolikt ökar om värdepappersmarknaderna uppfattas som om vanliga investerare missgynnas. Kravet att värdepappersmarknaderna skall uppfattas som rättvisa kan således motiveras såväl ekonomiskt som med att det är mest förenligt med den etiska grundsyn som de flesta människor har.

Varför inte enbart självreglering?

Borde vi inte avstå från att lagstiftningsvägen bekämpa missbruk av inside information och istället satsa enbart på självreglering? Svaret är nej. Det är omöjligt att idag ta vad de flesta skulle uppfatta som flera steg tillbaka. 1984—1985 fanns en reell möjlighet att välja. Det är tänkbart

att ett kraftfullt initiativ från näringslivet den gången hade kunnat förhindra att 1985 års insiderlag lades fram. Enligt min uppfattning pekar dock de senaste årens utveckling på att en lagstiftning är nödvändig.

Ett stort problem med missbruk av inside information är nämligen svårigheterna att bevisa att missbruk förekommit. Jag har svårt att tro att företag, branschorgan etc skulle kunna eller vilja sätta av tillräckliga resurser för att effektivt utreda misstankar om missbruk.

Ett huvudansvar för att upptäcka missbruk av inside information måste i så fall läggas på exempelvis Fondbörsen eller en motsvarighet till den engelska Take-Over Panel. Erfarenheterna från London visar dock på begränsningarna med en sådan lösning. Självreglering klarar inte missbruk av personer utanför "familjekretsen". Utredning av affärer som gjorts genom förmedling av utländska mäklare är sannolikt inte heller möjliga. Hela internationaliseringen av värdepappershandeln talar starkt emot självreglering som enda väg.

Ytterligare ett argument är att allmänheten torde uppfatta missbruk av inside information som ett allvarligt brott som skall bekämpas genom lagstiftning. En kanadensisk enkätundersökning visar att de flesta svarade att de uppfattade lagstiftning som nödvändig. Någon motsvarande svensk undersökning finns ej. Under intryck av de amerikanska skandalerna är det dock troligt att resultatet skulle bli detsamma i Sverige.

Ett tredje argument för lagstiftning har att göra med vilka som drabbas av missbruk av inside information. Som Löfmarck övertygande argumenterat för (se kapitel 4) går det normalt inte att peka ut någon enskild person som lidit skada ofta heller inte ett visst företag. I stället är det aktieägarna i allmänhetsom drabbas. Det tidigare återgivna citatet från Katz & Herzel belyser detta mycket bra: "We lack plaintiffs not victims". Innebörden är att staten måste gripa in.

Vore det så att det framför allt var det företag i vars aktier insidern handlar som drabbades skulle problemet vara enklare. Det funnes då goda skäl att räkna med att företagen i sina anställningsavtal mm såg till att man kunde avskeda en person som ansågs ha svikit ett förtroende. Lagen om företagshemligheter ger också företag möjligheter att ingripa. Typexempel på en situation när detta vore motiverat är när en insider förmedlat tips till en fondmäklare inför en take-over och kursen börjar stiga. Däremot har jag svårare att tro, som jag skrivit tidigare, att en insider som bara handlar i egen räkning och utan att vilja avslöja sina affärer, skulle ge upphov till en kurseffekt.

Givet att man accepterar lagstiftning mot insidermissbruk, hur bör lagstiftningen utformas? Löfmarck anser i sin bok att det vore en fördel om man i stället för en särskild insiderlagstiftning kunde föra in insiderbrotten under brottsbalkens bedrägeriavsnitt.

”De vanliga argumenten *för* särreglering, nämligen att en sådan skulle ha en starkare pedagogisk och preventiv effekt, kommer enligt min mening till korta på ett alldeles särskilt sätt just vid förfaranden av det här slaget, vilka ligger utanför den traditionella kriminalitetens område. För att effektivt motverka dessa oönskade förfaranden behöver man välja metoder som inte innebär någon special- (och därmed sannolikt mindre klandrande) behandling i förhållande till vanlig brottslighet.”

