

**Juridiska Fakulteten i Stockholm;  
Skriftserien**

# **Insiderbrott och Svindleri**

**En studie av straffrättslig reglering  
till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige**

**18**

**Madeleine Löfmarck**

EX LIBRIS



Juristförlaget

Denna digitala version av verket är nedladdad från [juridikbok.se](http://juridikbok.se).

Den licens som tillämpas för de verk som finns på juridikbok.se är **Creative Commons CC BY-NC 4.0**. Licensvillkoren måste följas i sin helhet och dessa finner du här <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/legalcode.sv>

Sammanfattningsvis innebär licensen följande:

Tillstånd för användaren att:

- Kopiera och vidare distribuera materialet oavsett medium eller format
- Bearbeta och bygga vidare på materialet

Villkoren för tillståndet är:

- Att användaren ger ett korrekt erkännande, anger en hyperlänk till licensen och anger om bearbetningar är gjorda av verket. Detta ska göras enligt god sed.
- Att användaren inte använder materialet för kommersiella ändamål.
- Att användaren inte tillämpar rättsliga begränsningar eller teknik som begränsar andras rätt att göra något som licensen tillåter.

Se även information på

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.sv>



Juridiska Fakulteten i Stockholm;  
Skriftserien

# **INSIDERBROTT OCH SVINDLERI**

**En studie av straffrättslig reglering  
till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige.**

**Av Madeleine Löfmarck**

HANDELSHÖGSKOLAN 1 STOCKHOLM  
BIBLIOTEKET



10 0071349 0

**”Our era aptly has been styled, and well may be remembered as, the ”age of information”: Francis Bacon recognized nearly 400 years ago that ”knowledge is power”, but only in the last generation has it risen to the equivalent of the coin of the realm. Nowhere is this commodity more valuable or volatile than in the world of high finance, where facts worth fortunes while secrets may be rendered worthless once revealed.”**

**Circuit Judge Irving R Kaufman i United States Court of Appeals’, Second Circuit, dom i fallet SEC v Materia (referatet s 198).**

**”It is a fundamental weakness of most discussions of insider trading that they never push beyond a sense of moral outrage.”**

**Professor Henry G Manne i boken Insider Trading and the Stock Market, 1966 s VI.**

© Madeleine Löfmarck och Stiftelsen Skrifter utgivna vid  
Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet  
Stockholm 1988  
Stiftelsen Juristförlaget vid Stockholms universitet  
Skriftserie nr 18  
ISBN 91-7598-068-1  
ISSN 0280-8056

**gotab** Stockholm 1988 15870

## FÖRORD

Denna undersökning har till största delen utförts under en forskartermin i USA. Mitt främsta syfte med vistelsen vid McGeorge School of Law, University of the Pacific, Sacramento, Kalifornien, under våren 1988 var att studera de amerikanska erfarenheterna av att reglera och beivra insiderbrott. Vistelsen där, som för mig blev mycket givande, möjliggjordes genom bidrag från Sverige-Amerika Stiftelsen, Stockholms universitet och Justitierådet Edvard Cassels stiftelse, och jag vill här framföra ett varmt tack för det ekonomiska stödet.

Praktiskt stöd fick jag i riklig mån av olika personer vid McGeorge, framför allt Dean Gordon D Schaber, men också av jur dr Hans Henrik Lidgard, som tidvis är verksam vid McGeorge som lärare. Jag vill även tacka vice börschefen Lars Bredin, med vars hjälp jag kunde besöka SEC, Securities and Exchange Commission i Washington och samtala med Gary G Lynch, Director vid Division of Enforcement.

Tack också till sekretariatet vid den svenska värdepappersmarknadskommittén, som gav mig en flygande start med min uppgift före avresan till USA och till de personer, bl a vid bankinspektionen, som bidragit på andra sätt efter min hemkomst.

Stockholm i oktober 1988

Madeleine Löfmarck

# INNEHÅLL

|                                                                                                                                                   | <i>Sid</i> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <i>Inledning</i>                                                                                                                                  | 1          |
| <b>DEL I <i>Insiderhandel</i></b>                                                                                                                 | 9          |
| 1 kap <i>Insiderreglering i Sverige och USA</i>                                                                                                   | 9          |
| 1.1 <i>Sverige</i>                                                                                                                                | 9          |
| 1.2 <i>USA</i>                                                                                                                                    | 11         |
| 2 kap <i>Kriminaliseringsgrunden vid insiderhandel: varför förbjuda, och varför använda straffhot?</i>                                            | 29         |
| 3 kap <i>Insiderbrottens skyddsintresse: mot vem/vad riktar sig insiderbrott, och vad betyder detta för utformningen av straffbestämmelserna?</i> | 38         |
| 4 kap <i>Vilka förfaranden skall förbjudas?</i>                                                                                                   | 44         |
| 5 kap <i>Vem skall ställas till ansvar? Insiders – och andra?</i>                                                                                 | 58         |
| 6 kap <i>Subjektiva krav vid insiderbrott</i>                                                                                                     | 65         |
| 7 kap <i>Kontroll och uppföljning av den straffrättsliga regleringen</i>                                                                          | 70         |
| 8 kap <i>Sanktioner vid insiderbrott</i>                                                                                                          | 75         |
| 9 kap <i>Slutsatser för svensk rätts del: bedrägeriansvar eller specialreglering?</i>                                                             | 81         |
| <b>DEL II <i>Oriktig eller utebliven information från företagen till värdepappersmarknaden</i></b>                                                | 93         |
| 1 kap <i>USA</i>                                                                                                                                  | 93         |
| 2 kap <i>Sverige – dags att aktualisera svindleriansvaret?</i>                                                                                    | 99         |
| <i>Lagförslag, betänkanden m m</i>                                                                                                                | 104        |
| <i>Litteratur</i>                                                                                                                                 | 105        |
| <i>Rättsfall</i>                                                                                                                                  | 108        |
| <i>Sakregister</i>                                                                                                                                | 111        |



## INLEDNING

Den svenska värdepappersmarknaden erbjuder en möjlighet till god avkastning på kapital. Den har under senare år tätt sig som ett mera attraktivt placeringsalternativ än bankerna och t o m fastighetsmarknaden för svenska kapitalägare. En enorm ökning har skett av handeln med börsnoterade aktier, nyemissioner har ökat i värde mer än tio gånger, börskurserna har stigit kraftigt och börsvärdet har ökat från 40 miljarder kr till över 400 miljarder kr. Antalet börsbolag har ökat kraftigt och en med fondbörsen parallell marknad för aktier, avseende ett 70-tal företag, har tillkommit i form av den s k OTC (over the counter)- marknaden. Nya typer av värdepapper, som olika slags optioner, har kommit i bruk.

För utsikterna till framgång i börshandel spelar tillgången till information en avgörande roll. Det är därför inte förvånande att frågor om *företagens informationslämnande* och om obehörigt utnyttjande av förtrolig företagsinformation vid värdepappershandel, s k *insiderhandel* (Insider Trading), kommit att uppmärksammas av massmedia och allmänhet, liksom av lagstiftaren. Breddar vi perspektivet till andra länder än Sverige är situationen likartad.

Insiderhandel<sup>1</sup> är ingen ny företeelse. I USA finns ett känt exempel från tiden efter ratificeringen av konstitutionen. Alexander Hamilton övertalade kongressen och president George Washington att lösa in tidigare av den federala regeringen och delstaterna utfärdade värdepapper till nominella värdet. Thomas Jefferson, Hamiltons meningsmotståndare i många sammanhang, motsatte sig planen. Marknadsvärdet hade sjunkit till 10 % av nominella värdet, och de ursprungliga långgivarna skulle till stor del bli utan gottgörelse, eftersom de sålt till det låga marknadsvärdet; syftet med det hela, nämligen att visa att unionen var redo att ta sitt ekonomiska ansvar gentemot sina kreditorer, skulle därmed förfelas. Men Hamilton fick alltså sin vilja igenom och möjliggjorde insiderhandel på högsta nivå: ett antal kongressledamöter köpte upp obligationer innan innehavarna/säljarna hade fått kännedom om inlösenplanen. Deras handlingssätt väckte en hel del kritik. Något olagligt hade de dock inte gjort sig skyldiga till.<sup>2</sup>

I dagens USA utgör insiderhandel ett högaktuellt ämne, inte bara inom finans- och juristkretsar utan bland den stora allmänheten. Tidningarna ägnar ingripandena mot finansjättar på Wall Street stor uppmärksamhet och följer

1 En inofficiell definition av Insider Trading ger SEC (varom nedan) i skriften *The Work of The SEC* (okt 1986) s 10 f: "– – misuse of material confidential information not available to the general public. Examples of such misuse are buying and selling securities to make profits or avoid losses based on material nonpublic information – or by telling others of the information so that they may buy or sell securities – before such information is generally available to all shareholders."

2 "Founding Fathers First Inside Traders", Chicago Tribune den 15 maj 1987.

upp domarna med artiklar om dessa personers förändrade tillvaro i fängelse. Den Oscarbelönade filmen Wall Street ger en om möjligt ännu mer dramatisk bild av insiderhandel. Finanstidningen Wall Street Journal hade under våren 1988 i regel minst en artikel i ämnet varje dag. Ett av de populäraste TV-programmen, Channel 3:s serie om ett advokatkontor i Los Angeles med titeln "L A Law",<sup>3</sup> hade under samma tid insiderhandel som ett av sina teman.

En sekreterare vid byrån hade lockats av en man att köpa aktier i sitt namn för hans räkning. Mannen hade tillgång till icke-offentlig information om det bolag vars aktier köpet gällde. Sekreteraren hade tipsat några andra kvinnor, varav en av advokaterna på byrån, och dessa hade också köpt aktier. Alla hade gjort betydande förtjänster när mannen avslöjades av SEC. Även sekreteraren åtalades, men hon accepterade, sedan hon insett att mannen var en veritabel "sol- och vårare", ett erbjudande att undgå ansvar om hon vittnade mot mannen. Mannen dömdes enligt den fruktade rule 10b-5 (se nedan). Över avsnittets slut svävade ett hot om ingripande också mot de övriga aktieköparna. Särskilt den kvinnliga advokatens situation utmålades som bekymmersam. "You, being a lawyer..."

Reagan-regeringen har – något som i viss mån förvånar med hänsyn till dess allmänt regleringsovilliga inställning – visat ett påfallande intresse för insiderlagstiftningen, såväl dess praktiska tillämpning som behovet av ytterligare lagstiftningsåtgärder.<sup>4</sup>

U.S. Securities and Exchange Commission, SEC – USA:s "börspolis", vars verksamhet skall närmare beskrivas längre fram – har dramatiskt ökat sina insatser för lagföring av insiderhandel de senaste åren. Under åren 1981 t o m 1986 drev SEC 125 fall av detta slag, jämfört med 77 fall sammanlagt under de föregående 47 åren.<sup>5</sup> Enbart under år 1986 förde SEC 34 fall till domstol. Ökningen har fortsatt.

Rättsvetenskapen har tagit sig an problemet insiderhandel med en osedvanlig intensitet.<sup>6</sup>

"American jurisprudence abhors insider trading with a fervour reserved for those who scoff at motherhood, applepie and baseball."

Som nedan skall redovisas har dock även röster till försvar för insiderhandel och mot en rättslig reglering härav höjts bland amerikanska jurister – och framför allt ekonomer.

3 Serien har förekommit i svensk TV under namnet "Lagens änglar".

4 Vid ett av California Department of Justice år 1987 anordnat symposium med titeln White Collar/Institutional Crime. Its Measurement and Analysis (Proceedings of Symposium 87 s 8) anfördes: "– – – regulation under the Reagan Administration tends to fit particular political interests. For example, insider trading laws are heavily enforced to protect the sanity of market information."

5 U S Securities and Exchange Commission. Fifty-second Annual Report 1986. Washington 1987.

6 Cox i Duke Law Journal 1986 s 628.

Inom SEC är man övertygad om att lagföringsstatistiken inte bara avspeglar dess egna insatser utan också en markant faktisk ökning av insiderhandel under de senaste 10–15 åren. Det anses också klart att denna ökning har ett direkt samband med det ökande antalet uppköpsaffärer och andra kombinationstransaktioner inom näringslivet under denna period.<sup>7</sup>

Ett övertagande initieras ofta med ett offentligt uppköpserbjudande (*takeover bid, tender offer*) från en part (*the bidder*) beträffande aktier i ett bolag (*the target [company]*). Budgivaren är villig betala något mer än det aktuella marknadspriset för aktierna: han erbjuder aktieägarna en viss vinst. Många olika kategorier av personer blir mer eller mindre automatiskt involverade i samband med att budgivaren avger sitt bud: personer inom det egna företaget, i banker och investeringsbolag, på advokatbyråer och tryckerier etc. För alla dessa kan informationen om det eventuellt förestående köpet utgöra ett incitament till att köpa aktier i det bolag budet gäller – eller att tipsa andra om att göra detta.<sup>8</sup>

” – – even a hint of an upcoming tender offer may send the price of the target company’s stock soaring, – – –”.

Det bolag budet gäller kan vilja, och vill ofta, försvara sig mot det hotande uppköpet. Man finner kanske en alternativ uppköpare, vad man brukar kalla ”a white knight”, som man uppfattar som vänligt sinnad gentemot bolaget i motsats till den såsom fientlig uppfattade förste budgivaren. Motbudet, från ”the white knight”, ligger också något över marknadspriset på aktierna. Även detta bud kan därmed väcka det ekonomiska intresset hos en mängd personer som känner till det på ett tidigt stadium.

En annan faktor som nämns som en förklaring till den starka ökningen av insiderhandel är *optionshandelns* framväxt. Handel med optioner kan ge betydande vinster, medan investeraren bara riskerar priset på optionen, vanligen en liten del av priset på de underliggande värdepappren. Därmed öppnar optionsmarknaden för nya kategorier av investerare, som inte är beredda att satsa de högre priserna på aktier m m.

När insiderhandel så småningom kommit att motarbetas med lagstiftning och/eller självsanerande åtgärder i olika länder, har det i första hand anlagts praktiska synpunkter på hur kontroll och ingripanden skall utformas. Existerande kontrollorgan, såsom det amerikanska SEC och den svenska bankinspektionen, har tilldelats nya uppgifter och utfört dessa så som deras uppbyggnad och inriktning medgett. Normgivningen – nya lagregler, prejudikat och etikregler – har kommit som en uppföljning av verkligheten, med dess ständigt nya former av ifrågasatta metoder i värdepappershandeln.

7 SEC:s verksamhetsberättelse för år 1986 (se not 5 ovan) s 3: ”The large increase is due principally to the increase in corporate takeovers and to improved surveillance and enforcement systems and techniques by the Enforcement Division.”

8 Fallet SEC v Materia, referatet s 199.

Att lagstiftaren på detta sätt är steget efter är förvisso inte något unikt för rättsområdet insiderhandel. Men det är måhända särskilt beklagligt att principöverväganden saknats eller i vart fall kommit påfallande sent just på detta område. Det handlar ju om företeelser som inte har någon historiskt eller traditionellt betingad plats i rättssystemet. Aktörerna finns inom en samhällssektor som inte brukar påkalla ingripanden till skydd för svaga samhällsmedborgare, nämligen kapitalmarknaden med dess egna ekonomiska krafter och dess krav på frihet för dessa krafter att verka utan styrande och hindrande reglering. I den mån *straffansvar* har introducerats som medel mot oönskade förfaranden innebär detta en applicering av straffrättsliga regler långt utanför det traditionella straffrättsområdet. Trots att ekonomisk brottslighet och ingripanden häremot med åtal och straffpåföljder blivit välkända företeelser inom västländerna under senare årtionden utgör detta område, värdepappersmarknaden, ett ännu i stort sett oprövat fält för åklagare och brottmålsdomare. Det är förstaeligt att det främst är i USA, med dess starka och väletablerade "börspolis" SEC som utredande organ och stöd för åklagarsidan, som man hittills lyckats få till stånd ett fungerande straffrättsligt ansvar mot insiderhandel.

När det straffrättsliga ansvarssystemet på sätt som nu sker med insiderhandel vidgas att omfatta nya områden av mänskligt handlande, innebär detta risker för systemet som sådant. Dess speciella karaktär av samhällets yttersta tvångsmedel och otvetydigt moraliskt klander kan komma att förfuskas om ansvaret ges en omotiverad omfattning. Det är nödvändigt att ha en genomtänkt motivering för kriminaliseringen, så att dess inriktning och omfattning stämmer med de grundläggande idéer varpå det straffrättsliga systemet vilar.

De s k nyklassiska tankegångar som för närvarande dominerar bl a den svenska kriminalpolitiken handlar i hög grad om *straffvärde*. En gärning skall beläggas med straff endast om den är straffvärd, dvs så klandervärd att ett straffrättsligt ingripande är påkallat. Resonemanget förutsätter att vissa gärningar kan påkalla ingripande genom lagstiftning men inte förtjäna kriminalisering. När lagstiftaren skall bestämma sin hållning till insiderhandel på värdepappersmarknaden måste han först ta ställning till om och i vad mån rättsliga begränsningar över huvud taget är befogade på detta område. En faktor som därvid måste beaktas är om självsanering i form av kontraktsåtaganden (visavi börs), etikregler etc förekommer och om dessa åtgärder är effektiva. Finner lagstiftaren rättsliga begränsningar erforderliga är straffrättslig reglering ett av flera alternativ. Endast om han finner ett straffvärde i förfarandet bör han i sann nyklassisk och för övrigt traditionellt svensk kriminalpolitisk anda vara beredd att tillgripa detta medel. Andra överväganden, som att kontroll/uppföljning inte är praktiskt möjlig, kan vidare tvinga honom att avstå från kriminalisering trots ett obestridligt straffvärde.

I den internationella debatten om insiderhandel har ifrågasatts om företeel-

sen över huvud taget är av ondo. Det hävdas från vissa håll att den tvärtom har positiva effekter. Dels anför man att den gagnar en riktig prissättning på värdepapper, dels menar man att den ger en välbehövlig möjlighet att på ett effektivt sätt kompensera vissa personer. Dessa argument mot rättsliga begränsningar skall närmare diskuteras nedan. En annan linje finner man företrädd i Västtyskland, där man hittills hävdat att självsanering är tillräckligt och adekvat som medel mot insiderhandel. Västtysklands inställning måste ses mot bakgrund av förhållandena på aktiemarknaden där: någon investering av större omfattning från småsparare och över huvud taget från icke-professionella placerare förekommer inte där.<sup>9</sup> Som också nedan skall diskuteras har det politiska intresset för ingripanden mot insiderhandel ett klart samband med förekomsten eller avsaknaden av skyddsvärda grupper på marknaden; i Sverige har ju en klar förändring skett i detta avseende – en förändring som i tiden sammanfaller med att lagstiftaren börjat intressera sig för insiderhandel.