Som Löfmarck framhåller kan man inte gärna tala om bedrägeri när en insider lämnar ett uppdrag till en mäklare. Hon menar därför att det också är nödvändigt att komplettera värdepappersmarknadslagen (VML) med en paragraf där insidern åläggs att tillse att även motparten har del av den inside information som kan antas ha en kurspåverkande effekt när den offentliggörs. Det bör också markeras i VML att en underlåtenhet att informera medför risker att åtalas för bedrägeribrott. Löfmarck anser att hennes förslag är bättre därför att med bedrägerireglering får man en starkare betoning av målsägandebeståndets intresset och därigenom bättre möjligheter att lyfta fram det negativa med insiderhandel.

Själv delar jag inte Löfmarcks uppfattning. För det första tror jag det vore en fördel att samla den lagstiftning som gäller värdepappersmarknaderna i en lag, dvs såsom skett i Storbritannien i och med skapandet av Financial Service Act (även om denna inte innehåller lagen om insiderhandel). För det andra tror jag att utgångspunkten för Löfmarcks förslag, att en insider skulle tvingas informera sin motpart om sin inside information, uppfattas som så orealistiskt att lagen därigenom tappar i tilltro.

Rekommendationer

1 Förbud för alla och envar att handla när de besitter inside information

I motsats till Värdepappersmarknadskommittén (VMK) kan jag inte finna att det vore ”äventyrligt” att låta handelsförbudet omfatta ”alla

och envar". En fördel är också att lagstiftningen kan förenklas om den görs allomfattande. VMK tvingas ägna stort utrymme åt att förklara när en hissötare eller taxichaufför är att betrakta som insider respektive som en utomstående. En vid definition torde också bäst överensstämma med allmänhetens önskemål. I den ovan nämnda intervjuundersökningen i Kanada svarade över hälften på frågan om vilka som borde omfattas av ett förbud "any person".

Den som fått del av inside information genom sin anställning eller på annat sätt skulle vara förhindrad att handla till dess informationen offentliggjorts eller av andra skäl upphört att vara kursdrivande.

I den utredning som föregick 1986 års insiderlag diskuterades också hur vid insiderkretsen borde vara. Det avgörande motivet för den ganska snäva definition som valdes var rättssäkerhet.

Det ansågs olämpligt att en person kunde bli insider utan att kanske vara medveten om det. På motsvarande sätt skulle den vidgning av insiderbegreppet som här föreslås kunna kritiseras för rättsosäkerhet.

Enligt min uppfattning är detta inget problem. Syftet med lagen är inte att komma åt vare sig taxichaufförer eller städare som köpt några aktier i Volvo därför att de lyssnat på ett samtal.

Vad vi är ute efter är de som till synes utan anknytning till ett företag köper stora aktieposter på ett sätt som avviker från det normala handelsmönstret och som inte har en saklig grund för sitt beteende.

Straffsatsen bör variera beroende på hur allvarligt missbruket av inside information varit.

2 *Juridiska personer bör ses som insiders*

I definitionen av insiders bör anges att "alla" avser såväl fysiska som juridiska personer. 1986 års lag omfattar ej juridiska personer bortsett från att i vissa fall (fåmansbolag) juridiska personers innehav skall sammanläggas med en fysisk persons.

VMKs uppfattning tycks vara att en ändring av lagen inte är nödvändig eftersom det torde vara möjligt att förverka den vinning som ett bolag gör om det kan visas att det handlat på inrådan av en insider.