Om man finner rättsliga begränsningar motiverade och erforderliga blir nästa fråga hur ingripande dessa bör göras. Kan ogiltighet räcka som sanktion? Den svenska avtalslagens 33 § om rättshandling vars återopande strider mot tro och heder, och även möjligen 30 § om svikligt förledande, kan aktualiseras vid insiderhandel. I den norska Lov om verdipapirhandel av år 1985 återfinns en något längre gående ogiltighetsregel just för insiderhandel: enligt denna kan en person som har avhänt sig eller förvärvat värdepapper inte göra avtalet gällande om han vid avtalsslutet hade eller borde ha haft

”fortrolige opplysninger som gjelder forhold vedrørende det foretak som har utstedt verdipapirene, og som må antas å få vesentlig betydning for kursen på verdipapirene.”

Denna ogiltighetsregel kan drabba inte bara ”corporate insiders”, dvs dem som har en sådan ställning i bolaget att de haft insiderkunskap, utan också andra, som förmedlat sådan kunskap (”tippers”) eller mottagit och utnyttjat den (”tippees”). Det räcker ju också, i motsats till vad som är fallet enligt 33 § avtalslagen, med oaktsamhet. Den senare bestämmelsen torde för övrigt vara otillämplig då avtalet, som ju är regel vid värdepappershandel, inte träffats direkt mellan köpare och säljare utan genom fondmäklare som kommissionär.<sup>10</sup>

Den minst ingripande rättsliga reglering som utnyttjats mot insiderhandel torde vara införandet av *anmälningssplikt*. Detta var t ex den enda begränsningen av insiderhandel i Frankrike från år 1967 – dessförinnan fanns över huvud taget ingen reglering – till år 1970. Det var den år 1967 inrättade Commission des Opérations de Bourse (COB) som hade att registrera alla anmälningar om insiderhandel. Uppgiften blev emellertid snabbt COB övermäktig och det var på initiativ från detta organ som en ny lag, utan

9 Blum i *Northwestern Journal of International Law & Business* 1986 s 509.

10 Lov om verdipapirhandel, § 49.

registreringsbestämmelser men med visst straffrättsligt ansvar, infördes redan år 1970.

Den svenska värdepappersmarknadslagen (lag 1985:571 om värdepappersmarknaden, i det följande betecknad VML) innehåller i 10–16 §§ bestämmelser om anmälan av aktieinnehav. Det gäller dock bara den som enligt 6 § har insynsställning i ett svenskt börs- eller OTC-bolag (i VML kallat aktiemarknadsbolag), och bara innehav av aktier i detta bolag.

Som nästa steg i fråga om sanktioner mot insiderhandel kan man beteckna *förverkande*. I USA var detta (*disgorgement*) en av de första metoderna att ingripa mot insiderhandel. Den svenska värdepappersmarknadslagen innehåller en bestämmelse om förverkande av vinning av brott, 31 §. Om, som ofta är fallet, insiderbrottet har skett i utövningen av näringsverksamhet, skulle den utvidgade förverkandebestämmelsen i BrB 36:4 kunna tänkas vara tillämplig. Utrymmet för en sådan komplettering av förverkande enligt VML torde dock vara litet.

En särställning intar *förbudssanktionen*: den som gjort sig skyldig till insiderhandel får under en viss tidsperiod, eller på livstid, inte handla med värdepapper. Speciella regler härom finns i många länders insiderlagstiftning. För svensk rätts del kan de allmänna reglerna i lagen (1986:436) om näringsförbud komma i fråga; vidare har börsstyrelsen möjlighet att avstänga fysiska och juridiska personer från handel på börsen.

Ekonomiska sanktioner av icke straffrättslig art, *skadeståndsskyldighet* eller en skyldighet erlagga *avgift* till staten eller till något organ, t ex kontrollorganet, är vidare vanliga i de olika regelsystemen. I USA kan domstolarna ålägga den som gjort sig skyldig till insiderhandel en *civil penalty* uppgående till tre gånger vinsten respektive den förlust som undvikits genom transaktionen. Att en person, t ex den som gett ett tips, ålagts avgift hindrar inte att en annan, som fått och utnyttjat tipset, också drabbas av en sådan avgift. Det omtalade sk Boesky-fallet i USA år 1986 ledde till att den kände Wall Street-arbitragören Ivan Boesky ådömdes förverkande och avgift uppgående till sammanlagt \$100 milj, fördelat med \$50 milj på vardera sanktionen.<sup>11</sup> Avgiften motvarade en hel årsbudget för SEC.

Som Boesky-fallet illustrerar hindrar i regel inte de hittills nämnda formerna av ingripanden att ansvar även utkrävs i form av *straff*. Boesky började i mars 1988 avtjäna ett treårigt fängelsestraff.<sup>12</sup> Efter den senaste lagstiftningsomgången i USA kan insiderbrott ge upp till 5 års fängelse och straffrättsliga böter på upp till \$100 000. För grovt brott enligt den svenska VML kan ett tvåårigt fängelsestraff utdömas. Lagens straffbestämmelser är subsidiära i förhållande till brottsbalkens straffbud. Vad detta innebär i realiteten, såväl i fråga om

11 Securities Regulation & Law Report, The Bureau of National Affairs, Inc, vol 18 (1986) s 1669.

12 The Washington Post den 24 mars 1988.

VML:s tillämpningsområde som beträffande straffmaximum för dessa slags förfaranden, skall diskuteras nedan.

Den här undersökningens första – och mest omfattande – del utgörs av en jämförande studie av straffrättslig reglering av insiderhandel i USA och Sverige. Det första kapitlet beskriver de båda regelsystemens utformning och framväxt. Därefter följer ett försök till en analys av själva företeelsen insiderhandel ur straffrättslig synpunkt. Finns det en grund för att kriminalisera sådana förfaranden och vilken är i så fall denna grund?

Sedan den principiella frågan om kriminaliseringsgrund diskuterats fortsätter framställningen med olika frågor som avser utformningen av straffbud mot insiderhandel. Avsikten är att undersöka hur dessa frågor lösts i de båda länderna för att därigenom få en utgångspunkt för överväganden de lege ferenda: hur bör ett straffrättsligt skydd mot insiderhandel vara utformat? Det gäller valet av straffbara förfaranden, bestämmandet av de kategorier av personer – fysiska och/eller juridiska – som skall omfattas av förbuden, vilka subjektiva krav som skall uppställas för att ansvaret skall få en önskad omfattning, hur kontroll/uppföljning skall vara arrangerad (dvs bl a vilka organ som skall anförtros dessa uppgifter; i vad mån passar de för det allmänna åklagarväsendet?) samt vilka och hur kraftiga sanktioner som skall användas. En för dessa delfrågor avgörande utgångspunkt är att bestämma skyddsintresset för brottstypen – en fråga som har direkt samband med kriminaliseringsgrunden och behandlas i anslutning till den frågan.

När det gäller svensk reglering är det viktigt att pröva i vad mån andra straffbud än specialbestämmelserna i VML kan, och bör, vara tillämpliga. Det är dessa synpunkter som sammanfattas i det sista kapitlet i del I av undersökningen, där en slutsats formuleras såväl de lege lata som de lege ferenda.

Som framgår närmare av kapitel 2 i arbetets första del får kriminaliseringsgrunden för insiderbrott anses vara behovet av att upprätthålla och förstärka allmänhetens tilltro till värdepappersmarknaden – till att ”spelreglerna” där följs. Till dessa spelregler hör inte bara att ”fusk” i form av insiderspekulation förbjuds utan också, och kanske i ännu högre grad, att aktiemarknadsbolagen ger riktig och tillräcklig information till ledning för den aktieinvestering allmänheten.<sup>13</sup> Även på detta område har rättslig reglering tillgripits. Vad som här intresserar är det straffrättsliga skydd som uppställs. I Sverige är det *svindleribestämmelsen*, 9 kap 9 § brottsbalken (BrB), som utgör sådant skydd. Dess närmare omfattning och effektivitet diskuteras i undersökningens senare del. Regleringen i Sverige jämförs med den amerikanska, som testats bl a i det uppmärksammade fallet Texas Gulf Sulphur. Detta rättsfall utgör i sig en länk mellan undersökningens två delar: det resulterade i såväl ”svindleri”domar

13 Jfr Bloomenthal vol 3 A s 9–80: ”– – – the intimate connection between the insider trading problem and the corporate disclosure problem compels that they be considered in juxtaposition and in a context not limited to officers and directors.”

som domar avseende insiderbrott. I USA föreligger ett direkt lagtekniskt samband mellan oriktig/ofullständig informationsgivning från företag och insiderhandel: i båda avseendena är det den s k *rule 10b-5* (se i det följande) som utgör grund för ingripanden, av straffrättslig och av icke-straffrättslig art.

Mina studier av den amerikanska regleringen syftar till att ge ett perspektiv på det svenska straffskyddet av värdepappershandeln. Regleringen av detta område är något av en utmaning för det svenska straffrättssystemet – såväl principiellt som praktiskt. Hur det hanteras – av lagstiftare, rättsvetenskap, åklagare och domstolar – är därför synnerligen intressant och betydelsefullt. De närmaste åren kommer att ge svaret.



# DEL I. INSIDERHANDEL

## Kap 1. Insiderreglering i Sverige och USA

### 1.1 Sverige

I Sverige kriminaliserades insiderhandel år 1985 genom bestämmelser i den då införda lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden (VML). Dessförinnan hade sådan handel endast varit föremål för registreringsskyldighet enligt lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. VML innehåller registreringsbestämmelser med därtill knutet straffstadgande (10–16 samt 29 §§).<sup>1</sup> Vidare uppställs i 8 § förbud för vissa till ett företag knutna personer att under vissa omständigheter handla med aktier, emissionsbevis, interimsbevis, optionsbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis och, efter en lagändring år 1986, aktieoptioner i bolaget. Detta generella förbud gäller personer i s k insynsställning, nämligen enligt 6 § första st:

1. styrelseledamot eller suppleant i bolaget eller dess moderföretag,
2. verkställande direktör eller vice verkställande direktör i bolaget eller dess moderföretag,
3. verkställande direktör eller annan ledande befattningshavare i ett dotterföretag, om han normalt kan antas få tillgång till förtrolig information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktierna i bolaget,
4. revisor eller suppleant i bolaget eller dess moderföretag,
5. bolagsman i ett handelsbolag som är bolagets moderföretag, dock ej kommanditdelägare,
6. innehavare av annan ledande befattning i eller annat kvalificerat uppdrag av stadigvarande natur för bolaget eller dess moderföretag, om befattningen eller uppdraget normalt kan antas medföra förtrolig information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktierna i bolaget,
7. den som äger aktier i bolaget, motsvarande minst fem procent av aktiekapitalet eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, eller äger aktier i denna omfattning tillsammans med sådan fysisk eller juridisk person som är aktieägaren närstående på det sätt som anges i 11 § första stycket 1–3.

En sådan person får inte handla med eller ge tips om handel med aktier i bolaget

1. när han känner till 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, eller
2. när han i annat fall känner till en inte offentliggjord omständighet i

1 Straffbestämmelsen, som saknar subsidiaritetsklausul, utesluter tillämpning av straffbudet om osant intygande i BrB 15:11.

bolagets eller dess moderföretags verksamhet, om omständigheten uppenbart är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den blir allmänt känd.

Förbudet gäller dock de i 6 § första st under punkterna 3 och 6 nämnda kategorierna endast om vederbörande av bolaget underrättats om sin insynställning enligt bestämmelser i 15 § fjärde st eller 16 §.

I 7 § finns en bestämmelse om förbud mot aktiehandel i samband med uppköpserbjudande – ett offentligt erbjudande till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag, varmed VML avser ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller som trätt i stället för utgivare av sådana aktier (börsbolag) eller ett svenskt aktiebolag som träffat avtal med fondkommissionär om att denne på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC-bolag; 4 § första st 3.). Detta förbud gäller en vidare krets personer, nämligen

1. var och en som fått kännedom om planerna på uppköpserbjudandet i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska person som planerar erbjudandet, hos aktiemarknadsbolaget i fråga eller någondera bolagets moderföretag (7 § första st), samt

2. annan fysisk person som känner till planerna och som har andelar eller aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget, om innehavet utgör minst fem procent av samtliga sådana andelar eller aktier eller har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av rösterna för samtliga sådana andelar eller aktier (7 § andra st).

Förbudet omfattar både köp/försäljning och råd till eller annat föranledande av annan att köpa/sälja. *Tipping* är alltså här straffbelagt, och det är konstruerat som ett särskilt brott, inte som anstiftan av/medhjälp till den tipsades gärning; dennes handlande är inte kriminaliserat.

Vid VML:s tillkomst var förbudets *tidsrekvisit* utformat så, att det gällde från det att beslut om erbjudandet fattats eller frågan om sådant erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kunde fatta beslut om erbjudandet. Genom en lagändring år 1987 (1987:701), initierad av bankinspektionen i en skrivelse till regeringen i november 1986, har förbudet vidgats genom att tidsrekvisitet omformulerats. Numera är aktiehandel för de angivna personernas del förbjuden från det att det hos den juridiska personen vidtagits någon åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande till en vidare krets. Vidare anges i 7 § första st att en sådan *förberedande åtgärd* alltid skall anses ha vidtagits när

1. frågan om offentligt erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet,

2. företrädare för den juridiska personen kommit överens med företrädare för aktiemarknadsbolaget om att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande, eller

3. den juridiska personen gjort eller låtit göra en utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för ett offentligt erbjudande eller en plan för erbjudandets genomförande.

Överträdelse av 7 eller 8 §§ bestraffas enligt 28 § med böter eller fängelse i högst sex månader, om det sker uppsåtligen eller av grov oaktsamhet. För uppsåtligt brott kan, om brottet är grovt, fängelse i högst två år ådömas.

Bankinspektionen, som enligt 3 § VML övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i lagen, får enligt 24 § begära in uppgifter av involverade juridiska personer och av den som kan antas ha gjort överträdelsen. Sedan lagändringen år 1987 kan uppgifter även infordras av fondkommissionär och av annan som köpt eller sålt aktier i aktiemarknadsbolag, om det kan antas att köpet eller försäljningen föranletts av otillåtet råd eller därmed jämförlig åtgärd som avses i 7 eller 8 §§ – dvs av *the tippee*. Den som för någon av de juridiska personernas räkning lämnar bankinspektionen oriktig eller vilseledande uppgift – således inte en *tippee* – kan enligt 29 § ådömas böter eller fängelse högst sex månader.

Riksdagen begärde år 1987 en översyn av förhållandena på värdepappersmarknaden.<sup>2</sup> En av de uppgifter som borde läggas på den föreslagna parlamentariska kommittén var enligt riksdagen att göra en översyn av reglerna om insiderhandel främst avseende de institutionella placerarnas portföljförvaltare. Den av regeringen i anledning härav tillsatta värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:03) fick i sina direktiv (Dir 1987:11) ett vittgående uppdrag i avseende på insiderhandel. Kommittén bör enligt dessa överväga en utvidgning av insiderkretsen inte bara till de aktieplacerande institutionernas portföljförvaltare utan även till andra personkategorier, med eller utan anknytning till ett aktiemarknadsbolag, som kan få kännedom om sådan ej offentliggjord information som kan påverka kurserna på aktier m m när den blir känd. Som exempel på en sådan kategori nämns offentliga tjänstemän. Vidare bör kommittén överväga om ytterligare värdepapper bör omfattas av förbuden.

Kommittén anmanas också överväga om de särskilda förutsättningarna för förbudens inträdande behöver kompletteras i något avseende – utöver det av bankinspektionen i dess ovan nämnda skrivelse påtalade, i särskild ordning prövade avseendet (varom således riksdagen redan fattat beslut).

## 1.2 USA

I framställningar om insiderregleringen i USA brukar hävdas, att common law begränsar rätten att handla med värdepapper med stöd av förtrolig information genom en princip om *fiduciary duty* eller *duty of loyalty*: personer i ledningen för företag, *corporate directors* och *officers*, har en skyldighet att sätta företagets och dess aktieägares intressen framför sina egna; genom att

2 NU 1986/87:4 rskr 20.

sätta sina egna intressen före åsidosätter de denna sin förtroendemannaplikt.<sup>1</sup> Hänvisning till en sådan, enligt common law existerande princip kan man finna i domar även av nyare datum.<sup>2</sup> Någon samstämmighet råder dock inte; i vissa delstater har domstolarna tagit klart avstånd från tanken på en ansvarsgrundande *fiduciary duty* enligt common law vid insiderhandel.<sup>3</sup>

Att principen om *fiduciary duty* inte vunnit tillämpning på aktiehandel i början av detta sekel står dock klart.<sup>4</sup> Behovet av lagstiftning blev akut under 1920-talets ekonomiska kris. År 1933 tillkom den federala *Securities Act* och året därpå den likaledes federala *Securities Exchange Act*. I samband därmed tillskapades också *Securities and Exchange Commission, SEC*, ett administrativt organ med uppgift att reglera och övervaka värdepappershandeln. SEC är inte en domstol men utövar vissa kvasi-judiciella funktioner. Den är en av USA:s över 120 *federal agencies*, vilka reglerar olika områden av privat verksamhet. SEC står under tillsyn av *the House* (representanthuset i den amerikanska kongressen) *Energy and Commerce Committee*.

De federala insiderbestämmelserna kan i regel göras gällande av såväl allmän åklagare och SEC som av enskilda rättsägare, och de ger utrymme för både straffrättsliga och icke-straffrättsliga – i det senare fallet både administrativa och civilrättsliga – sanktioner.

Det främsta vapnet mot insiderhandel var till en början bestämmelsen om *short swing trading* i *Securities Exchange Act* section 16(b).<sup>5</sup> I section 16(a) åläggs directors, officers och personer som direkt eller indirekt äger mer än 10 % av aktierna i ett företag att rapportera köp och innehav av värdepapper avseende företaget. Section 16(b) innehåller en obligatorisk förverkanderegeln beträffande förtjänster som sådana personer gjort på transaktioner inom en tidsperiod på mindre än sex månader:

#### **Profits from purchase and sale of security within six months**

(b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to

1 Med konstaterandet att en *fiduciary duty* föreligger följer en rad frågor; se fallet *SEC v Chenery Corp.*, referatet s 85 f: "But to say that a man is a fiduciary only begins analysis; it gives direction to further inquiry. To whom is he a fiduciary? What obligations does he owe as a fiduciary? In what respect has he failed to discharge these obligations? And what are the consequences of his deviation from duty?"

2 Se fallet *Diamond v Oreamuno*, referatet s 912:

"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 exploit that knowledge or information for his own personal benefit but must account to his principal for any profits derived therefrom. – – – This in turn is merely a corollary of the broader principle, inherent in the nature of the fiduciary relationship, that prohibits a trustee or agent from extracting secret profits from his position of trust."

3 Se om fallet *Freeman v Decio* från år 1978 *Soderquist – Sommer* s 592 ff.

4 Se *Smith* i *TfR* 1983 s 147.

5 *United States Code Annotated*, title 15, § 78p(b).

the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) within any period of less than six months, unless such security was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security purchased or of not repurchasing the security sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.

Vinsten beräknas genom en jämförelse mellan det högsta säljpriset och det lägsta köppriset under perioden, vilket medför att man ibland förverkar mer än den verkliga vinsten. Talan om förverkande (*recovery*, *disgorgement*) kan föras av bolaget eller, om detta inte väcker sådan talan inom sextio dagar efter det att det uppmanats härtill, av en aktieägare på bolagets vägnar (*derivative suit*). En absolut preskriptionstid på två år gäller. Det är således inte SEC utan endast bolaget som kan åberopa section 16(b), och det är bolaget som erhåller den förverkade summan – eventuellt efter avdrag för advokatkostnader.

Denna till synes enkla och effektiva bestämmelse framhölls länge som ett mönsterstadgande. Det har emellertid visat sig att den är förhållandevis lätt att kringgå, t ex genom att man låter tidsfristen gå ut eller minskar ner sitt aktieinnehav i ett första steg till under 10 %, så att ingångsinnehavet inte är tillräckligt för att regeln skall bli tillämplig när så ett stort köp med åtföljande försäljning görs.<sup>6</sup>

I Securities Exchange Act section 10(b) ges SEC rätt att utfärda viss reglering. Med stöd härav tillskapade SEC år 1942 den s k *rule 10b-5*, som numera är den helt dominerande – åtminstone när det gäller att tilldra sig intresse hos lagstiftare, domstolar, börsaktörer och allmänhet – bestämmelsen mot insiderhandel i dagens USA. Den lyder:<sup>7</sup>

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

6 Den nedan omtalade modellen Federal Securities Code stänger detta kryphål; det räcker där att vederbörande ägt mer än 10 % av aktierna i företaget vid *något* tillfälle under tidsperioden för att förverkande skall ske (§ 1714(c)(d)(e)).

7 17 C.F.R. (Code of Federal Regulations) 240. 10b-5. Employment of manipulative and deceptive devices.

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

I Securities Act section 17(a) fanns redan en bestämmelse av detta innehåll men med uttrycklig tillämpning på enbart *sälj*transaktioner. Rule 10b-5 utformades helt likalydande med den bestämmelsen, sånär som på att section 17(a) således har begränsningen "in the offer or sale of any securities" och att det andra handlingsalternativet däri inleds med orden "to obtain money or property by means of (any untrue statement- - -)".<sup>8</sup>

Straffbestämmelsen till rule 10b-5 finns i Securities Exchange Act section 32:<sup>9</sup>

Any person who willfully violates any provision of this chapter (other than section 78dd-1 of this title), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this chapter, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this chapter or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 78o of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof, which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$100,000, or imprisoned not more than five years, or both, except that when such person is an exchange, a fine not exceeding \$500,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation.

Den fick sin nuvarande lydelse genom 1984 års *Insider Trading Sanctions Act*, som bl a innebar en höjning av bötesbeloppet från tidigare \$10,000 till \$100,000. Brottet utgör *a felony* enligt USA:s indelning av straffbara gärningar.

Avsikten med tillskapandet av rule 10b-5 var att vidga ansvaret avsevärt utöver vad som kunde följa av common law. Den nya regleringen<sup>10</sup>

"- - -may be said to have generated a wholly new and far-reaching body of Federal corporation law."

Rule 10b-5 har en vid tillämpning på förfaranden som har att göra med värdepappershandel. Den ger grund för ingripanden mot bolagsledning som

8 United States Code Annotated, title 15, § 77q(a).

9 United States Code Annotated, title 15, § 78ff(a).

10 SEC i fallet Cady, Roberts & Co, referatet s 910.

brister i informationsskyldighet och fungerar således som en svindleribestämmelse. Till detta blir det anledning återkomma i den andra delen av denna undersökning. Bland förfaranden på själva aktiemarknaden, som rule 10b-5 har tillämpats på, kan nämnas s k *churning*, dvs en mäklares köp- och säljtransaktioner på ett av honom disponerat kundkonto i syfte att få provision, och olika former av *market manipulation*, varigenom handeln påverkas på ett sätt som ger effekt på marknadspriserna.

Insiderförfaranden faller inte direkt under någon av punkterna i rule 10b-5 (liksom inte heller under section 17(a) i Securities Act). Författningstexten talar om aktivt handlande och berör underlåtenhet endast i form av förtigande i samband med att information lämnas i något avseende. Det är inte lätt att ur rättsfallen läsa ut hur domstolarna resonerar härvidlag.<sup>11</sup>

"The courts have not been unduly concerned over the necessity of relating the violation specifically to one of the three subparagraphs."

SEC har hävdat att de tre underavdelningarna i såväl rule 10b-5 som i section 17(a) är<sup>12</sup>

"mutually supporting rather than mutually exclusive".

Rule 10b-5 har en lydelse ("It shall be unlawful – –") som medför att den i första hand uppfattas som en straffrättslig bestämmelse. Åtal kan väckas av Justice Department – således inte av SEC – för överträdelse:<sup>13</sup>

"The Commission may transmit such evidence as may be available concerning such acts or practices as may constitute a violation of any provision of this chapter or the rules or regulations thereunder to the Attorney General, who may, in his discretion, institute the necessary criminal proceedings under this chapter."

Rule 10b-5 utgör emellertid grund för flera andra sanktioner. SEC gavs från början rätt att föra talan om förbud att handla med värdepapper (*injunction*) vid överträdelser av bestämmelser i Securities Exchange Act eller med stöd av den utfärdade regler:<sup>14</sup>

Wherever it shall appear to the Commission that any person is engaged or is about to engage in acts or practices constituting a violation of any provision of this chapter, the rules or regulations thereunder, the rules of a national securities exchange or registered securities association of which such person is a member or a person associated with a member, the rules of a registered clearing agency in which such person is a participant, or the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board, it may in its discretion bring an action in the proper district court of the United States, the United States District Court for the District of Columbia, or the United States courts of any territory or other

11 Bloomenthal vol 3 A, s 9–10.

12 Fallet Cady, Roberts & Co, referatet s 913.

13 United States Code Annotated, title 15, § 78 u(d)(1) in fine.

14 Section 21 i Securities Exchange Act (United States Code Annotated, title 15, § 78u(d)(1)).

place subject to the jurisdiction of the United States, to enjoin such acts or practices, and upon a proper showing a permanent or temporary injunction or restraining order shall be granted without bond.

Vidare har domstolarna sedan länge accepterat att rule 10b-5 ger stöd för talan om enskilt anspråk (*a private right of action*); se fallet *Speed v Transamerica Corp.* Från år 1984 har SEC möjlighet att yrka att domstol utdömer en sanktionsavgift (*civil penalty*) på upp till tre gånger den uppburna vinsten eller den undvikna förlusten. Den nya sanktionen infördes genom Insider Trading Sanctions Act, varigenom section 21 (d)(2)(A) i Securities Exchange Act fick följande lydelse:<sup>15</sup>

Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this chapter or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material nonpublic information in a transaction (i) on or through the facilities of a national securities exchange or from or through a broker or dealer, and (ii) which is not part of a public offering by an issuer of securities other than standardized options, the Commission may bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, a civil penalty to be paid by such person, or any person aiding and abetting the violation of such person. The amount of such penalty shall be determined by the court in light of the facts and circumstances, but shall not exceed three times the profit gained or loss avoided as a result of such unlawful purchase or sale, and shall be payable into the Treasury of the United States. If a person upon whom such a penalty is imposed shall fail to pay such penalty within the time prescribed in the court's order, the Commission shall refer the matter to the Attorney General who shall recover such penalty by action in the appropriate United States district court. The actions authorized by this paragraph may be brought in addition to any other actions that the Commission or the Attorney General are entitled to bring. For purposes of sections 78aa of this title, actions under this paragraph shall be actions to enforce a liability or a duty created by this chapter. The Commission, by rule or regulation, may exempt from the provisions of this paragraph any class of persons or transactions.

Som nedan närmare diskuteras har den straffrättsliga regleringen av insiderhandel uppfattats som alltför ineffektiv; sådana överväganden låg i hög grad bakom tillskapandet av denna nya sanktion år 1984. Det straffrättsliga ansvaret är dock en praktisk realitet i dagens amerikanska insiderbekämpning och, finns det anledning förmoda, en för de lagförda personerna särskilt ingripande faktor.

Att det straffrättsliga ansvaret uppfattas som speciellt ingripande av de personer som blir föremål för SEC:s intresse i anledning av misstankar om insiderhandel bekräftas av Gary G Lynch, chef för SEC:s Enforcement Office, vid samtal med förf i Washington den 23 april 1988. Lynch menar att möjligheten att åtala och döma dessa personer till fängelse för ett brott som utgör *a felony* har mycket stor preventiv betydelse. Övriga sanktioner kan, trots att de må vara ekonomiskt betydligt kännbarare, på olika sätt

15 United States Code Annotated, title 15, § 78u(d).



beaktas enbart som ekonomiska riskfaktorer, vilka kan "kalkyleras" in i verksamheten. Straffansvaret har en klart stigmatiserande karaktär för de personer som förekommer i insideraffärer.

Efter tillkomsten år 1942 och fram till år 1960 utvecklades rule 10b-5 långsamt i praxis. Det första "genombrottet" var fallet *Cady, Roberts & Co.*<sup>16</sup> I detta mål hävdade SEC att regeln är tillämplig på insiderhandel på den öppna, anonyma värdepappersmarknaden – vid vad man kallar *faceless transactions*. Fallet innebar också en tillämpning av regeln på andra än *corporate insiders*:

En mäklare hade via en representant i styrelsen för bolaget Curtiss-Wright fått kännedom om att bolagets utdelningsprocent skulle sänkas. Han förmedlade genast denna information till en annan representant, vilken satt i styrelsen för bolaget Cady, Roberts & Co. Den senare placerade försäljningsorder för tjugoen olika klientkonton. Mäklaren bestred ansvar bl a på den grunden att han haft förtroendeplikt i förhållande till sina klienter. Men SEC tillbakavisade detta.<sup>17</sup>

"Even if we assume the existence of conflicting fiduciary obligations, there can be no doubt which is primary here. – – – clients may not expect of a broker the benefits of his inside information at the expense of the public generally."

Det var SEC som handlade detta fall, inom ramen för sin behörighet att pröva mäklares handlande i disciplinär ordning.

U.S. Supreme Court gav några år senare sitt bifall åt SEC:s tolkning av rule 10b-5 i *Cady Roberts-fallet*. Det skedde genom att den avslog begäran om prövningstillstånd i fallet *SEC v Texas Gulf Sulphur Co.*<sup>18</sup>

I Texas Gulf Sulphur-fallet, som kommer att behandlas ur annan aspekt nedan i del II av denna undersökning,<sup>19</sup> dömdes ett antal anställda i ett bolag med detta namn att avstå vinster av handel med aktier i bolaget till en av domstolen förvaltat fond. De anställda, som var verksamma vid en provborrningsstation, hade, innan ens styrelsen kände till detta, fått kännedom om att bolaget gjort en stor kopparfyndighet och de hade köpt bolagsaktier på New York-börsen. De hävdade att de inte kunnat avslöja vad de visste till sina motparter vid transaktionerna på börsen utan att skada sin huvudman. Domstolen gav dem rätt i detta men konstaterade att de därmed varit skyldiga att avstå från att handla.

Det är vad som härefter kommit att kallas *abstain or disclose*-teorin som Supreme Court här gav sitt stöd för. Insidererna har ett val: antingen skall han avslöja sin information eller också skall han avstå från att handla.

16 "One might view *Cady, Roberts* as a sort of spark that ignited Rule 10b-5" (Soderquist-Sommer s 597).

17 Referatet s 916.

18 Referat nr 1; "– – –a gasoline hose turned loose on the flame" (Soderquist-Sommer s 597).

19 I Texas Gulf Sulphur-fallet fastställdes också med stöd av rule 10b-5 träffade uppgörelser om skadestånd på mångmiljonbelopp från bolaget till säljare av aktier, för att dessa i vissa fall vilseletts genom att bolaget underlåtit att informera respektive i andra fall fått felaktig information i ett pressmeddelande; se nedan i del II.

Tolkad enligt *abstain or disclose*-teorin uppställer rule 10b-5 följande fyra förutsättningar för ansvar:

- 1) Den handlande skall ha innehaft väsentlig icke-offentlig information. Information är väsentlig om det är sannolikt att en förnuftig investerare skulle tillmäta den betydelse för sina köp- och säljbeslut.
- 2) Handlingen skall ha innefattat köp eller försäljning av värdepapper.
- 3) Den handlande skall ha haft "a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud"; oklarheten i detta subjektiva krav diskuteras närmare nedan i kap 6.
- 4) Den handlande skall ha haft en bjudande plikt att antingen avslöja vad han vet eller avstå från att handla.

Den springande punkten blir därmed att bestämma vilka som omfattas av en plikt av den under 4) angivna slaget.

Domskälen i Texas Gulf Sulphur-fallet gav anledning anta att begränsningen i rätten att handla gällde en vid krets personer, inte bara bolagsinsiders. I två kända fall har dock rule 10b-5 tolkats på ett i detta hänseende begränsande sätt. Det är för det första fallet *Chiarella v United States*:

En anställd vid en tryckerifirma, Chiarella, hade utnyttjat den kunskap han fått genom att trycka upp dokument för fem bolag som skulle framlägga uppköpserbjudanden. Chiarella lyckades bryta de koder som användes i de första stadierna av tryckningsprocessen och handlade framgångsrikt i de berörda bolagens aktier. Han dömdes i Court of Appeals enligt rule 10b-5 men frikändes av Supreme Court.

Supreme Court underströk i sina domskäl den regel som kommit till uttryck i Cady Roberts-fallet, nämligen att det är aktieägarnas förtroende för ledningen av företaget som är grunden för ansvar vid insiderhandel. En *fiduciary duty* grundad härpå skall ha förelegat före gärningen. En sådan plikt kan, anförde Supreme Court, föreligga inte bara när vederbörande är anställd av bolaget utan också när detta anförtrott information till honom eller det eljest föreligger ett förtroendeförhållande.

Huruvida Chiarella kunde hänföras till den kategori domstolen här har i åtanke ger domen inte besked om. Supreme Court ansåg inte att juryn blivit vederbörligt instruerad om denna eventualitet och fann att denna därför inte kunde prövas i målet. Det föreligger således en processrättslig komplikation i fallet, vilket medför att dess prejudikatbetydelse är oklar.

I Chiarella-fallet konstaterade Supreme Court att personer som handlat på tips av *corporate insiders* blivit dömda enligt rule 10b-5. Detta kunde enligt domstolen förenas med dess syn på förekomsten av en *fiduciary duty* såsom avgörande för ansvar genom att man kan härleda den handlandes – *the tippee* – ansvar från insiders brytande av sin plikt. Den handlande blir<sup>20</sup>

"a participant after the fact in the insider's breach of a fiduciary duty".

20 Referatet s 230, not 12.

Att Supreme Court verkligen avsåg att ge uttryck för en restriktiv hållning i Chiarella-fallet bestyrktes i nästa betydelsefulla rättsfall, *Dirks v SEC*:

Raymond Dirks, en investeringsanalytiker, hade uppsökts av en f d anställd i livförsäkringsbolaget Equity Funding som påstod att bolaget sysslade med omfattande svindel. Uppgiften var riktig; bolaget hade i stor omfattning registrerat diktade försäkringstagare och följt upp med diktade försäkringsfall.<sup>21</sup> Den f d anställde ville ha Dirks' hjälp att avslöja bolagsledningen, och Dirks gjorde detta men först efter att ha rått vissa av sina klienter att göra sig av med Equity Funding-aktier. SEC hävdade att Dirks brutit mot rule 10b-5 genom att förmedla information från en insider, men Supreme Court friade Dirks.

I domskälen förtydligas förutsättningarna för en *tippee's* ansvar så, att detta kräver att insidern gett honom informationen "for an improper motive". Är så fallet övertar den som mottagit informationen insiderns plikt i förhållande till bolaget/aktieägarna. Ett "improper motive" föreligger inte bara då insidern sålt informationen utan också då denne inte haft något ekonomiskt utbyte av tipsandet, om han t ex<sup>22</sup>

"makes a gift of confidential information to a trading relative or friend".

Vad domstolen här säger om ansvar för den som mottagit information från en bolagsinsider tyder på att det inte skulle stå i strid mot rule 10b-5 att handla på tips som man fått *av en slump*. Ett exempel på sådant handlande ger fallet *SEC v Switzer*:

En fotbollstränare vid University of Oklahoma hade på läktaren råkat höra en man tala med sin hustru om en viktig händelse i ett bolag vari han var styrelseledamot. Tränaren köpte och tipsade bekanta att köpa aktier i detta bolag. Informationen gällde en kommande likvidation av bolaget, som sysslade med utvinning av olja och gas. Aktierna hade legat på ett marknadsvärde av \$39–42 och steg efter det att styrelsen offentliggjort sina avsikter till \$61 och senare till \$79 7/8. Switzer och hans vänner gjorde vinster på omkring \$591.000. Switzer frikändes med motiveringen att insidern inte hade brutit mot sin *fiduciary duty* genom att utan "improper motive" berätta om händelsen för hustrun och inte heller genom att tränaren oavsiktligt fått höra samtalet mellan honom och hustrun.<sup>23</sup>

21 Fallet Equity Funding gav genklang internationellt, bl a på grund av de stränga straff som ådömdes revisorerna i bolaget för att de inte upptäckt vad som pågått och därför inte slagit larm. Fallet har också betecknats som ett speciellt intressant exempel på *computer fraud*. Det var visserligen framför allt fråga om inprogrammering av oriktiga uppgifter (om fiktiva försäkringsköpare) men datorn hade också instruerats att inte reagera på uteblivna premieinbetalningar enligt dessa "avtal", vilka alla getts slutsiffrorna 09 ("09-policies").

22 Referatet s 664.

23 Referatet s 766: "This information was given to (mrs P) by (P) for the purpose of informing her of his up-coming business schedule so that arrangements for child care could be made. — — — (P) did not personally benefit, directly or indirectly, monetarily or otherwise from the inadvertent disclosure."

SEC har emellertid fått stöd för sin mera vidsträckt tolkning av rule 10b-5 i ett betydande antal rättsliga avgöranden. Den domstol vid vilken flertalet av dess mål prövas, Second Circuit of the Federal Court of Appeals, har delat SEC:s uppfattning. För att "komma runt" Supreme Courts domar i Chiarella- och Dirks-fallen hävdar man en annan teori, den s k *misappropriation*-teorin. Enligt denna riktar sig insiderbrottet inte mot aktieägarna utan mot den som anförtrodde insidern informationen. Brottet ses som ett slags olovligt förfogande, riktat mot informationens behörige innehavare. En person i Chiarellas ställning skulle därmed kunna göras ansvarig för att han missbrukat information som tillkom hans arbetsgivare, tryckerifirman. Ett sådant resonemang fördes i Chiarella-fallet av dåvarande ordföranden i Supreme Court, Chief Justice Burger, i en dissens.<sup>24</sup> Denna teori har accepterats av domstolar – inklusive Court of Appeals – inom Second Circuit. Ett belysande fall är *United States v Newman*. Där fann domstolen att det var ett brott mot rule 10b-5 att "misappropriate information" och att detta inte förutsatte att den som gärningen således riktade sig mot, informationens behörige innehavare, själv handlade med värdepapper; den handlande uppfyllde själv den i rule 10b-5 uppställda förutsättningen "in connection with the purchase or sale of a security".