Detta är i och för sig riktigt. Om en VD i ett börsföretag ingår i styrelsen för ett annat bolag — exempelvis ett investmentbolag — får han enligt förarbetena till 1986 års insiderlag inte delta i beslut om köp eller försäljning av aktier i det egna bolaget. Skulle så ändå ske kan dels VDn straffas, dels bolagets vinning förverkas

Alla affärer omfattas dock inte av nuvarande lagstiftning. Antag att ett bolag som äger en större post aktier i ett annat bolag blir tillfrågat om det är villigt att sälja till en viss överkurs. Underförstått är att köparen avser att lägga ett bud på samtliga aktier. Får då bolaget köpa på sig ytterligare aktier? Min uppfattning är att svaret borde vare nej. Jag tycker därför att det vore bättre att säga klart ifrån att lagstiftningen omfattar också juridiska personer. En närliggande fråga har i ett ärende behandlats av Aktiemarknadsnämnden (se uttalande 1989:2). Nämnden har meddelat att de syften som ligger bakom insidderlagstiftningen också borde medföra att ett bolag är förhindrat att köpa värdepapper i det egna bolaget när en insider i bolaget är förhindrad handla för egen räkning. Uttalandet tar visserligen sikte bara på bolagets förvärv av egna teckningsoptioner men bör enligt min mening rimligen också gälla exempelvis ett investmentbolags förvärv av aktier i annat bolag.

Tidigare har inte juridiska personer kunnat dömas till straffansvar. Lagen om företagsböter har dock ändrat detta förhållande. Företagsböter borde kunna utgå också vid missbruk av inside information.

3 *Möjliggör civilprocesser*

Jag anser att det som komplement till brottmålsprocesser bör öppnas en möjlighet för civilprocesser efter nordamerikanskt mönster. Visserligen delar jag Löfmarcks uppfattning att fängelsestraff uppfattas som mer avskräckande än skadestånd. Erfarenheterna visar dock hur svårt det är att påvisa sådant missbruk av inside information som räcker till en fällande dom.

En civilprocess innebär inte automatiskt att detta förhållande ändras. Visserligen kan man tänka sig att när kändesidan utgöres av en part som drabbats av en insiders vinning denne engagerar sig mer i målets utgång än en åklagare som har att handlägga många typer av mål.

Som vi redan kommenterat är det dock inte särskilt sannolikt att enskilda aktieägare har ett sådant engagemang. En förutsättning är därför att dessa företräds av ett "ombud". Den aktieombudsman som diskuterats skulle kunna vare ett alternativ. Fondbörsen eller Bankinspektionen skulle också fungera.

Därutöver krävs emellertid sannolikt också en lagändring som gör det enklare att utdöma skadestånd dvs förverka en insiders vinning. Förslaget till lag om skydd för företagshemligheter kan här tjäna som föredöme.

I förslaget sägs att den som med uppsåt olovligen bereder sig tillgång till en företagshemlighet skall dömas till böter eller fängelse. Den som uppsåtligt eller obehörigen utnyttjar en företagshemlighet som han i förtroende fått del av skall ersätta den skada han vållat.

Den första paragrafen kan sägas motsvara nuvarande insiderlagstiftning. Den senare paragrafen öppnar möjlighet för skadeståndstalan även om det inte går att döma personen för brott.

Den insider som fälls i processen skulle i första hand dömas att återbetala den vinning han haft. Möjligen skulle man därutöver utkräva skadestånd. I USA utgår ju skadestånd med upp till tre gånger insiderns vinning. Jag uppfattar dock inte skadeståndet som ett nödvändigt inslag. Det beror på att jag ser brottmålsprocessen som den primära. Finns misstanke om att någon missbrukat inside information skall alltså åklagare utreda om förutsättningar finns för ett åtal.

Endast om utredningen visar att sådana förutsättningar saknas aktualiseras frågan om civilprocess. Innebörden är att det finns en viss osäkerhet om insidern verkligen missbrukat information eller ej. Att i ett sådant läge utkräva ett skadestånd utöver den vinning som insidern haft kan uppfattas som obilligt.

Vem bör få del av den vinst som en insider döms att betala tillbaka? Av praktiska skäl tror jag det är enklast att den tillfaller statskassan. Att låta vinsten tillfalla bolaget (vilket föreslås vid brott mot 6-månadersregeln) framstår som olämpligt. Det är ju relativt sällan någon hävdar att bolaget lidit skada. Alternativet är väl då närmast att ge den som handlat samtidigt som insidern möjlighet att kräva sin andel av vinsten. Det måste dock bli ganska godtyckligt vem som skulle få gottgörelse med detta kriterium. Insider kan ju ha gjort många småaffärer under lång tid för att bara ta ett exempel.