Newman dömdes tillsammans med två andra personer för att ha handlat i aktier på basis av information om kommande bolagsförvärv och -sammanslagningar. En av hans medåtalade hade kommit över informationen i sin egenskap av anställd i ett investmentbolag; det var detta bolags kunder som planerade förvärven (var *bidders*). Newmans situation liknar Chiarellas: den senare använde sig av information från sin arbetsgivare, den förre utnyttjade information från sin medaktörs arbetsgivare, och ingendera hade någon relation till (aktieägare i) de bolag vars aktier de köpte.

Varken Newman-fallet eller det likartade fallet SEC v *Materia* kom under Supreme Courts prövning; i båda fallen skulle en prejudicerande bedömning av misappropriation-teorin kunnat komma till stånd.

Misappropriation-teorin ger inte någon grund för talan av den som varit motpart vid aktiehandel. En sådan person är inte rättsägare enligt teorin, eftersom regeln tolkas som ett skydd för informationens behörige innehavare. Här ligger emellertid en uppenbar grund för kritik av teorin: regeln talar om att någon blir vilseledd – *fraud* – men informationens behörige innehavare blir inte vilseledd genom aktiehandeln.

Supreme Courts restriktiva hållning i Chiarella- och Dirks-fallen har inte bara gett upphov till en helt ny tolkning av rule 10b-5. Den var också den direkta orsaken till skärpningen av sanktionssystemet vid insiderhandel genom lagstiftning år 1984 – The Insider Trading Sanctions Act. Ovan har redan omtalats den sanktionsavgift på upp till tre gånger den uppburna vinsten

24 Referatet s 239 f.

eller den undvikna förlusten som infördes genom denna reform. Vidare höjdes det maximala bötesbeloppet från \$10,000 till \$100,000. Sanktionsbestämmelserna knöts till "basstadgandena" i Securities Exchange Act, bl a section 10 (b), och blev därigenom tillämpliga vid de av SEC med stöd därav utfärdade reglerna, framför allt 10b-5, men också den nedan omtalade rule 14e-3. The Insider Trading Sanctions Act ändrade inte förutsättningarna för ansvar och därmed inte rättsläget i fall sådana som Chiarella och Dirks, men det var utan tvekan dessa fall som banade väg för reformen.<sup>25</sup>

Redan under det att Chiarella-fallet var föremål för behandling i domstolarna – mellan utslagen i Court of Appeals och i Supreme Court – genomfördes emellertid en annan lagstiftningsåtgärd avseende insiderhandel, vilken innebar en verklig breddning av ansvaret. Den nya regleringen tar direkt sikte på uppköpserbjudande-situationer, *tender offers*. Lagstiftning om sådana erbjudanden hade införts år 1968 genom den s k *Williams Act*, en ändring i Securities Exchange Act:<sup>26</sup>

(e) It shall be unlawful for any person to make any untrue statement of a material fact or omit to state any material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they are made, not misleading, or to engage in any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer or request or invitation for tenders, or any solicitation of security holders in opposition to or in favor of any such offer, request, or invitation. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts and practices as are fraudulent, deceptive, or manipulative.

Med stöd av den normgivningskompetens som SEC här tillde uts utfärdade kommissionen år 1980 *rule 14e-3*:<sup>27</sup>

(a) If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from:

- (1) The offering person,
- (2) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or
- (3) Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities,

25 Se därom Silver i Duke Law Journal 1985 s 969.

26 Securities Exchange Act section 14(e), United States Code Annotated, title 15, § 78n (e).

27 Code of Federal Regulations 17, § 240, 14e-3. Transactions in securities on the basis of material, nonpublic information in the context of tender offers.

unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.

Under (b) och (c) ges detaljerade regler om undantag från vad som följer av (a). Ett av dessa undantag är konstruerat som en möjlighet för en juridisk person att föra bevisning om att den eller de anställda som beslutade om aktietransaktionen inte kände till den ifrågavarande informationen, och att det tillskapats en ordning som hindrade att sådana anställda skulle få tillgång till information av detta slag (se not nedan). Man brukar tala om *Chinese Walls* i företag, t ex mellan forsknings- och utvecklingsavdelningar och ekonomiavdelningar, men det råder stor osäkerhet om vad som egentligen krävs för att undantaget skall kunna hävdas.

Under (d) stadgas ansvar för spridande av väsentlig icke-offentlig information om ett uppköpserbjudande:

--to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such a communication is likely to result in a violation of this section *except* that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith --

Så följer en uppräknig av personkategorier, till vilka informationsöverföring i god tro är undantagen från ansvar, och därefter en uppräknig av de personkategorier som omfattas av förbudet att överföra information. Denna uppräknig avslutas med följande mycket vida formulering:

Any person in possession of material information relating to a tender offer which information he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from any of the above.

De åsyftade, tidigare nämnda kategorierna innefattar förutom *officers* och *directors* i både de involverade företagen dessas anställda, partners och rådgivare.<sup>28</sup>

28 (b) A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this section if such person shows that:

(1) The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) of this section or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and

(2) Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a) of this section, which policies and procedures may include, but are not limited to, (i) those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale of any such security or (ii) those which prevent such individual(s) from knowing such information.

(c) Notwithstanding anything in paragraph (a) of this section to contrary, the following transactions shall not be violations of paragraph (a) of this section:

(1) Purchase(s) of any security described in paragraph (a) of this section by a broker or by another agent on behalf of an offering person; or

(2) Sale(s) by any person of any security described in paragraph (a) of this section to the offering person.

(d)(1) As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, it shall be unlawful for any person

Rule 14e-3 skulle således, vid insiderhandel i anledning av uppköpserbjudanden, grunda ett ansvar även för andra än dem som är åtkomliga med rule 10b-5 tolkad enligt *abstain or disclose*-teorin. Den kriminaliserar ”trading” och ”tipping” även av personer som inte har någon *fiduciary duty* vis-a-vis det bolag vars aktier transaktionen gäller. Den begränsning som många velat tolka in i Supreme Courts dom i Chiarella-fallet skulle därmed vara utan betydelse då det – som sannolikt oftast är fallet – rör sig om information om ett uppköpserbjudande.<sup>29</sup>

Rule 14e-3 har också kommit till användning bl a i ett fall som är mycket likt Chiarella, nämligen det ovan nämnda SEC v Materia. Det rörde sig även där om en anställd vid ett tryckeriföretag, vilken dechiffrerade beställda dokument avseende uppköpserbjudanden. I District Courts dom, som fastställdes av Court of Appeals, åberopades även rule 10b-5.

Regeln om insideransvar vid uppköpserbjudanden är också på annat sätt mera långtgående än rule 10b-5 (dock att den senares ”rätta” innebörd i det avseendet är oklar): den klargör att uppsåt inte krävs utan att ”reason to know” är tillräcklig; se härom närmare nedan i kapitel 6.

Det råder emellertid oklarhet om huruvida rule 14e-3 tillkommit på ett riktigt sätt. Det hävdas att SEC med denna regel överskred sin i section 14(e) givna normgivningskompetens, som består i att

– – for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts and practices as are fraudulent, deceptive, or manipulative.

described in paragraph (d)(2) of this section to communicate material, nonpublic information relating to a tender offer to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such communication is likely to result in a violation of this section *except* that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith,

(i) To the officers, directors, partners or employees of the offering person, to its advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of such tender offer;

(ii) To the issuer whose securities are sought or to be sought by such tender offer, to its officers, directors, partners, employees or advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of the activities of the issuer with respect to such tender offer: or

(iii) To any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation promulgated thereunder.

(2) The persons referred to in paragraph (d)(1) of this section are:

(i) The offering person or its officers, directors, partners, employees or advisors;

(ii) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer or its officers, directors, partners, employees or advisors;

(iii) Anyone acting on behalf of the persons in paragraph (d)(2)(i) of this section or the issuer or persons in paragraph (d)(2)(ii) of this section; and

(iv) Any person in possession of material information relating to a tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from any of the above.

29 Jfr Titus och Carroll i Western New England Law Review 1986 s 150 f.

Man menar att samma begränsningar skulle gälla som enligt rule 10b-5. Därmed skulle det även i fråga om insiderhandel vid uppköpserbjudanden vara avgörande huruvida *misappropriation*-teorin accepteras eller ej.

I ytterligare ett avseende finns en oklarhet direkt i lagstiftningen. Det gäller frågan om den ovan omtalade section 17(a) i Securities Act är tillämplig vid sidan av rule 10b-5. Section 17 anses ge grund för enskilda anspråk i en omfattning som inte accepterats av domstolarna vid rule 10b-5, varför frågan skulle ha viss praktisk betydelse.<sup>29a</sup> Även i andra avseenden gäller olika processuella regler vid tillämpning av dessa två stadganden.

I ett av de senaste i raden av nationellt och internationellt uppmärksammande insiderfall, *Carpenter v United States*, skulle av allt att döma Supreme Court komma att ta ställning till *misappropriation*-teorin:

En journalist i Wall Street Journal, Winans, hade en stående spalt i tidningen kallad "Heard on the Street", vari han skrev om börsbolag och börsaffärer. Vad han skrev hade i regel en direkt inverkan på börskurserna. Winans utnyttjade detta förhållande genom att själv handla och ge vissa personer tips att handla med aktier i bolag som han senare – på ett såvitt man förstått icke missvisande sätt – skrev om i sin spalt. Ett drygt tjugofemtal transaktioner under en fyramånadersperiod gav Winans och hans förtrogna närmare \$700,000 i vinst; \$31,000 därav gick till Winans själv. Dennes försvar gick ut på att han inte var insider i något av de bolag med vars aktier man handlat, och vidare hävdade han att hans förmenta *misappropriation* av information inte träffades av rule 10b-5 enär informationens "ägare", tidningen, inte handlade i värdepapper och därmed inte blev utsatt för någon "fraud or deceit – – – in connection with the purchase or sale of any security".

Supreme Court stannade emellertid i 4-4 beträffande frågan om ansvar enligt rule 10b-5, vilket innebar att Court of Appeals' fällande dom i detta avseende fastställdes men att man inte gav någon egen motivering.<sup>30</sup>

Underinstanserna hade även funnit Winans ansvarig enligt bestämmelserna om *mail and wire fraud*. I den delen fastställdes domen enhälligt, och med egen motivering, av Supreme Court.

De straffbestämmelser som således tillämpades i konkurrens med rule 10b-5

29a Se Bloomenthal vol 3 A, s 9-12 ff. SEC återopade i fallet Cady, Roberts & Co section 10(b) i Securities Act, rule 10b-5 i Securities Exchange Act och section 17(a) i Securities Act.

30 Såväl Chief Justice Burger, som var dissident i Chiarella-fallet och där ville tillämpa *misappropriation*-teorin, som Justice Powell, som dikterade majoritetens dom i det målet, hade avgått ur Supreme Court då Carpenter-fallet skulle prövas där. En plats i Supreme Court var då ännu inte återbesatt, nämligen den som under våren 1988 intogs av Anthony M Kennedy. I de livliga spekulationer som alltid förekommer om nytillsatta Supreme Court Justices' kommande ställningstaganden i kontroversiella frågor har man bl a intresserat sig för vad Kennedy's ankomst kan tänkas få för konsekvenser i fråga om insideransvaret. Någon "säker" uppfattning härom hade man inte ens vid McGeorge School of Law (förf:s tillfälliga arbetsplats), trots att Kennedy var lärare där vid sin utnämning.



i detta fall avser enligt sina rubriker *Fraud and swindles* respektive *Fraud by wire, radio or television*.<sup>31</sup>

Dessa straffbud förutsätter att gärningen har begåtts med användning av post eller tele. Enligt Supreme Court uppfylldes detta krav genom spridningen av tidningen; utan denna spridning hade effekten på marknaden och därmed vinsten inte uppkommit. Det i stadgandena i praxis intolkade kravet att gärningen skall röra *property rights* ansågs också uppfyllt.<sup>32</sup>

"The Journal, as Winans' employer, was defrauded of much more than its contractual right to his honest and faithful service, an interest too ethereal in itself to fall within the protection of the mail fraud statute, which "had its origin in the desire to protect individual property rights". (Domstolen citerar här ur sin dom i fallet *McNally v United States*.) "Here the object of the scheme was to take the Journal's confidential business information – the publication schedule and contents of the "Heard" column – and its intangible nature does not make it any less "property" protected by the mail and wire fraud statutes."

Supreme Court slog också fast att en anställd har en *fiduciary duty* att skydda konfidentiell information som han fått i sin anställning även "in the absence of a written contract". Man gav New York-domstolarna rätt i att<sup>33</sup>

"(i)t 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 exploit that knowledge or information for his own personal benefit but must account to his principal for any profits derived therefrom."

Utgången i *Carpenter*-fallet tillåter SEC att fortsätta sin vidsträckta tillämpning av rule 10b-5 och att förmodligen ha framgång härmed i "sina"

31 United States Code Annotated, title 18, § 1341 och 1343, som lyder:

Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, or to sell, dispose of, loan, exchange, alter, give away, distribute, supply, or furnish or procure for unlawful use any counterfeit or spurious coin, obligation, security, or other article, or anything represented to be or intimated or held out to be such counterfeit or spurious article, for the purpose of executing such scheme or artifice or attempting so to do, places in any post office or authorized depository for mail matter, any matter or thing whatever to be sent or delivered by the Postal Service, or takes or receives therefrom, any such matter or thing, or knowingly causes to be delivered by mail according to the direction thereon, or at the place at which it is directed to be delivered by the person to whom it is addressed, any such matter or thing, shall be fined not more than \$1,000 or imprisoned not more than five years, or both.

— — —

Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, transmits or causes to be transmitted by means of wire, radio, or television communication in interstate or foreign commerce, any writings, signs, signals, pictures, or sounds for the purpose of executing such scheme or artifice, shall be fined not more than \$1,000 or imprisoned not more than five years, or both.

32 Referatet s 283.

33 *Diamond v Oreamuno*, jfr not 2 ovan.

domstolar. *Misappropriation*-teorin förkastades ju inte av Supreme Court<sup>34</sup>, men den godtogs heller inte uttryckligen.<sup>35</sup> Oklarheten om räckvidden av insideransvaret kvarstår. Från många håll hävdas att det nu är nödvändigt att rättsläget klargörs genom lagstiftning. Ett antal lagförslag hade redan före domen i Carpenter-fallet lagts fram till granskning av kongressen. Förslagen innehåller framför allt definitioner av insiderhandel. Det första förslaget, "S 1380", utarbetades på begäran av senatörn Donald W Riegle, ordförande i senatskommittén för värdepappersfrågor (The Securities Subcommittee of the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs), av en grupp Washington-advokater, bl a advokat Harvey Pitt, som företrädde Ivan Boesky. Ett förslag lanserades av The Legal Advisory Committee of the New York Stock Exchange. SEC ställde sig till en början avvisande till tanken på en legaldefinition av insiderbegreppet men har senare lagt fram ett eget förslag. Förslagställarna har därefter reviderat sina förslag med visst hänsynstagande till varandras och annan kritik. I SEC:s förslag skall definitionen fogas som en ny section 16 till Securities Exchange Act.<sup>36</sup> Enligt detta förslag skulle inte bara information om det företag som utställt värdepappren i fråga omfattas utan även s k *market information*, t ex av det slag som tidningsartiklarna i Carpenter-fallet innehöll. Bl a på denna punkt går förslagen i olika riktningar.

Tanken på en legaldefinition av insiderhandel har emellertid mött motstånd i Representanthuset. The House Energy and Commerce Committee's ordförande har enligt tidningsuppgifter offentligt deklarerat att "There will be no definition of insider trading".<sup>37</sup>

34 Att förfarandet bedömdes som *fraud* enligt bestämmelsen om mail and wire fraud stöder onekligen misappropriation-teorins tes att det även skulle utgöra fraud enligt rule 10b-5.

35 *Misappropriation of information* anfördes som grund för åtalet mot Ivan Boesky. Denne hade fått information om kommande uppköpserbjudanden, sammanslagningar och andra betydelsefulla affärsuppgörelser av Dennis Levine, som var anställd hos en "investment banker". Boesky utnyttjade informationen för en rad aktietransaktioner under perioden januari 1985 – februari 1986 och betalade Levine en viss procent av sin förtjänst.

36 Securities and Exchange Commission. Proposed Insider Trading Bill. November 18, 1987. Section 16A. Proscriptions against wrongful securities trading while in possession of, or wrongful communication of, material, nonpublic information:

---  
(b)(1) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to purchase, sell, or cause the purchase or sale of, any security, while in possession of material, nonpublic information relating thereto, if such person knows or recklessly disregards that such information has been obtained wrongfully, or that such purchase or sale would constitute a wrongful use of such information. For the purposes of this subsection, such trading while in possession of material, nonpublic information is wrongful only if such information has been obtained by, or its use would constitute, directly or indirectly, (A) theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electronic or other means) or (B) conversion, misappropriation, or any other breach of a fiduciary duty, breach of any personal or other relationship of trust and confidence, or breach of any contractual or employment relationship.  
---

37 Wall Street Journal den 9 mars 1988.

En restriktiv hållning till lagförslagen intas också på advokathåll. En kommitté tillsatt av The Section of Corporation, Banking and Business Law inom ABA (The American Bar Association) har framfört krav på att ett flertal klargöranden sker innan en lagstiftning genomförs. Man efterlyser en definition av begreppet *material* (väsentlig), kräver en begränsning till information rörande utställaren och klara gränser för *derivative liability* (det ansvar som aktieägare kan utkräva i bolagets ställe) och vill ha klarhet i hur lagstiftningen skall förhålla sig till annan reglering, vilka invändningar som skall kunna göras av en svarande och vilka förutsättningarna skall vara för enskild talerätt.<sup>38</sup>

The American Law Institute har utarbetat ett förslag till en modellag, Federal Securities Code, som innehåller detaljerade bestämmelser om insiderhandel. I denna modellag finns en definition av insiderbegreppet (section 1603(b)):

INSIDER.-For purposes of section 1603, "insider" means (1) the issuer, (2) a director or officer of, or a person controlling, controlled by, or under common control with, the issuer, (3) a person who, by virtue of his relationship or former relationship to the issuer, knows a fact of special significance about the issuer or the security in question that is not generally available, or (4) a person who learns such a fact from a person within section 1603(b)(including a person within section 1603(b)(4)) with knowledge that the person from whom he learns the fact is such a person, unless the Commission or a court finds that it would be inequitable, on consideration of the circumstances and the purposes of this Code (including the deterrent effect of liability), to treat the person within section 1603(b)(4) as if he were within section 1603 (b)(1), (2) or (3).

Modellagen avviker från gällande federal reglering genom att inte lägga vikt vid *fiduciary duty*. Den omfattar *tippees* men inte *outsiders* av t ex Winans-typ. I kommentaren lämnar dock American Law Institute öppet huruvida *outsiders* också kan vara åtkomliga med stöd av den allmänna *antifraud*-bestämmelsen i modellagens section 1602.<sup>39</sup>

Modellagarna har i viss utsträckning tjänat som förebilder vid utformningen av delstatliga lagar.<sup>40</sup> Insiderbestämmelser i delstatslagstiftning har dock i regel utformats efter mönster av rule 10b-5. Därmed har federal lag i stor

38 The Business Lawyer Update, Jan/Febr 1988, vol 8, nr 3 s 5 ff.

39 Section 1602 lyder:

(a) General.-It is unlawful for any person to engage in a fraudulent act or to make a misrepresentation in connection with (1) a sale or purchase of a security, an offer to sell or buy a security, or an inducement not to buy or sell a security, (2) a proxy solicitation or other circularization of security holders with respect to a security of a registrant, (3) a tender offer or a recommendation to security holders in favor of or opposition to a tender offer, or (4) any activity or proposed activity by an investment adviser with respect to a client or a prospective client.

40 The American Law Institute's s k Restatement of the Law har karakteriserats som "the considered opinion of some of the country's foremost legal scholars as to the law that would be applied by an enlightened court today". – – – "The Restatement is designed to preserve, not to alter, the common law practice of expressing and adapting law to social change". (Farnsworth s 80).

utsträckning också blivit delstatlig lag på insiderhandels område. Visserligen faller insiderhandel, genom sin karaktär av "interstate acting", i princip under federal reglering, men delstatslagstiftning kan i vissa avseenden vara av praktisk betydelse. Bl a kan aktieägare som fått kännedom om insiderhandel ha rätt att föra talan i form av *derivative action* med krav på ersättning enligt delstatlig lag.<sup>41</sup>

41 Soderquist-Sommer s 585.

## Kap 2. Kriminaliseringsgrunden vid insiderhandel: varför förbjuda, och varför använda straffhot?

I Sverige har lagstiftningen mot insiderhandel tillkommit relativt obemärkt. Det har funnits och finns ännu ett starkt ifrågasättande av lagstiftning som medel att tvinga bolag och bolagsföreträdare att agera på önskat sätt, men de rättsliga ingripanden som VML har möjliggjort har knappast uppmärksamats i den debatten. Exempelen i debatten om *självsanering kontra lagstiftning* har inte hämtats från området insiderhandel.

I USA har däremot regleringen och hanteringen av insiderförfaranden rönt stor uppmärksamhet och väckt stark kritik, inte bara i finans- och företagskretsar utan också bland akademiker. Jakten på insiders har betecknats som ”a miserable war”, och skyldigheten att åtlyda den här typen av ekonomisk reglering har i grunden ifrågasatts:<sup>1</sup>

”(M)angagers do not have an ethical duty to obey economic regulatory laws just because the laws exist. They must determinate the importance of these laws.”

Kritiken har ofta gått ut på att ingen blir skadad av insiderhandel.<sup>2</sup> Om A köper 1000 aktier efter att ha fått ett insidertips och därmed gör en betydande förtjänst är ingen skada skedd, menar man. Den som sålde till A skulle ha sålt till någon annan, om inte A dykt upp som spekulant, och han skulle ha sålt till samma pris. A har alltså inte orsakat säljaren någon skada – om nu denne över huvud taget kan anses ha lidit någon skada.

Ett orsakande från insidern skulle möjligen kunna antas om denne förmått säljaren att sälja, t ex genom att hans bud påverkat priset på aktierna och därigenom utgjort ett incitament för säljaren, menar vissa kritiker.<sup>3</sup> Men har han därmed orsakat en skada? Allt insidern gjort är att ge ett bud på den anonyma aktiemarknaden, ett bud som inte innefattar några garantier eller föreställningar. Den som accepterar ett sådant bud tar en risk att göra en förlust. Kan verkligen en sådan gärning anses påkalla ingripanden av statsmakten? Allmänt sett leder insiderns bud, liksom annan efterfrågan, till en *ökning* av priset på aktierna i det aktuella bolaget, och sådana bud är därför inte heller generellt skadliga för aktieägarna.

Vissa kritiker menar att insiderhandel tvärtom är nyttig. Denna tes lanserades först av Henry Manne i boken *Insider Trading and the Stock Market*, samtidigt med att Texas Gulf Sulphur-fallet prövades i domstolarna.<sup>4</sup> Insiderhandel medverkar, hävdade Manne, till att ge värdepapper deras verkliga värden. Allt som verkar i denna riktning bör välkomnas, inte motverkas. Insiders är de som på minst kostsamt sätt kan förmedla till

1 Prof John Coffee, se Jennings-Marsh s XX.

2 Se t ex Carlton-Fischel i *Stanford Law Review* 1983 s 857 ff.

3 Jfr fallet *Fridrich v Bradford*, cit nedan i kap 3 not 3.

4 Publ år 1966.

marknaden den information som behövs för att skapa en riktig prissättning på värdepapper. Andra sätt att åstadkomma detta är socialt mera kostsamma.

Manne hävdade att insiderhandel bedömts enbart av jurister och att dessa främst beaktar förhållandet mellan de två involverade parterna och bedömer transaktionen utifrån om denna är rättvis ur de båda parternas synvinklar. Enligt Manne borde företeelsen insiderhandel istället bedömas efter en objektiv, av moraliska aspekter opåverkad, ekonomisk måttstock.<sup>5</sup> Man finner i den här argumenteringen utslag av de *rättsekonomiska* teorier som fått allt större inflytande inom amerikansk rättsvetenskap. En annan, mera osofistikerad argumentationslinje med rättsekonomisk hemort är, att *all* reglering verkar fördyrande och att därför lagstiftningsåtgärder mot insiderhandel bör undvikas.<sup>6</sup>

Den andra huvudlinjen i försvaret av insiderhandeln är, att den erbjuder en möjlighet att belöna företagsledare och därmed öka deras intresse av att verka för företagets bästa. Det skulle utgöra en billig metod att uppmuntra företagare att ta risker som är angelägna ur aktieägarsynpunkt.<sup>7</sup> Det är den s k pilotskolans synsätt som här kommer till uttryck.<sup>8</sup>

Mannes bok följdes av en störtflod av kritik och motargument från akademiskt håll.<sup>9</sup> I en artikel publicerad år 1970 besvarade han kritiken.<sup>10</sup> Därefter var det relativt tyst kring insiderhandel i USA. Diskussionen tog åter fart i och med avgörandena i Chiarella- och Dirks-fallen, med en andra flodvåg av inlägg främst från rättsvetenskapsmän.<sup>11</sup>

Att ifrågasättandet varit så starkt i USA måste ses mot bakgrund av de massiva insatser som där gjorts och görs, främst av SEC, mot insiderhandel. En sådan koncentration av resurser väcker självklart debatt. SEC:s allt skärptare kontroll och reglering har på många håll uppfattats som ett kompetensöverskridande.

5 Manne, H, *Insider Trading and the Stock Market* s 3 f.

6 Jennings-Marsh, förordet.

7 Se Carlton-Fischel i *Stanford Law Review* 1983 s 857 ff.

8 Se Löfmarck i *Festskrift till Sveriges Advokatsamfund* 1987 s 372 ff.

9 Här kan nämnas Hetherington, J. A. C., *Insider Trading and the Logic of the Law*, *Wisconsin Law Review* 1967 s 720 ff, Mendelsohn, M., *The Economics of Insider Trading Reconsidered*, *University of Pennsylvania Law Review*, vol 117, 1969 s 470 ff, Schotland, R. A., *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, *Virginia Law Review* 1967 s 1425 ff samt *Book Reviews* i en mängd tidskrifter, bl a *Duke Law Journal* 1967 s 456 ff, *New York University Law Review* 1967 s 212 ff, *George Washington Law Review*, vol 35, 1966 s 146 ff och *Virginia Law Review* 1967 s 753 ff.

10 *Insider Trading and the Law Professors*, *Vanderbilt Law Review*, vol 23, 1970 s 547 ff.

11 Se tex Aldgate i *Hofstra Law Review*, vol 13, 1984 s 101 ff, Cox i *Duke Law Journal* 1986 s 628 ff, Fischel i *Hofstra Law Review*, vol 13, 1984 s 127 ff och Titus & Carroll i *Western New England Law Review* 1986 s 127 ff.

Milton Freeman har i ett i en artikel återgivet uttalande beskrivit tillkomsten av regeln. Det skedde helt utan diskussioner om dess närmare tillämpning; den vida användningen på fall av insiderhandel har praktikerna utvecklat i enlighet med sin känsla för "fairness and equity".<sup>12</sup>

En speciell aspekt för USA är vidare fördelningen mellan federal och delstatlig reglering. Ett av de tunga argumenten för förbud mot insiderhandel är att företagens rätt till konfidentialitet måste skyddas, ett kvasieegendomsskydd.<sup>13</sup> Insiderhandel skulle kunna dra den investerande allmänhetens uppmärksamhet till något förhållande som företaget önskar hålla hemligt. Detta är emellertid inte ett skäl för en *federal* reglering.<sup>14</sup>

"The corporate interest is one traditionally protected by state law, not the zone of interests of the federal securities laws as generally understood."

Ett hållbart argument för en federal reglering vore däremot att insiderhandeln utgör ett hot mot intresset av att företagen snabbt offentliggör väsentlig information. En sådan inställning bemöts av regleringsmotståndarna med att ett företag kan ha fullgoda skäl att inte informera marknaden och att insiderhandel då kan vara ett sätt för detta att ändå medverka till en riktig prissättning på aktierna; man kan t ex behöva hålla en ny teknologi hemlig av konkurrensskäl men genom handel av informerade personer ändå åstadkomma en höjning av aktiekursen.

Den främsta drivkraften bakom dagens insiderreglering är dock inställningen att insiderhandel innebär en ojust exploatering av information – ojust antingen mot informationens "rätte ägare", som i regel är det bolag vars aktier handeln avser, eller mot andra handlande på marknaden, vilka inte har tillgång till samma information. Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skadas, menar man, om det blir en allmän uppfattning att bara de som har specialkunskaper kan göra förtjänster där. I USA är det ett erkänt federalt intresse att skapa och upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden. Ett målande uttryck för den amerikanska inställningen är följande uttalande av The American Bar Association:<sup>15</sup>

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

Detta slags argumentation är naturligtvis, som Manne hävdar, i grunden känslomässigt, inte principiellt betingat. Det är dock klart att sådana

12 The Business Lawyer 1966–1967 s 922.

13 Se t ex Macey i Hofstra Law Review, vol 13, 1984 s 9 ff.

14 Langevoort s 11.

15 Report of the Task Force on the Regulation of Insider Trading, Committee on Federal Regulation of Securities, omtryckt i The Business Lawyer 1985 s 223 ff; s 227.

överbägganden varit de bestämmade för många av de amerikanska politiker som medverkat i senare lagstiftningsärenden rörande insiderhandel.<sup>16</sup> I grunden samma resonemang, ett krav på fair play, återfinner man i Court of Appeals' domskäl i Texas Gulf Sulphur-fallet:<sup>17</sup>

"-- --all members of the investing public should be subject to identical market risks. -- -- (I)nequities based upon unequal access to knowledge should not be shrugged off as inevitable in our way of life-- --".

Domstolen tycks här godta den teori om *equal access* som SEC framgångsrikt hävdade i Cady Roberts-fallet.<sup>18</sup> Utvecklingen därefter har dock, som ovan redovisats, förmått Supreme Court att inta en mera restriktiv hållning; någon total *equal access* är man inte beredd att främja med insiderregleringen.

Vad domstolen anförde i Cady Roberts-fallet kan ses som ett nutida tillskott till en mycket gammal diskussion, nämligen den som inleddes av Cicero i form av en dialog mellan de stoiska filosoferna Diogenes och Antipater.<sup>19</sup> Dessa två diskuterar huruvida en hederlig köpman, som kommer med säd från Alexandria till Rhodos, där hungersnöd råder, har en skyldighet att, innan han säljer sin säd, informera Rhodosborna om att flera andra skepp lastade med säd är på väg. Om han upplyser om detta sjunker efterfrågan på hans säd. Diogenes försvarar köpmannens rätt att tåga om detta, medan Antipater argumenterar för att han är skyldig att avslöja det han vet. Diogenes framhåller att köpmannen inte på något sätt tvingar köparen; han bara utbjuder till salu vad han själv inte vill ha, köparen köper bara vad han vill ha. Antipater hävdar att det mellan människor finns band som förenar och som medför att det är emot naturen att dra fördel av sin nästas okunnighet. Ciceros exempel har kommenterats under århundranden. Här skall endast nämnas Pufendorf, som ställde sig på Diogenes' sida. Moralens bud kräver inte att jag gör en annan människa en tjänst gratis, om inte denne är i yttersta behov av tjänsten, hävdar Pufendorf i arbetet *De Jure Naturae et Gentium*.<sup>20</sup> Så var inte fallet med de förmögna Rhodosborna, som må ha saknat säd men hade gott om pengar.

I EG-kommissionens i april 1987 framlagda förslag till direktiv angående förbud mot insiderhandel finns i inledningen en hänvisning till behovet av lika villkor för investerare; detta för att upprätthålla förtroendet för värdepappers-

16 Så t ex ordföranden i Representanthusets Committee on Energy and Commerce, John Dingell (Congress Record vol 130, H7758, Daily Ed, July 25 1984): "We strongly disagree with those who would seek to permeate our markets with this type of fraud. The arguments in favor of insider trading are rubbish."

17 Referat nr 1 s 852.

18 Referatet s 911: "We, and the courts have consistently held that insiders must disclose material facts which are known to them by virtue of their position but which are not known to persons with whom they deal and which, if known, would affect their investment judgment." Även s 912: "Intimacy demands restraint lest the uninformed be exploited."

19 Cicero, *De officiis*, Bok III.

20 Bok V kap 3 och 4.



marknaden, utan vilket marknaden inte på ett tillfredsställande sätt kan fylla sin uppgift att finansiera företagsamheten i medlemsländerna:<sup>21</sup>

” \_ \_ \_

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

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

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

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

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;

\_ \_ \_”

Men förespråkarna för förbud mot insiderhandel har också på olika sätt direkt bemött argumenten för en oreglerad handel. Man hävdar att handel av insiders inte är ett effektivt medel att korrigera prissättningen på värdepapper, eftersom dessa personer har anledning dölja sina transaktioner och inte ”dela med sig” till andra aktörer på marknaden. För att det skall uppkomma en priskorrigerande måste ett avslöjande ske; förbudet fyller alltså en viktig funktion. Möjligheten till insiderhandel fungerar, anför man vidare, som en broms, ett hinder för information till marknaden. Inom hierarkier i företag kan det ske en successiv fördröjning av informationsspridning, för att varje steg i hierarkin vill utnyttja situationen så långt som möjligt. För det företag informationen gäller, och för ett företag som är intresserat av att förvärva detta, kan möjligheten för insiders att handla utgöra en ekonomisk riskfaktor: konfidentiell information kan därigenom få en spridning som medför förluster eller omöjliggör vinster för bolaget. Att insiderhandel skulle fungera som en lämplig belöningsmetod för företagets nyckelpersoner bemöts med argumentet, att sådan handel inte på något sätt innebär en garanti för att förtjänta personer belönas; information utnyttjas ofta av personer som inte haft någon del i skapandet av den aktuella vinstmöjligheten.

Framför allt pekar man på riskerna att en utbredd insiderhandel allvarligt skadar värdepappersmarknaden. Oriktig information kan spridas av insiders – *market manipulation* – i akt och mening att sänka priset under verkliga värdet. Men viktigare än denna manipuleringsrisk är dock, menar man – som nyss illustrerats med EG-förslaget –, risken att förtroendet bland andra, vanliga investerare undermineras och att dessa skräms bort från marknaden.

Det sistnämnda resonemanget måste ha en speciell bärkraft i ett land som Sverige, där marknaden under senare år fått ett betydande inslag av ”vanliga

21 Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading. European Business, April 1987.

småsparare” och där en viktig kategori är försäkringsbolag, pensions- och andra fonder, som företräder särskilt sårbara och skyddsbehövande grupper.<sup>22</sup> Utan ett effektivt skydd mot insiderhandel kan man befara att denna utveckling stannar av – eller att det t o m sker en återgång till den professionaliserade kapitalmarknad vi tidigare haft, och som man idag har t ex i Västtyskland.<sup>23</sup> Självsanering och etisk normgivning har sitt berättigande också på dagens svenska värdepappersmarknad, men som enda vapen mot missbruk fungerar de bara så länge marknaden är relativt väl avgränsad med ett begränsat antal större aktörer. Med ett ökande antal in- och utländska investerare minskar dessa metoder snabbt i effektivitet.

De amerikanska argumenten om ”fair play” kan utan svårigheter översättas till svenska; möjligen klingar de i svensk tappning något mindre positivt, men säkert inte mindre beaktansvärt. Bland oss svenskar brukar det anses finnas en särskilt stark känsla för rättvisa i form av krav på att andra inte skall behandlas bättre. Denna ”den svenska avundsjukan” är en realitet för den lagstiftare som hoppas på stöd bland svensk allmänhet. För värdepappersmarknadens vidkommande innebär detta att man inte kan acceptera att vissa aktörer får informationsfördelar och kan göra sig vinster genom dessa, medan andra, som inte har tillgång till samma information, blir förlorare. Även om det, som i det följande skall diskuteras, kan vara svårt att påvisa ett rättsligt relevant samband mellan en viss aktörs vinst och en annans skada är det onekligen så, att förlorarna på marknaden betalar vinnarnas förtjänster. Trots att det kanske finns substansiella värden motsvarande de sistnämndas vinster, får de övriga aktörerna på marknaden betala dessa vinster i den meningen, att de inte tillåts dela möjligheten att tillgodogöra sig dessa värdeökningar på samma villkor som vinnarna. Det hela kan liknas vid ett lotteri, där vissa lottköpare får högre vinstchanser – ett större antal vinstlotter att dela på – än andra.<sup>24</sup>

Aktörerna på värdepappersmarknaden kan aldrig göras helt jämspelta. Det förhållandet att vissa personer gör bättre placeringar än andra måste accepteras såsom utgörande själva drivkraften på marknaden. Att investerare strävar efter att skaffa sig så mycket kunskap som möjligt, inte bara om aktuella företag utan också om förhållanden på själva marknaden som kan vara av betydelse för kursutvecklingen, måste uppfattas som fullt legitimt, ja t o m önskvärt. Marknadsanalys som profession kan och bör inte motverkas. Men orättmätiga informationsfördelar måste, så långt det är möjligt, elimineras.

22 Den 1 jan 1986 var 11,1 % av det totala börsvärdet för samtliga börsnoterade företag i försäkringsbolagens ägo, enligt uppgift av riksdagens näringsutskott i betänkandet NU 1987/88:20 s 3.

23 Se Blum i *Northwestern Journal of International Law and Business* 1986 s 507 ff.

24 Jfr Scott i *Journal of Legal Studies* 1980 s 807 f, som gör en analogi med casinospel, där vissa (insiders) spelar med ett procentuellt försteg vilket innebär att övriga spelare systematiskt skadas.