Det förmodligen mest kontroversiella förslaget i den här boken gäller civilprocesser. Varför är det så angeläget att ändra lagstiftningen så att civilprocesser kan bli mer vanliga än de är idag? Följande situation kan utgöra ett exempel. En person ringer till sin mäklare och ber honom att omedelbart köpa så många aktier i A-bolaget som möjligt upp till kursen 200:—. Senaste avslut var till 150:—. Nästa dag tillkännages ett börsstopp på grund av att A-bolagets aktier är föremål för ett uppköpserbjudande till kursen 225:—.

Den person som köpt aktier är inte insider. Det går heller inte att visa att han fått information om det förestående budet från någon som var förhandsinformerad. Polisen avskriver därför ärendet.

Trots att det inte går att visa att någon i det här fallet gjort sig skyldig till något brottsligt anser jag att värdepappersmarknadernas integritet skulle vinna på att personen berövades sin vinst. Skulle han kunna visa att det finns en rationell förklaring till hans beteende skall han givetvis frias. Det gäller t ex om han kan visa att den här typen av affärer inte är ovanlig för honom. I den mån han bara kan ge en allmän hänvisning till en analytikers placeringsråd eller egna analyser menar jag däremot att det inte finns någon anledning att tveka. Jag utgår då ifrån att den här personen skulle kunna fällas i ett civilmål.

En konsekvens är att också oskyldiga skall kunna drabbas. Jag har fått mig berättat att en VD i ett börsföretag köpte aktier i sitt företag dagen före ett styrelsesammanträde. På sammanträdet kom oväntat frågan om årets utdelning upp. Styrelsen beslöt föreslå stämman att utdelningen skulle höjas.

Jag har ingen anledning betvivla att detta kom som en total överraskning för VD. Jag tycker ändå det är riktigt att han får avstå sin vinst, antingen nu detta sker frivilligt eller efter ingripande av Fondbörsen/Bankinspektionen i en civilprocess. Visserligen antogs VD i det här fallet ha handlat i god tro. Det innebär att han inte kände till att utdelningen skulle komma att höjas och därmed kan han inte ha räknat med den kursstegring som blev följden av det beslutet.

4 Utredningsverksamheten bör effektiviseras

En nödvändig förutsättning för att insiderlagstiftningen skall uppfattas som avskräckande är att utredningarna av misstänkt missbruk sker professionellt. Det förefaller som om arbetet idag bedrivs långsamt och byråkratiskt samt att det oftast är resultatlost. Detta intryck kan dock bero på den sekretess under vilken Bankinspektionen verkar.

Jag tror att en förändring av utredningsverksamheten efter brittisk förebild skulle kunna få positiva konsekvenser. Det innebär två saker. För det första att Fondbörsen får bättre möjligheter att identifiera vilka som handlat vid ett visst tillfälle. För det andra att när misstanke föreligger om missbruk av inside information Fondbörsen (eller Bankinspektionen) ges rätt att tillsätta särskilda utredningsmän. Det kan med fördel vara två personer som företräder olika kompetenser. De kan sedan rapportera till Bankinspektionen som avgör om åtal skall väckas. Utredningsmännen äger rätt att kalla personer till förhör och ta del av alla dokument.

Även om man bibehåller det nuvarande systemet för att utreda

misstankar om olovligt utnyttjande av inside information vore det önskvärt att identifieringen av vilka som handlat i en viss aktie effektiverades. För närvarande kräver identifieringen att man kontaktar mäklarna som måste ta fram aktuella avräkningsnotor. Det är arbetskrävande och tar lång tid. Väsentligt enklare vore om VPC kunde sända en lista över alla som handlat, komplett med personnummer etc. En sådan lista skulle sedan kunna samköras mot förteckningar över insiders. Förutsättningen för att VPC skall lämna ifrån sig en sådan lista är dock en lagändring. Detta är inte helt okomplicerat och frågan måste därför utredas ytterligare.