Vad är då orättmätigt i detta sammanhang? Befinner man sig inte, som så ofta när det gäller reglering inom vad som brukar kallas ekonomisk brottslighet, utanför alla sakliga hållpunkter, på ett gungfly av tyckanden av mer eller mindre politisk art? Ord som orättmätigt, otillbörligt och illojalt brukar användas när de sakliga argumenten tryter och man tvingas tillgripa någon form av moralisk/etisk bedömningsgrund.

För den som anammat det nyklassiska synsätt som lanserats i svensk kriminalpolitik under senare år uppfattas det nu sagda förmodligen inte som något problem. Det straffvärde-tänkande som utmärker nyklassicismen kan i själva verket anses väl illustrerat i Pufendorfs ovan återgivna argument i Ciceros dialog om köpmannen på Rhodos. Om köparen är i klart behov av den erbjudna säden för ett lågt – ”riktigt” – pris är säljaren moraliskt skyldig att upplysa honom. Bland dem som ägnar sig åt handel på den svenska värdepappersmarknaden finns numera kategorier som inte har råd att göra stora förluster.

För andra – däribland jag själv – ter det sig nödvändigt att kunna motivera existensen av ett rättsligt förbud på ett mera objektivt sätt. Det är angeläget att gå vidare, sedan man konstaterat att kriminaliseringsgrunden är behovet av tilltro hos allmänheten till värdepappersmarknaden<sup>25</sup>, och söka precisera de intressen som här kräver skydd, dvs att analysera insiderbrottens skyddsintresse. Vilket eller vilka är de rättsligt skyddsvärda intressen, mera konkret, som sätts i fara genom insiderhandel? Mot vem eller vilka riktar sig sådana gärningar? Sådana överväganden är nödvändiga för att man skall kunna ta ställning till hur reglerna skall vara utformade för att ”träffa rätt”. Men de kan också bidra till att klargöra själva motivet för regleringen på ett sätt som bättre tillfredsställer saklighetens krav och förhoppningsvis kan skapa en bättre förståelse för regelsystemet hos dem som närmast berörs av detta.

Dessförinnan finns det här anledning att konstatera att kriminaliseringsgrunden för insiderbrott, såsom den här bestämts, sammanfaller med kriminaliseringsgrunden för *svindleribrottet*, i den mån detta har avseende på värdepappersmarknaden. För att upprätthålla allmänhetens tilltro till denna marknad är det också nödvändigt att informationsgivningen från företagen till marknaden förses med en rättslig ”garanti”. Denna gemensamma kriminaliseringsgrund utgör en orsak till att denna undersökning också tar upp

25 Belägg för att detta också var den svenske lagstiftarens uppfattning vid utformandet av VML finns i lagtexten, 28 § fjärde st:

”I fall som kan antas sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller som annars är ringa skall inte dömas till ansvar enligt första eller tredje stycket.” I förarbetena betonas detta på flera ställen, så t ex i inledningen till den allmänna motiveringen i propositionen (1984/85:157 s 20):

”På grund av värdepappersmarknadens stora samhällsekonomiska betydelse och spridningen av värdepapper hos en bred allmänhet är marknaden i många avseenden reglerad – – . En bärande tanke i denna reglering är att så långt som möjligt skydda allmänheten mot ekonomiska förluster och att hålla marknaden fri från företeelser som är ägnade att minska allmänhetens förtroende för den.”

svindleriansvaret. En annan, mera funktionell förklaring är att det i USA är samma organ – SEC – som övervakar marknaden i båda dessa hänseenden och samma författningsstöd – rule 10b-5 – som åberopas vid ingripanden mot insiderhandel och mot oriktig eller utebliven information från företagsledningar.

Något skall också sägas om valet av rättslig reglering: är ett *straffhot* verkligen befogat eller kan andra typer av rättsliga sanktioner, såsom skadestånd, förverkande, näringsförbud och sanktionsavgift, vara adekvata och tillräckliga remedier mot insiderhandel? *Mot* en straffrättslig reglering talar starka praktiska skäl. Detta är ett för handhavarna av svensk straffrättsreglering i stort sett okänt område, med komplicerade ekonomiska sammanhang, svåra att förstå och följa för den som inte ägnat betydande tid och intresse åt värdepappersmarknaden. Polis, åklagare och domstolar är oundvikligen lekmän i förhållande till misstänkta/tilltalade. De senare kan förväntas ha tillgång till juridisk och ekonomisk sakkunskap som är överlägsen de lagförande organens. Ett visst politiskt motstånd kan förväntas om regleringen åberopas mot personer (i företag) med en stark ställning i samhället. På alla sätt erbjuder detta ett besvärligare arbetsfält för de lagförande organen än den traditionella brottsligheten.

Mot dessa praktiska realiteter måste vägas principiella skäl *för* en tillämpning av straffrätten även på detta fält av mänsklig verksamhet. Straffvärdet är, om man delar den ovan beskrivna synen på kriminaliseringsgrund och ekonomiska konsekvenser, otvetydigt. En insideraffär kan beröva andra investerare på värdepappersmarknaden ekonomiska värden som väl motsvarar skadan vid ett grovt bedrägeribrott av traditionell art. De långsiktiga skadeeffekterna – på investeringsviljan och möjligheten att åstadkomma en önskvärd spridning av värdeökningar i näringslivet – kan med fog jämföras med dem som brukar anföras som grund för den stränga straffrättsliga bedömningen av skattebrott.

För svensk kriminalpolitik skulle det onekligen innebära ett nederlag om man tvingas ge upp inför de praktiska svårigheterna att beivra insiderhandel på straffrättslig väg. Det skulle då med fog kunna hävdas att samhället reserverar sitt mest ingripande vapen mot medborgarna för de svaga grupperna och avstår från att sätta in det mot de starkare grupper som tillgodoser sina egna ekonomiska intressen på andras bekostnad på en speciell arena: börsen. En sådan straffrättsligt immun sektor skulle allvarligt skada det rättsliga systemets trovärdighet.

Sverige kan på detta område inte, lika litet som på övriga områden där straffrättslig reglering kommer i fråga, isolera sig från omvärlden. På de flesta håll i vår omvärld skärps inställningen till insiderhandel.<sup>26</sup>

26 Ett beaktansvärt faktum är att ett land som USA på detta område har och sedan länge haft en så ingripande reglering, innefattande (ett reellt) hot om flerårigt fängelsestraff.

Ett speciellt skäl för att utnyttja straffrätten vid reglering av insiderhandel är att med kriminalisering kan följa ett skadeståndsansvar mot vilket det *inte är möjligt att försäkra sig*. Företagsledningarna använder sig idag regelmässigt av försäkringar för att gardera sig mot ekonomiskt ansvar. I USA, med de skyhöga belopp som numera är vanliga i skadeståndsmål, är en sådan försiktighet väl förståelig. Detsamma gäller svenska företag vars verksamhet berör USA. Det är uppenbart att en ökad användning av försäkringsskydd minskar effektiviteten av ekonomiska sanktioner av de slag som därmed blir täckta. Möjligheten till kännbara skadestånd vid insiderbrott får i detta perspektiv en speciell, preventiv betydelse för att motverka insiderhandel.<sup>27</sup>

27 En fråga är dock i vilken utsträckning dessa ansvarsförsäkringar kan bli aktuella vid insiderhandel. Så bör vara fallet då transaktioner företas för ett bolags räkning. Huruvida förfaranden enligt *pilotskolan* kan utgöra insiderhandel – och då göra ansvarsförsäkringar verkningslösa vad straffrättsligt skadestånd beträffar – diskuteras nedan i kap 4.

### Kap 3. Insiderbrottens skyddsintresse: mot vem/vad riktar sig insiderbrott, och vad betyder detta för utformningen av straffbestämmelserna?

I amerikansk doktrin urskiljer man fyra olika skyddsintressen vid insiderreglering:<sup>1</sup>

- 1) Skydd för den enskilde aktiesäljaren/-köparen som handlar utan tillgång till den information som en annan person besitter, vilken handlar samtidigt ("injury to shareholder").
- 2) Skydd för "ägaren" av konfidentiell information mot missbruk av denna ("injury to property right").
- 3) Skydd för marknadens tilltro till de allmänna marknaderna för olika värdepapper och dessa marknaders integritet ("injury to market").
- 4) Skydd mot att en person berikar sig orättmätigt genom användning av orättmätigt tillägnad information.

Beträffande det först angivna intresset kan konstateras att det vid handel med värdepapper, liksom vid de flesta andra slags affärstransaktioner, i regel föreligger skillnader i insikt mellan parterna: dessa har inte exakt samma och exakt lika mycket information. Om det inte vore så skulle förmodligen all dynamik försvinna ur handeln: en part skulle aldrig finna det rationellt att sälja ett värdepapper till ett visst pris samtidigt som en annan skulle finna det rationellt att köpa pappret till detta pris. Man måste utgå från att skillnader i informationsnivå mellan parterna vid värdepappershandel inte i och för sig innebär att det är fråga om insiderhandel.

Ett av många försök att ange en gräns mellan tillåten och otillåten informationsskillnad (eller hellre kunskapsskillnad) mellan parterna vid en värdepapperstransaktion görs av Titus och Carroll:<sup>2</sup>

"We deem it unfair that others who know the real circumstances by means other *than by their own effort and diligence* should be able to take advantage of the former."

De hänvisar till en distinktion lanserad redan år 1936 av Keeton,<sup>3</sup> enligt vilken en person kan ha fått tillgång till väsentlig, ickeoffentlig information på tre alternativa sätt: "by chance, by effort or by unlawful or improper means". Metod nr 2 måste till fullo accepteras, menar Titus och Carroll:<sup>4</sup>

"— indeed, in the absence of any incentive to develop informational advantages, the securities markets might not function efficiently."

Om även metod nr 1, att informationen förvärvats av en tillfällighet, bör hållas utanför förbudet mot insiderhandel har författarna svårt att ta ställning till:<sup>5</sup>

1 Titus och Carroll i Western New England Law Review 1986 s 131 ff.

2 A a s 131.

3 Texas Law Review 1936 s 35.

4 Western New England Law Review 1986 s 134.

5 A a, s s.

”--- the line between luck and breach of good faith sometimes may be hard to ascertain.”

Vad man i första hand tänker på då man ser insiderregleringen som skydd för aktiesäljare/-köpare utan motsvarande information är *motparten* till insidern i den aktuella transaktionen (till frågan om och hur man kan identifiera en motpart i dagens aktiehandel återkommer jag längre fram). Med denna syn på skyddsobjektet uppkommer två problem kring *kausalitet*.

Det första av dessa problem har redan berörts ovan i redovisningen av olika synsätt när det gäller insiderhandelns skadlighet/straffvärde. Kan man påstå att insidern *orsakar* sin motparts handlande så att han kan anses orsaka denne en skada? Värdepapperstransaktioner tillgår i regel inte ”face to face”. De förmedlas av mäklare (kommissionärer) vid en fondbörs eller ”over the counter”. Insidern har lämnat ett uppdrag till sin mäklare och (den som sedermera blir) hans motpart har lämnat ett uppdrag till sin mäklare. Mäklarna avger sina köp- respektive säljanbud vid börsupprop eller efterbörs, där affärer görs upp genom att s k avslut sker. Mäklaren är vanligtvis ovetande om vem som är medkontrahentens huvudman, om det inte är en s k inbördes affär, där sälj- och köpkommissionär är samma person. OTC-handeln tillgår så, att mäklarna ”knappar” in sina anbud i en gemensam databas och där ”finner varandra”; en slags dataträff, således.

Det andra problemet är ett avgränsningsproblem. Om insidern, som det hävdats i amerikansk praxis och doktrin, begår sitt brott genom att underlåta att avslöja sin information och ändå handla (*abstain or disclose*), kan det hävdas att han orsakar inte bara sin motparts skada utan att han skadar *alla* dem som handlar utan tillgång till denna information ända fram till den tidpunkt då informationen blir offentlig. En så långtgående skadekausalitet erkändes i domen i första instans i fallet *Fridrich v Bradford*.<sup>6</sup> Där fördes talan av ett stort antal personer mot en mäklare som köpt en aktiepost på basis av ickeoffentlig information och gjort en betydande vinst. Denna hade (dock) förklarats förverkad, och dessutom hade mäklaren ålagts visst näringsförbud. District Court dömde honom att till kärandena betala en summa som uppgick till nästan 28 ggr hans egen (förverkade) vinst. Dessa personer hade inte sålt sina aktier till honom; de hade inte handlat samma dag eller ens samma månad som han. Court of Appeals ogillade yrkandena och kommenterade underinstansens tolkning av rule 10b-5 som medförande ”a Draconian liability”.<sup>7</sup>

I fallet *Elkind v Liggett & Myers, Inc* intog Court of Appeals ståndpunkten att ersättningskrav av detta slag kunde bifallas endast upp till värdet av insiderns

6 Referatet s 308.

7 Referatet s 309; s 318: ”We conclude that --- defendants’ conduct caused no injury to plaintiffs ---, --- defendants did not purchase any shares of stock from plaintiffs, and --- defendants’ acts of trading in no way affected plaintiffs’ decisions to sell.”

vinst/undvikna förlust.<sup>8</sup> Denna begränsning, som ansågs olycklig genom att den inte gav någon preventiv effekt, var en av de faktorer som drev fram The Insider Trading Sanctions Act år 1984 med den nya sanktionen *civil penalty*.

Båda problemen sammanhänger med hur man uppfattar själva insidergärningen: om man tar fasta på insiderns aktiva handling – att företa transaktionen – eller på hans underlåtenhet att avslöja sin information. I den svenska VML är det klart att själva köpet/försäljningen utgör den brottsliga gärningen,<sup>9</sup> och kausalitetsbedömningen måste då ske utifrån denna. Insider kan endast tänkas orsaka sin motpart skada; ansvaret för att andra personer, lika okunniga om den aktuella omständigheten som hans motpart, må ha gjort förluster under tiden fram till dess omständigheten offentliggjordes kan inte tillskrivas honom som en följd av hans insiderhandlande. En annan sak är att han kan vara i en sådan position att han kan drabbas av ansvar för att offentliggörandet dröjde och därmed för dessa personers skador. Enligt den svenska rättsordningen är detta ett helt annat brott: svindleri. I USA är det svårare att upprätthålla denna distinktion, eftersom det i båda fallen är rule 10b-5 som tillämpas.

Medan vem som helst – insider, kvasi-insider, outsider – i princip kan vara gärningsman vid ett insiderbrott betraktat som ett orsakande av skada för motparten vid transaktionen, leder det andra av de ovan nämnda skyddsintressena, "injury to property right", i första hand tanken till gärningar av bolagsinsiders. Den s k abstain- or disclose-teorin i amerikansk insiderdoktrin och -praxis besvarar frågan om det skyddade intresset i linje härmed. Endast då den ena parten vid en transaktion är i en sådan ställning i förhållande till det bolag, vars papper transaktionen gäller, att han kan anses ha en *fiduciary duty* till detta och dess aktieägare kan hans utnyttjande av information som motparten saknar medföra ansvar. Ett anmärkningsvärt förhållande är, att brottet enligt denna teori anses riktat mot motparten i transaktionen, trots att den ansvarsutlösande faktorn är ett förtroendebrott mot bolaget. Det förefaller som om man med denna teori önskat tillgodose – och således erkänt – båda dessa skyddsintressen.

När Supreme Court i Chiarella- och Dirks-domarna visat en benägenhet att inskränka kretsen av personer med *fiduciary duty* har, som ovan redovisats, SEC lanserat en annan teori som grund för insideransvaret, *the misappropriation theory*. Däri besvaras frågan om insiderbrottets skyddsintresse på ett annorlunda sätt. Även här handlar det om ett brytande av ett förtroende, och även här är det i regel fråga om ett förtroendeförhållande mellan insider och det bolag vars aktier transaktionen gäller. Men det centrala är att brottet sker genom *misappropriation*, ett slags olovligt förfogande över information som

8 Referatet s 172 f.

9 Dessutom utgör föranledande av annan att köpa/sälja ett " eget " insiderbrott i uppköpsituationer; 7 § VML.



tillkommer huvudmannen. Det kan vara andra relationer än mellan den handlande och utställaren av de aktuella värdepappren: teorin har använts på anställda hos ett av utställaren anlitat tryckeri – där man dock kunnat ”härleda” förtroendebrottet tillbaka till relationen tryckeriet - utställaren –, och den har som ovan beskrivits hävdats i Carpenter-fallet, som gällde en journalists utnyttjande av ännu otryckta artiklar; i sistnämnda fall var det alltså olovligt förfogande över tidningens egendom.

Då insideransvaret grundas på *misappropriation*-teorin har motparten vid transaktionen inte ansetts som målsägande och således inte ersättningsberättigad. Teorin erkänner alltså inte det första av de ovan nämnda skyddsintressena såsom grund för ansvaret, utan man baserar detta enbart på behovet att skydda informationens rätte ägare.

Det tredje ovan nämnda skyddsintresset är närmast liktydigt med vad i föregående kapitel definierats som kriminaliseringsgrunden, dvs som ett vidare, ”överordnat” värde. Ser man detta som brottets skyddsintresse skulle det motivera en specialreglering – som skett t ex i USA och Sverige – och inte ge stöd för ersättningsrätt vare sig för motparten i transaktionen eller för informationens rätte ägare.

Det fjärde av de nämnda intressena, skydd mot orättmätigt berikande, kan ”läsas in” i båda de förstnämnda skyddsintressena, som en annan sida av motpartens skada respektive av skadan för informationens rätte ägare. Som enda grund för *straffansvar* – om ingendera av de nämnda skadeeffekterna erkänns – förefaller det inte tillräckligt. Därmed kan man i amerikansk praxis och doktrin urskilja tre skyddsintresseresonemang, som skulle kunna utgöra grund även för utformningen av de svenska reglerna, nämligen

- 1) skydd för motparten i transaktionen,
- 2) skydd för informationens rätte ägare, och
- 3) skydd för värdepappersmarknaden i allmänhet.

I svenska lagförarbeten betonas, som ovan redovisats, risken att insiderförfaranden allvarligt rubbar förtroendet för börshandeln.<sup>10</sup> Kriminaliseringsgrunden uppfattas således på det sätt som antagits ovan. Vad som betraktats som insiderbrottets skyddsintresse får man sluta sig till av hur regleringen utformats. De särskilda straffbuden i VML är inte utformade som brott mot enskilds förmögenhet. De torde inte grunda rätt till skadestånd för motparten.<sup>11</sup> Vinning av brott skall förverkas, enligt 31 §. Inte heller informationens rätte/behörige ägare synes ha målsägandeställning vid insiderbrott. Vad som emellertid väcker tvekan om svensk rätts ståndpunkt är, att straffbuden i VML är subsidiära i förhållande till brottsbalkens stadganden, dvs till bedrägeri- och trolöshetsansvar, liksom till ocker. Vid den översyn som

10 Se föreg kap vid not 25.

11 Se närmare om denna fråga nedan i kap 8.

värdepappersmarknadskommittén nu arbetar med torde det bli nödvändigt att ta ställning till frågan om insiderbrottens skyddsintresse betydligt klarare; detta om man skall uppfylla departementschefens förväntan på<sup>12</sup>

”– – en ny utformning av insiderlagstiftningen i stort, ett system som ligger närmare de betydligt mer långtgående och generella regleringar som vissa andra länder i dag tillämpar mot insiderspekulation.”

Som ovan anförts bör man, innan man tillgriper specialreglering, regelmässigt pröva om befintlig strafflagstiftning kan fylla det avsedda syftet. Insiderhandel aktualiserar flera olika straffbestämmelser i brottsbalken: bedrägeri, ocker och trolöshet mot huvudman är de centrala straffbud som kan komma i fråga; bestämmelserna till skydd för företagshemligheter är möjligen också tillämpliga i vissa fall.<sup>13</sup> De två förstnämnda stadgandena blir aktuella om motparten i transaktionen ses som bärare av skyddsintresset, de två senare typerna av straffbud kommer i fråga om man i stället ser insiderbrott som riktade mot informationens behörige innehavare.

Innan man försöker dra några slutsatser om den lämpligaste systematiken vid utformningen av det svenska straffansvaret mot insiderbrott bör man närmare överväga vilka förfaranden man anser det erforderligt att kriminalisera. Man bör därvid diskutera vilka olika kategorier av börsaktörer som bör omfattas av denna reglering – vilka personer skall (under vissa förhållanden) förbjudas att handla? Dessa överväganden kan göras mot bakgrund av det som här anförts om tänkbara skyddsintressen. Förhoppningsvis kan man därefter klarare bedöma vilket eller vilka av dessa intressen som bör ses som utgångspunkt för regleringen.

Något som man, enligt min mening, bör ha i åtanke vid dessa överväganden är den redan antydda *skadeståndsaspekten*. Effektiviteten i en straffrättslig reglering beror i hög grad på förekomsten av målsägandeintressen. En målsägandes engagemang är dokumenterat betydelsefullt för lagföringsprocessen. I ett läge där arbetsbelastningen på de rättsvårdande organen ständigt ökar och där en kraftig prioritering måste göras är det en klar risk att ärenden i vilka inga enskildas intressen står på spel får vika för andra, där sådana intressen driver på utredning och lagföring. Det finns all anledning att på detta, för åklagare och domstolar speciellt besvärliga område ta tillvara den resurs som de faktiskt berörda personerna utgör – och det gör man inte om man reglerar insidertransaktioner som brott mot en diffus, icke ersättningsberättigad allmänhet. Erfarenheterna av svindlerikriminaliseringen, som ju skett på detta sätt även om brottet inplacerats i brottsbalken, manar knappast till efterföljd.

Liksom man genom en reglering som brott mot enskild kan förmodas göra

<sup>12</sup> Prop 1986/87:141 s 9.

<sup>13</sup> Här hänvisas till prop 1987/88:155 som, då detta skrivs, ännu inte behandlats i riksdagen.

effektivitetsvinster i lagföringen kan en sådan reglering förmodas få positiva effekter för allmänhetens tilltro till den rättsliga regleringen.

Den enskilde som handlar på värdepappersmarknaden och den som måste röja väsentlig information till någon eller några personer innan denna kan offentliggöras får ett rättsligt skydd för *sitt* intresse att inte bli "lurad" respektive "sviken". Rimligen uppfattas ett så utformat skydd som starkare och mera adekvat än ett allmänt hållet förbud mot värdepappershandel i vissa situationer.

#### Kap 4. Vilka förfaranden skall förbjudas?

Insiderförfaranden har ställt och ställer lagstiftarna i olika länder inför en svår uppgift. Det har visat sig svårt att överblicka alla tänkbara oönskade beteenden vid värdepappershandel. Verkligheten har gång på gång fått regelsystemet att framstå som otillräckligt. Det har uppkommit ett starkt tryck på de rättsvårdande organen att tänja befintlig lagstiftning så att uppdragade förfaranden, oavsett om de beaktats vid reglernas utformning, kunnat beivras. Kompletteringar och nykriminaliseringar har aktualiserats påfallande tätt. Allt detta är naturligt inom en sektor som tilldrar sig ett stort allmänt och – som all EKO-brottslighet<sup>1</sup> – politiskt intresse. Frestelsen att utforma reglerna vagt så att oförutsebara kommande behov kan tillgodoses blir i denna situation mycket stark.

I USA har insiderreglerna kritiserats mot bakgrund av legalitetsprincipens krav på klarhet och förutsebarhet.<sup>2</sup>

”The desire to have an expansive and flexible reach to the prohibition in order to remedy all perceived wrongs, however, is inevitably in tension with another strong desire given prominence in recent securities law jurisprudence, the need for predictability and clarity in the law. Much of the complexity of the law of insider trading is a product of quixotic attempts by the courts to resolve this tension.”

Även vid de svenska ansträngningarna att komma tillrätta med insiderproblematiken har legalitetsprincipen utsatts för påfrestningar.<sup>3</sup> Om de svenska domstolarna kommer att agera Don Quixote till principens försvar återstår att se. En någorlunda distinkt gränsdragning mellan tillåtet och otillåtet handlande vid värdepapperstransaktioner är dock nödvändig också för att regleringen skall få den preventiva verkan som man rimligen eftersträvar. På detta område är klara regler synnerligen önskvärda både för aktörerna själva och för dem som skall sköta övervakningen.

Inget land kan utforma sitt insiderskydd helt utan hänsyn till hur man i andra länder löst eller avser att lösa problemen. Andra länders inställning till insiderförfaranden – bl a förekomsten eller avsaknaden av straffrättslig reglering – har en påtaglig betydelse för ett lands möjlighet att effektivt

1 I detta arbete diskuteras inte frågan om insiderbrotten kan och bör hänföras till ekonomisk brottslighet. Den av riksdagen antagna definitionen på sådan brottslighet (JuU 1980/81:21 s 6 f) innehåller ett krav på att gärningen utgör led i en i och för sig laglig näringsverksamhet. Detta krav är måhända inte uppfyllt i alla insiderfall; i det stora flertalet fall av mera omfattande insiderhandel torde dock gärningsmannen bedriva värdepappershandel i sådan omfattning att kravet är uppfyllt. – I USA hänför man insiderbrott till White Collar Crimes såsom en del av undergruppen Regulatory offenses (Pearl, J, California Department of Justice, Bureau of Criminal Statistics: Classification of White Collar Crime: Clarifying the Boundaries. For presentation at the Association for Criminal Justice Research Twenty-Seventh Semi-Annual Meetings, March 18, 1988).

2 Langevoort s 15.

3 Se t ex remissinstanserna om ”förberedelseåtgärd” i prop 1986/87:141 s 25 ff.

komma tillrätta med missförhållanden på den egna marknaden och bland landets egna marknadsaktörer. Handeln med värdepapper blir alltmer internationell. Statsgränser utgör inte några begränsningar för sådan handel, men de kan markera gränser för en nationell reglerings räckvidd.

De svenska straffbuden mot insiderhandel avser endast handel med värdepapper utfärdade av ett svenskt aktiemarknadsbolag (börs- eller OTC-bolag). Det finns dock ingen anledning att uppfatta dem såsom begränsade till att endast avse transaktioner företagna inom Sverige; ett köp mellan två personer, som befinner sig utomlands, av svenska aktier bör anses som brott enligt värdepappersmarknadslagens bestämmelser, förutsatt att dessas rekvisit är uppfyllda och vidare att svensk domstol har jurisdiktionsrätt. Den senare frågan avgörs enligt reglerna i BrB 2 kap. Där uppställs ett krav på *dubbel straffbarhet*, dvs att förfarandet skall vara brottsligt även där gärningen begås. Om transaktionen inte kan betraktas som ett brott i Sverige enligt BrB 2:4 blir alltså svensk domstolskompetens avhängig av ett annat lands insiderlagstiftning. De jämförande studier som kan vara erforderliga för att ta ställning i kompetensfrågan kan vara ytterst komplicerade. Harmoniseringssträvanden, som förekommer främst inom EG<sup>4</sup> men som också varit betydelsefulla inom det anglosachsiska rättsområdet, är därför av största praktiska betydelse.<sup>5</sup> I det ovan omtalade direktivförslaget från EG-kommissionen ingår bl a en jurisdiktionsregel, enligt vilken ett insiderbrott skall anses begånget i det land där den fondbörs är belägen, vid vilken transaktionen genomförts och, i de fall där denna inte skett vid en fondbörs, i insiderns motparts hemland.<sup>6</sup>

Statsgränser kan också innebära svårigheter i det praktiska utredningsarbetet. Flera av de stora insiderfallen i USA har implicerat flera länder. Så försiggick t ex den f d bankfirmeanställda Dennis Levines insideraffärer med förmedling av en bank på Bahamas. Flera fall har involverat schweiziska banker. SEC har sedan år 1982 ett s k Memorandum of Understanding med Schweiz. Enligt detta dokument kan en begäran från SEC leda till ett beslut av den schweiziska bankorganisationen att banken i fråga skall frysa tillgångar och förmedla den begärda informationen till amerikanska myndigheter. Ett likartat Memorandum of Understanding finns sedan år 1986 mellan SEC och Storbritannien (UK Department of Trade and Industry).

Vid utformningen av ett lands rättsliga skydd mot insiderhandel gäller det dock först att bestämma vad som skall utgöra insiderhandlingar till skillnad från handlingar som inte är så klandervärda att de förtjänar att träffas av

4 Proposed Directive on the Control of Insider Trading. European Business Document, April 1987. Se s 3: "Without such cooperation, it would be easy for an insider to circumvent the legislation of one Member State by placing his order through an intermediary based in another Member State. It is primarily for this reason, incidentally, that France for example has urged that Community action be taken".

5 Jfr prop 1986/87:141 s 9.

6 Direktivförslaget artikel 1 punkt 1.

förbudet – eller som över huvud taget inte är klandervärda utan fullt acceptabla. Det vanliga är att lagstiftningen först inriktas på handlingar *av en viss grupp* – bolagsinsiders, *corporate insiders*, personer i insynsställning. Som beskrivs i nästa kapitel är detta en naturlig utgångspunkt, men det utgör idag inte längre en tillfredsställande avgränsning av förbudet. Andra än bolagsinsiders kan uppenbarligen missbruka information på ett sätt som är straffvärt. Frågan hur ”insiderkretsen” skall bestämmas behandlas i nästa kapitel.

Vid sidan av de begränsande subjektrekvisiten har insiderreglerna regelmässigt försetts med en närmare precisering av den information som skall ha utnyttjats för att ansvar skall ifrågakomma. Gemensamt för alla insiderbestämmelser i USA – utom ”short swing trading”-regeln – är att informationen skall vara *material*. Den numera vedertagna definitionen av *materiality* gav Supreme Court i fallet *TSC Industries, Inc, v Northway, Inc.*<sup>7</sup>

”The general standard of materiality that we think best comports with the policies of Rule 14a-9 is as follows: An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.”

Detta fall rörde inte insiderhandel – och som framgår av citatet inte rule 10b-5 – utan ett vilseledande ”proxy statement” från två bolagsledningar till stöd för ett erbjudande om utbyte av aktier i det ena företaget mot aktier i det andra i och för likvidation av det förra bolaget. Definitionen har redan återopats i flera insiderfall.<sup>8</sup> Det är således en slags bonus pater familias-test som används vid bedömningen av om informationen är väsentlig.

Frågan om informationen är *material* berörs påfallande lite i rättsfallsreferaten. I regel har utvecklingen så att säga bevisat att den var det: det kan ha rört sig om tidig kännedom om ett kommande uppköpserbjudande, eller utnyttjande av förhandsinformation om att utdelningsprocenten skulle sänkas. Det senare exemplifieras i *CadyRoberts*-fallet:<sup>9</sup>

”It was obvious that a reduction in the quarterly dividend by the Board of Directors was a material fact which could be expected to have an adverse impact on the market price of the company’s stock.”

Ett annat typiskt exempel på ”material information” är kännedom om en kraftig resultatförsämring i ett bolag. Från amerikansk praxis kan anföras fallet *Diamond v Oreamuno*. Två personer i ledningen för företaget MAI, vilket finansierade datorinstallationer, hade sålt aktier sedan de fått kännedom om att företagets nettointäkter minskat från drygt \$260,000 till drygt \$60,000 på en månad. Denna information offentliggjordes inte förrän flera

7 Referatet s 449. Jfr Englands Company Securities (Insider Dealing) Act 8 kap 10(b) §: ”unpublished price sensitive information, not generally known to those people who are accustomed or could be likely to deal in those securities but which would if it were generally known to them be likely materially to affect the price of those securities.”

8 Så t ex i fallet *List v Fashion Park, Inc*, referatet s 462.

9 Referatet s 911.

månader efter de båda ledningspersonernas aktieförsäljningar. Vid offentliggörandet sjönk aktiekursen från \$28 till \$11.

Om den ifrågasatta insiderhandlingen är ett tipsande av annan om en viss omständighet kan resultatet, dvs tippeens handlande, vara ett bestyrkande av att informationen var *material*. Så resonerar domstolarna i *Dirks*-fallet:<sup>10</sup>

”-- --the fact that a good portion of Dirk’s clients sold their Equity Funding shares after receiving what information Dirks had-- -- notwithstanding its speculative nature -- -- was evidence of its significance.”

*Reasonable shareholder*-testet kan vara att besvara jakande även om informationen, som i *Dirks*-fallet, ännu var överifierad då den förmedlades/utnyttjades. Om det sedan visar sig att informationen var oriktig och kursutvecklingen därför inte blir den (av insidern) väntade, bör detta inte inverka på *materiality*-bedömningen; denna skall, precis som prövningen av skada – vinning vid svenska förmögenhetsbrott, göras med hänsyn till förhållandena vid gärningstidpunkten.

Belysande i detta hänseende är fallet *Elkind v Liggett & Myers, Inc*, som bl a rörde frågan om ansvar för *tippling* från ekonomichefen i ett bolag till en analytiker vid ett samtal med denne dagen före offentliggörandet av preliminärt resultat för ett visst halvår. Court of Appeals fann att ekonomichefen lämnat analytikern *material information*:<sup>11</sup>

”According to the deposition of (C), the tippee, he inquired whether there was a ”possibility” that earnings for the second quarter would be down, and received an affirmative response. He then inquired whether this was a ”good possibility”, and was again told yes. He was asked to keep the information confidential. -- -- While there is considerable room for doubt concerning the materiality of this disclosure, particularly in view of the lack of specificity -- -- there are sufficient indicia of materiality to support the district court’s conclusion. The request by (M) (Liggett’s chief financial officer) that (C) not repeat what he had been told added to the impression that the earnings were worse than those following the stock expected them to be.”

*Reasonable shareholder*-testet tillåter alltså att ansvar utkrävs när den kurspåverkande effekten inte varit 100 %-igt säker. En icke alltför låg förväntansgrad torde dock krävas:<sup>12</sup>

”Although the court in *Texas Gulf Sulphur* talked about information which ’might’ affect market value, in lights of subsequent developments, ’would’ is probably a more apt expression of the degree of probability necessary for this purpose.”

10 Se Langevoort s 164. Supreme Court godtog denna bedömning (referatet s 665 not 25: ”-- -- we assume the correctness of the SEC’s findings, accepted by the Court of Appeals, that petitioner was a tippee of material inside information.” – På samma sätt resonerade Court of Appeals i fallet *Elkind v Liggett & Myers, Inc* om väsentligheten av den information som ett företags ekonomichef lämnat till en analytiker (referatet s 167): ”Moreover, 1,800 shares were sold by the stockbroker on behalf of his customers, after speaking with (C) by telephone”.

11 Referatet s 167.

12 Langevoort s 164.

Även VML uppställer ett väsentlighetsrekvisit. Den generella regeln i 8 § förutsätter att den handlande haft kännedom om en omständighet som är *ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den blir allmänt känd*. Om omständigheten inte är av sådan natur att upplysning därom lämnas i årsredovisning, delårsrapport eller årsbokslut krävs att omständigheten *uppenbart* är ägnad att få sådan påverkan.

Enligt departementschefen skall man vid denna prövning utgå från de allmänna bestämmelserna om informationsskyldighet i inregistreringskontrakt och market maker-avtal; det skall vara fråga om ett förhållande som i icke oväsentlig grad påverkar den yttre bilden av företaget. Ett högre krav anges dock böra ställas på omständighetens karaktär för att straffansvar skall kunna inträda vid aktiehandel. Det är för att markera detta som ordet "uppenbart" införts i lagtexten.

Värdepappersmarknadsutredningen ansåg att en ändring borde vara större än 5 % för att uppfylla väsentlighetskravet.<sup>13</sup> I propositionen höjdes denna "gräns" så att det i allmänhet krävs en tioprocentig ändring av kursen för att denna skall anses vara väsentlig.<sup>14</sup>

En betydelsefull fråga är om informationen måste *röra bolaget* – som i de nu diskuterade exemplen – eller om ansvar också kan utkrävas när någon handlat på basis av *icke-offentlig kurspåverkande information av annat slag*. Som Carpenter-fallet illustrerar kan marknadspriset på aktier och andra värdepapper påverkas av andra faktorer. I det fallet var det fråga om i och för sig riktig information om vissa bolags framtidsutsikter, men det var effekterna av själva tidningsartiklarna som man spekulerade i. Förfarandet kan ses som ett specialfall av en mera frekvent företeelse på den amerikanska börsmarknaden, kallad *frontrunning*. En mäklare eller fondkommissionär skaffar sig själv eller vissa favoriserade klienter ekonomiska fördelar genom att köpa respektive sälja aktier sedan han fått en klients uppdrag att köpa respektive sälja en betydande post aktier av det slaget. Han spekulerar i den kursförändring som utförandet av uppdraget kommer att medföra. Wall Street Journal beskriver förfarandet i en artikel:<sup>15</sup>

"A securities firm has \$ 1 billion of S&P stocks to buy for a customer at market prices. The firm first buys futures, options or S&P stocks for its own account and maybe alerts favored clients to do the same. – – – The result: Stock prices are bid up, raising the original customer's cost. The dealer and fellow-travelers soon unload their positions at a profit."

Såväl journalisten i Carpenter-fallet som mäklaren i exemplet på *frontrunning* kan betecknas som *market insiders*, med den exklusiva kunskap de besitter om

13 SOU 1984:2 s 215.

14 Prop 1984/85:157 s 40.

15 Wall Street Journal den 17 februari 1988.



kommande kursförändringar. Deras aktietransaktioner drabbar deras respektive motparter i det att dessa inte skulle ha sålt sina aktier för det pris insidern erbjöd om de vetat det han visste. Men i mäklarens fall kan dessutom en skada påvisas för klienten, som gett honom uppdraget. Denne får på grund av mäklarens handlande betala ett högre pris för aktierna; marknadspriset har påverkats av mäklarens och hans "medlöparens" aktiehandel.