Ett radikalt annorlunda alternativ vore att låta offentliggöra namnen på dem som handlat före en starkt kurspåverkande händelse. I samband med exempelvis en take-over skulle alltså namnen på alla dem som köpt aktier i målföretaget under 3—4 veckor före budet publiceras. Tanken är att de som läser listan skall reagera om de ser att en person de vet har inside information har handlat. Den här metoden är knappast särskilt effektiv. Den bör därför ses som en nödlösning givet att man inte kan få fram resurser till en aktiv utredningsverksamhet.

I och för sig är allmänhetens medverkan viktig när det gäller att upptäcka missbruk av inside information. I USA har man tagit konsekvensen av detta och infört ett belöningssystem för den som kan ge värdefulla upplysningar om en insider. Systemet verkar motbjudande och bör inte tillämpas i Sverige. En annan sak är att anställd hos exempelvis fondmäklare bör kunna åläggas att rapportera tveksamma affärer till arbetsgivare (se nedan).

Över huvud taget får man ett intryck av att USA har gått för långt i sin strävan att stoppa insiderbrott. Belöningssystemet är bara det senaste exemplet. Ett annat och möjligen värre exempel är tillämpningen av den lagstiftningssyn som ursprungligen kom till för att bekämpa organiserad brottslighet. Lagstiftningen ger myndigheter rätt att beslagta ekonomiska tillgångar. Det här kan användas i utpressningssyfte. Bara hotet om att en domstol kan ta samtliga tillgångar i beslag gör att en person och/eller företag kan förklara sig skyldig till mindre förseelser. Detta frammanar en ganska motbjudande bild av en polisstat.

5 Den allmänna rapporteringen av insideraffärer bör avskaffas

Jag anser att skyldigheten för insiders att rapportera sina värdepappersinnehav bör avskaffas. Det har inte visats att rapporteringen har

underlättat Bankinspektionens utredning om missbruk av inside information. Värdet för aktiemarknaden är också mycket begränsat. Eventuellt kan övervägas att som ett alternativ till nuvarande rapporteringsskyldighet utvidga upplagningen att gälla för exempelvis 5 procent. Sannolikt är det mer intressant för värdepappersmarknaderna att få kännedom om de stora värdepappersinnehaven, oavsett om de ägs av insiders eller ej, snarare än tusentals småposter som varken har ett strategiskt intresse eller ett intresse ur kontrollsynpunkt.

Däremot anser jag att personer i ledande ställning i börsföretag (registrerade insiders) bör ange sina värdepappersinnehav i årsredovisningen. Uppgifterna bör omfatta innehavets storlek vid årets början och slut samt summa köp och försäljningar under året. Anledningen är att aktieägarna har ett legitimt intresse av att få del av hur de här personerna handlat med värdepapper i sina företag. En rekommendation om hur denna information kan utformas skulle kunna utfärdas av exempelvis Fondbörsen eller Näringslivets Börskommitté.

6 Arbetsgivarens ansvar bör klargöras

I USA har arbetsgivaren ett ansvar för att de som arbetar med värdepapper skall vara ordentligt informerade om gällande regler. Vidare skall verksamheten organiseras så att risken för missbruk minimeras. Skulle en anställd fällas för missbruk och det framkommer att arbetsgivaren varit försumlig kan arbetsgivaren dömas till skadestånd.

Den här frågan torde inte tidigare ha aktualiserats i Sverige. Det framstår dock som rimligt att arbetsgivaren måste vara beredd att ta ett ansvar för hur dess medarbetare sköter sig. Det innebär att det inte räcker med att låta en nyanställd skriva under en försäkran. I stället krävs fortlöpande information och kontroller av att alla är medvetna om sina skyldigheter. Däremot finns det i varje fall inte för närvarande ett behov av de "compliance officers", dvs en form av internrevisorer, som måste finnas i både USA och Storbritannien.

Självreglering krävs som komplement

Självreglering är ett omfattande begrepp som omfattar flera olika åtgärder. Det behövs en utvecklad självreglering på flera områden som komplement till och förstärkning av lagstiftningen.

- Anställda hos fondmäklare bör genomföra alla sina värdepappersaffärer genom det egna företaget. De blir därigenom lättare att kontrollera.
- Mäklare som misstänker att en order kan ha baserats på inside information bör rapportera detta till sin arbetsgivare.
- Fondbörsen bör ställa större krav på företagens snabbhet med att publicera årsredovisningar och möjligen också andra rapporter.
- Insiders i företag bör i förväg rapportera sina affärer till styrelsen eller till någon som styrelsen bemyndigat och få klartecken innan en affär genomförs.
- Organisationer som Fondhandlarföreningen och Finansanalytikernas Förening bör utarbeta riktlinjer för hur deras medlemmar skall agera för att deras handlande skall vara i enlighet med vad som uppfattas vara "god sed".

Litteratur

Kapitel 1

- Rider, B. *The unacceptable insider*. Stencil.
- Rider, B. *Insider trading — a crime of our times*. Cambridge: Stencil 1988.
- Rider, B. *Policing the city — combating fraud and other abuses*. Cambridge: Stencil.
- Rundfelt, R. *Insideraffärer och börsetik*. SNS, Stockholm 1984.

Kapitel 2

- Fallet blir skyhögt när VD störtar. *Veckans Affärer* 9 feb 1989.

Kapitel 3

- Gartell, H. Underlag för seminarium på Stockholms Universitet 14 mars 1989.
- King, M. & Roell, A. *Insider Trading*. London School of Economics. Stencil.
- Sjö, S. & Söderström, K. Missbrukas inside information vid Stockholms Fondbörs? Seminarieuppsats vid Stockholms Universitet. Vt 1987.
- Jaffe, J.F. Special information and insider trading. *Journal of Business* 47:1976.
- Lundquist & Månsson. I vilken utsträckning gör insiders "bättre" affärer än genomsnittet? Seminarieuppsats vid Stockholms Universitet, Vt 1988.
- Friberg, G., Johnson, Å., Nordström, M. Hur handlar insiders. Seminarieuppsats vid Uppsala Universitet, Vt 1983.
- de Ridder, A. *Börsstopp och kursutveckling på Stockholmsbörsen*. Stockholm 1988.
- Holmlund, P. & Holmlund, E. *Bättre aktieaffärer*. Uppsala 1984.
- Claesson, K. *Effektiviteten på Stockholms Fondbörs*. Stockholm 1987.

Kapitel 4

- Haddock, D. & Macey, J. Controlling insider trading in Europe and America. Publ i Graf von der Schulenberg & Skogh: *Law and Economics — The economics of Legal Regulation*. Boston 1986.
- Netter m fl. *Insider Trading — the law, the theory, the evidence*. Stencil.

- Löfmarck, M. *Insiderbrott och svindleri*. Stockholm 1988.
- Stevens, M. *The Insiders*. New York 1987.
- Samuelsson, P. & Skogh, G. *Juridisk forskning i gränsområdet mot ekonomi — exemplet insiderhandel*.
- Larsson, J-E. Sätt inte angiveri i system. *SvD* 23 dec 1988.
- Manne, H. Insiderhandeln är omöjlig att bevisa. *SvD* 19 feb 1989.
- Löfmarck, M. Visst går insiderbrott att upptäcka. *SvD* 25 feb 1989.
- Beyer, C. Aktieägarens rätt till information. *SvD* 1 mars 1989.
- Löfmarck, M. Bedrägeribrott i modern tappning. *SvD* dec 1988.
- Tuleja, Tad. *Etik i affärslivet*. Stockholm 1988.

Kapitel 5

- Shapiro, S. *Wayward Capitalists*. Yale 1984.
- Fama, E F. *Foundations of Finance*. New York 1976.
- Forsgårdh, L. & Herzen, K. *Information, förväntningar och aktiekurser*. Stockholm 1975.
- Rydquist, K. & Ögren. Kursanpassningen till information i delårsrapporter. Seminarieuppsats vid Handelshögskolan i Stockholm 1983.
- Staël von Holstein, L-A. *Assessment and evaluation of subjective probability distributions*. Stockholm 1970.

Kapitel 6

- Rider, B (ed). *The Regulation of the British Securities Industry*. London 1979.
- Ashe, M. *Insider Trading*. London 1986.
- Hannigan, B. *Insider Dealing*. London 1988.
- Rider, B. & French, L. *The Regulation of Insider Trading*. New York 1979.

Kapitel 7

- Remissyttrande över Värdepappersmarknadsutredningens Betänkande. Sveriges Industriförbund. Januari 1984.
- Svensson, G. Gällande bestämmelser om insiderhandel och deras tillämpning. Seminarieuppsats vid Stockholms Universitet, Vt 1986.
- Ändring i lagen om värdepappersmarknaden*. Bankinspektionen. Nov 1986.
- Svenska Fondhandlareföreningens regler för handel med värdepapper*. Juni 1989. Stockholm.

Svenska Fondhandlareföreningen regler för anställda i bank och fondkommissionsbolag — Värdepappersaffärer juni 1989. Stockholm.

Många saknar regler för placerares egna affärer. *Dagens Industri*. 11 nov 1988.

Kapitel 8

Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, US House of Representatives. Washington 1988.

Colon, T. US Approach to insider dealing. *Financial Times*. 7 sept 1989.

Law Lords ruling closes insider dealing loophole. *Financial Times*. 14 april 1989.

Rider, B. *Insider Trading*, Bristol 1983.

Rider, B m fl. *Guide to the Financial Services Act 1986*. London 1987.

Crutchfield George m fl. Insider trading under US Securities Laws. Stencil.

Crutchfield George m fl. The SEC's policy on insider trading. Stencil 1987.

Clan, M. G. Insider trading rules in Denmark. Stencil 1987.

Kapitel 9

Guidelines to insider dealing. The Society of investment analysts. London 1981.

Stewart, R. The role of in-house rules. Stencil 1985. Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och samgående mellan företag. NBK 1968.

Kapitel 10

Radetzki, M. Rättvisan kan bli en farlig ångvält. *DN*, 14 febr 1989.

Rosenbaum m fl. Corporate and investment attitudes towards insider trading in Canada. *Canadian Business Law Journal* 8/1983-84.

Lev, B. Toward a theory of Equitable and Efficient Accounting Policy. *The Accounting Review*. Jan 1988.

A Farewell to Analysts, Lex Column, *Financial Times*, 10 april 1989.

Rydén, B. Insiderbegreppet måste vidgas. *Affärsvärlden* 10 dec 1986.

Ludman, E. Insider trading: The case for regulation. *Journal of Accounting*. Spring 1986.

Insiders affärer

Etik och moral på aktiebörsen måste vara hög om svensk aktiemarknad ska ha någon framtid. Att oullbörligt utnyttja förtrolig information för att göra affärer för egen vinning är inte acceptabelt.

Hur ska problemet lösas? I boken görs omfattande genomgång av svenska insiders aktieaffärer de senaste åren. Missbruk synes inte ha varit vanligt. Inte heller tycks de affärer som insiders gör vara mer lönsamma än andra aktörers.

I flera andra länder har emellertid stora insiderskandaler ägt rum och för att i Sverige förebygga en icke önskad utveckling behövs det en utvidgad lagstiftning som emellertid måste kompletteras med självreglering för att bli effektiv.

Bokens författare, ekon dr Rolf Rundfelt, Bohlins revisionsbyrå, har haft stöd av en referensgrupp bestående av bankdirektör Bo Damberg, förre chefen för Stockholms Fondbörs Bengt Grönquist, chefen för Stockholms Fondbörs Bengt Rydén, direktör Johan Söderberg samt från SNS Ingemund Hägg.

SNS
FÖRLAG

ISBN 91-7150-311-0



9 789171 503114