Den svenska fondkommissionslagen (1979:748) förbjuder i 39 § den som på grund av befattning eller annars har anknytning till en fondkommissionär att för egen räkning förvärva fondpapper annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning, om han normalt har insyn i uppdragsgivarens värdepappersaffärer av sådan storleksordning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas. Detta förbud är för närvarande inte straffsanktionerat. Värdepappersmarknadskommittén har emellertid enligt sina direktiv att överväga om begränsningen är tillräcklig för att avhålla befattningshavare hos fondkommissionärer från att utnyttja sina insikter i marknaden till att göra vinstgivande affärer för egen räkning.<sup>16</sup> Den frågan kan kommittén knappast ta ställning till utan att samtidigt pröva i vad mån vederbörandes handlande skall utgöra insiderbrott. Idag kan *frontrunning* inte åtkommas med insiderreglerna i den svenska VML; se närmare i nästa kapitel om personkretsen vid insiderbrott.

I USA har *frontrunning* blivit ett problem för rättstillämpningen genom att abstain or disclose-teorin inte ger underlag för ett ingripande i sådana fall. Mäklaren har inte någon *fiduciary duty* gentemot det bolag i vars aktier han handlar. Som Carpenter-fallet – även om det inte är något "rent" *fronrunner*-fall – visar är det istället misappropriation-teorin som skulle kunna motivera en insiderbedömning. Mäklarens bruk av information som han fått i sin tjänst skulle kunna ses som ett orättmätigt utnyttjande av information som tillhör arbetsgivaren – om han är anställd – eller klienten – om han själv är uppdragstagare. De i Carpenter-fallet utnyttjade straffbuden om *mail and wire fraud* kunde användas därför att marknadspåverkan där skedde genom distribution av tidningen. Det "rena" *fronrunner*-fallet ställer frågan om räckvidden av rule 10b-5 på sin spets. Om Supreme Court i ett kommande fall skulle finna den otillämplig är lagstiftning förmodligen att vänta. Det ovan under 1.2 nämnda förslaget till legaldefinition av insiderhandel skulle täcka *frontrunning*.<sup>17</sup>

EG-kommissionens förslag till direktiv angående förbud mot insiderhandel omfattar inte bara information rörande bolaget. I artikel 6 definieras *Inside Information* som

"– – information unknown to the public of a sufficiently specific nature and relating to one or more issuers of a transferable security or to one or more transferable securities,

<sup>16</sup> Dir 1987:11 s 7.

<sup>17</sup> Proposed Language for Inclusion in Committee Report on Insider Trading Definition. Skrivelse från SEC's ordförande David S Ruder till The Securities Subcommittee of the House Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs den 8 februari 1988, s 17.

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.”

I kommentaren anförs att<sup>18</sup>

” – – this condition – – covers information concerning an issuer, whether originating from within the issuer (for example, an increase in profits) or outside it (for example, a bid to take over launched by another company). It also covers information on the situation or prospects of one or more securities and information which is likely to influence the market as such (for example, the decision of a central bank to alter the discount rate).”

Sådan information som utnyttjades i Carpenter-fallet – opublicerade artiklar av en börsjournalist – utgör alltså *inside information* enligt detta definitionsförslag. Men som i nästa kapitel redovisas är förslaget räckvidd begränsad genom ett krav på att informationen skall ha *förvärvats* ”in the exercise of his profession or duties”. Journalisten hade ju inte förvärvat utan själv skapat informationen. De som fick tips av honom täcks inte heller av EG-förslaget, som uppställer ett tippee-ansvar för den som mottagit information från någon som förvärvat den på angivet sätt.

Den svenska VML uppställer ett krav på att informationen skall gälla en omständighet ”i bolagets eller dess moderföretags verksamhet” (8 §). I punkten 1 nämns särskilt sådana omständigheter om vilka upplysning lämnas i ännu icke offentliggjord årsredovisning, delårsrapport eller årsbokslut, i punkten 2 talas om omständighet ”i annat fall”. Denna begränsning kommer säkert att omprövas av värdepappersmarknadskommittén; i direktiven ifrågasätts som nämnts om inte ansvaret bör omfatta t ex offentliga tjänstemän och andra personkategorier<sup>19</sup>

” – – med eller utan anknytning till ett aktiemarknadsbolag, som kan få kännedom om sådan ej offentliggjord information som kan påverka kurserna på aktier m m när den blir känd.”

Det kan ibland vara tveksamt om incitamentet till en aktietransaktion är en omständighet i bolagets verksamhet eller inte. Belysande är ett amerikanskt delstatligt Supreme Court-fall, *Goodwin v Agassiz*. Vad insiderna där kände till, men deras motpart, den säljande aktieägaren, var okunnig om, var<sup>20</sup>

” – – the existence of a theory formulated in a thesis by a geologist as to the possible existence of copper deposits where certain geological conditions existed common to the property of the Cliff Mining Company and that of other mining companies in its neighborhood. This thesis did not express an opinion that copper deposits would be found in any particular spot or on property of any specified owner. Whether that theory

18 EG-förslaget (se ovan not 4) s 9.

19 Dir 1987:11 s 7

20 Referatet s 661.

was sound or fallacious, no one knew, and so far as appears has never been demonstrated.”

Talan mot de båda aktieköparna ogillades. En geologisk undersökning eller annan form av expertutlåtande från en utomstående person måste dock kunna utgöra en omständighet i ett bolags verksamhet, nämligen om undersökningen beställts av bolaget och utförts för dess räkning – och på dettas bekostnad. Osäkerheten om vilken betydelse resultatet kan ha för bolagets framtid får beaktas vid prövningen av väsentlighetskravet (se ovan). Om undersökningen inte beställts av bolaget men ändå kommit till dess kännedom och diskuterats i dess ledning kan bolagsledningens kännedom om innehållet ses som en omständighet i bolagets verksamhet; det kan ju komma att påverka ledningen i dess arbete. Innan en ”främmande” undersökning, eller vilket i bolagets omvärld uppkommande förhållande som helst, har dragits in i bolagets ”sfär” på något påtagligt sätt kan det inte betecknas som en omständighet i dettas verksamhet. En reglering som begränsar insiderförbudet till handel på basis av förhandskännedom om omständigheter i bolagets verksamhet kan alltså inte träffa t ex ett aktieköp av en oberoende expert som inte avser att träda i förbindelse med bolaget för att förmedla sin information. Däremot blir en om expertens uppfattning informerad bolagsinsiders köp av aktier i en sådan situation möjligen åtkomlig med motiveringen, att undersökningsresultatet genom hans förmedling skulle komma att utnyttjas av företaget och att denna framtidsutsikt var en omständighet i bolagets verksamhet, vilken han hade förhandskännedom om och utnyttjade för egen vinning.

Huruvida man anser det nödvändigt att uppställa en ytterligare begränsning av informationens karaktär, utöver kravet på att den skall vara väsentlig, sammanhänger med vilka andra begränsningar man är beredd att uppställa. I förslaget till en legaldefinition av *Insider Trading* har SEC använt en vidsträckt formulering: ”material, nonpublic information relating thereto”, syftande på ”(the purchase or sale of) any security”. Men man begränsar ansvaret genom ett krav på att informationen skall ha förvärvats eller utnyttjats ”wrongfully”, vilket närmare preciseras till att förvärvet skall utgöra ”theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electronic or other means)” respektive utnyttjandet utgöra ”conversion, misappropriation, or any other breach of a fiduciary duty, breach of any personal or other relationship of trust and confidence, or breach of any contractual or employment relationship.” Därmed fångar man in outsiders som journalisten i Carpenter-fallet, och mäklaren som sysslar med frontrunning, men knappast insidern i det nyss nämnda exemplet där incitamentet var en ”utomstående” expertundersökning som ännu inte diskuterats i bolagets ledning.

Klart är dock att man i USA inte ansett sig böra begränsa ansvaret till utnyttjande av insiderinformation om bolagets verksamhet. ”Material” är all information<sup>21</sup>

21 Fallet Texas Gulf Sulphur, referat 1) s 849.

”– –disclosing the earnings and distributions of a company but also those facts which affect the probable future of the company and those which may affect the desire of investors to buy, sell, or hold the company’s securities.”

Regelmässigt uppställs i insiderreglerna ett krav på att informationen *ännu inte skall ha offentliggjorts* – den skall vara *nonpublic*. I den mån det är fråga om en omständighet som företagsledningen har skyldighet att offentliggöra – vilket i USA betyder dels vad bolagen är skyldiga rapportera till SEC, dels vad de enligt kontrakt med börserna är skyldiga meddela, i Sverige vad som följer av aktiebolagslagen m fl lagar om bolags redovisningsskyldighet och vad som följer av inregistreringskontrakt – blir det avgörande huruvida bolaget ännu fullgjort denna skyldighet. Tvekan kan dock uppkomma. I USA har man preciserat något från vilket tidpunkt det är tillåtet att handla också för insiders; en viss tid skall ha förflutit från offentliggörandet, så att marknaden hunnit assimilera informationen. I mål om förverkande av vinning vid insiderhandel har man använt sig av en särskild metod att beräkna den tid som skall ha förflutit: man följer prisutvecklingen för det aktuella värdepappret och konstaterar vid vilken tidpunkt den av informationen orsakade förändringen av marknadspriset varit genomförd. Ekonomisk teori ger de tekniska möjligheterna att fastställa vilka förändringar som beror på information från bolaget och vilka som beror på allmänna marknadsfaktorer.<sup>22</sup>

Informationsskyldigheten för bolag vilkas aktier är förmål för allmän handel är en springande punkt i bekämpandet av insiderhandel, liksom den är en grundläggande förutsättning för värdepappershandeln över huvud taget; beträffande det senare förhållandet hänvisas till del II i denna undersökning. I Sverige finns inte samma krav på företagen i detta avseende som t ex i USA. De offentligrättsliga reglerna om rapportering i form av årsredovisningar etc medför inte någon skyldighet för företagsledningarna att informera om kurspåverkande omständigheter mellan dessa ”ordinarie” rapporteringstillfällena. Sådan skyldighet följer däremot av inregistreringskontraktet mellan företaget och fondbörsen. Det torde vara mycket svårt att effektivt motverka insiderhandel utan att ha ett offentligrättsligt informationskrav av det slag man har i USA. I EG-kommissionens förslag till direktiv angående förbud mot insiderhandel konstateras:<sup>23</sup>

”Prompt publication of inside information is the best means of preventing insider trading, since it reduces to a minimum the period during which such information is inside information because it is known only to a small number of persons.”

Förslaget har försetts med en bestämmelse om omedelbar informationsskyldighet för företag vilkas papper är föremål för handel på börser i någon av medlemsländerna. Undantag från informationsskyldigheten skall kräva till-

22 Fischel i Hofstra Law Review 1984 s 127 ff.

23 Proposed Directive on the Control of Insider Trading, European Business, April 1987 s 11.

stånd från det kompetenta organet i det aktuella landet.<sup>24</sup>

Hur en sådan uppgiftsskyldighet lämpligen borde vara utformad hos oss är naturligtvis en fråga som ligger utanför ämnet för denna undersökning. Något mer kommer den dock att beröras i kapitel 7, där bankinspektionens roll som kontrollorgan diskuteras.

Beträffande uppgifter som offentliggörs på annat sätt än genom företagsledningens försorg kan det vara svårare att avgöra när informationen inte längre har karaktär av *nonpublic*. VML talar även här om "en inte offentliggjord omständighet". En restriktiv tolkning, enligt de i straffrätten tillämpade tolkningsreglerna, medför att en aktietransaktion företagen efter tidpunkten för offentliggörande, t ex genom ett direktsänt TV-inslag, inte är straffbar. Om offentliggörandet sker genom en press-release med uppgörelse om tidigaste publiceringstidpunkt bör den tidpunkt då informationen i enlighet härmed kommer till allmänhetens kännedom vara avgörande. I USA har man haft bekymmer om bedömningen av fall där vissa personer fått tidningsexemplar betydligt tidigare än allmänheten/vanliga prenumeranter och dragit fördel av detta vid aktietransaktioner. I ett fall höll ett företag inom läkemedelsbranschen en presskonferens vid vilken man meddelade att en av företagets produkter för sänkning av kolesterolhalten visat sig ha effekt att förhindra hjärtattacker. Man avkrävde närvarande journalister löfte att vänta en dag med publiceringen. Till presskonferensen hade emellertid också inbjudits börsanalytiker, vilka inte kände sig förhindrade att omedelbart utnyttja informationen. Bolagets aktier steg dagen före publiceringsdagen från \$5 till \$69, medan prisökningen under publiceringsdagen endast blev \$0.50.<sup>25</sup>

Ofta förekommer en stark *ryktesspridning* på börsen innan en viss omständighet offentliggörs; i många fall visar sig naturligtvis ryktena grundlösa, men de har under tiden påverkat prisbildningen. I USA är ryktesbildningen kanske särskilt livlig just kring läkemedelsföretagen och förmenta, vetenskapliga belägg för effekterna av dessas produkter. Även kosmetikabranschen kan beröras av sådant. Nyligen steg företaget Johnson & Johnsons aktier från \$5.25 till \$77 dagen före publiceringen av en forskarrapport om att dess produkt Retin-A hade effekt på vissa hudrynkor. Att avgöra om transaktioner den dagen skedde med stöd av insiderkunskap om rapporten eller inte kan vara svårt. Ett så pass preciserat "rykte" som att en forskarrapport skall

24 Art 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 a company is unable to inform the public immediately of a circumstance or a decision as referred to in the paragraph 1 because disclosure would prejudice the company's legitimate interests, it shall immediately inform the competent authorities thereof, who may relieve it of the obligation provided for in paragraph 1.

25 Wall Street Journal den 18 februari 1988.

publiceras bör dock uppfylla det amerikanska väsentlighetstestet. Kan den handlande betecknas som en "tippee" enligt vad praxis i USA kommit fram till bör ansvar kunna utdömas. Bevisvärigheterna är dock uppenbara, såväl på den objektiva som på den subjektiva (se härom nedan i kapitel 6) sidan.<sup>26</sup>

Hittills har talats om förfaranden som innefattar köp eller försäljning av värdepapper. Som insiderbrott räknas också, såväl enligt svensk som enligt amerikansk rätt, att *förmedla information* till en annan, som i sin tur företar en värdepapperstransaktion. I VML beskrivs denna gärningsform med formuleringarna

"med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller försäljning" (7 §)

respektive

"med råd eller på annat liknande sätt föranleder någon till handel med sådan aktie" (8 §).

USA:s insiderreglering innefattar ytterligare en gärningsform. Ansvar enligt såväl rule 10b-5 som rule 14e-3 kan ådömas både den som förmedlar och den som tar emot och utnyttjar insiderinformation. Som i nästa kapitel närmare redovisas är det något oklart hur de båda brottsformerna förhåller sig till varandra. Tippeen betecknas som "a participator after the fact", dvs som ett slags hälare, men samtidigt framhålls att<sup>27</sup>

"(t)ippee trading – – – is the primary and essential element of the offense."

Avsaknaden av ansvar för den som handlar på insidertips i svensk rätt är anmärkningsvärd. Denna ansvarsbegränsning kan dock förmodas bli omprövad av värdepappersmarknadskommittén. Det är naturligtvis angeläget att man inför en eventuell lagändring noga överväger de olika förfarandenas straffvärdhet, och likaså att man väljer en så enkel lagteknisk metod som möjligt för att ge ansvaret önskad räckvidd. Av avgörande betydelse när man skall ta ställning till dessa frågor är synen på insiderbrottets skyddsintresse. Skall motparten vid en transaktion skyddas förtjänar varje tippee ansvar, förutsatt att han har erforderlig subjektiv inställning: skall informationens rätte ägare skyddas har man inte skäl utsträcka ansvaret så långt.

En fråga som lagstiftaren måste ta ställning till vid regleringen av insiderhandel är, om förbudet bara skall gälla transaktioner *på basis av* insiderkunskap, dvs om det skall krävas någon form av *orsakssamband mellan innehavet av informationen och företagandet av aktieköpet/försäljningen*. Rule 10b-5 i

26 Jfr EG-kommissionens Proposed Directive on the Control of Insider Trading, European Business, April 1987 s 9: "A simple rumour cannot – – – be regarded as inside information." Enligt förslaget skall informationen vara "of a sufficiently specific nature" (art 6).

27 Fallet Elkind v Ligget & Myers, Inc, referatet s 165.

USA kräver att transaktionen företagits "on the basis of" den aktuella informationen; detta följer av ordet "fraud" i texten. Detta krav anses dock ofta uppfyllt både objektivt och subjektivt genom att det visats<sup>28</sup>

"– –that a defendant was aware of material nonpublic information and traded in a manner consistent with the message conveyed by such information."

Rule 14e-3 har i stället formuleringen "in possession of". Den möjlighet som erbjuds i bestämmelsen att bygga upp så kallade Chinese Walls i företag för att därmed kunna visa att just den eller de anställda i ett företag, vilka beslöt om transaktionen, inte kände till och därför inte var påverkade i sitt beslut av den aktuella informationen, har varit ett sätt att begränsa den räckvidd ansvaret får genom att inte innehålla krav på något orsakssamband.

Även bestämmelsen om sanktionsavgift – *civil penalty* – i section 21 (d)(2)(A) i Securities Exchange Act innehåller formuleringen "in possession of (material nonpublic information)". För att kunna utdöma sanktionsavgift behöver man således endast ha styrkt att vederbörande hade tillgång till den aktuella informationen, inte, som för tillämpning av rule 10b-5, att han handlade på basis av denna. Med hänsyn till hur det senare kravet tillämpas är dock skillnaden antagligen inte praktiskt betydelsefull. Formuleringen i bestämmelsen om civil penalty förutsätter vidare – det visar förarbetena till The Insider Trading Sanctions Act, varigenom stadgandet infördes – att man i ett investeringsföretag skall kunna bygga upp Chinese Walls; detta för att kunna motbevisa den i common law uppställda presumtionen att information som innehas av någon i ett företag också disponeras av övriga anställda däri.<sup>29</sup>

I EG-förslaget till direktiv angående förbud mot insiderhandel är ansvaret avhängigt av ett orsakssamband. I direktivtexten framgår detta av formuleringen "taking advantage of" i artikel 1 punkt 1, vilket i motiven kommenteras:<sup>30</sup>

"– –, i e if his decision to buy or sell securities has been taken in the light of that information. If a transaction is not triggered by inside information, therefore, it is not covered by the prohibition."

Den svenska VML talar endast om *kännedom* om viss omständighet; detta gäller såväl det generella förbudet i 8 § som det speciella förbudet i uppköpsituationer i 7 §. Ansvar för "tipping" synes dock förutsätta ett orsakssamband mellan kännedomen och rådgivningen.

Det kan synas angeläget att inte försvåra lagföringen av insiderhandel genom att kräva styrkt orsakssamband, med subjektiv täckning, mellan

28 Silver i Duke Law Journal 1985 s 975.

29 A a s 978.

30 Proposed Directive on the Control of Insider Trading, European Business, April 1987 s 10; direktiven skall dock endast representera en minimistandard för medlemsländernas regleringar av insiderhandel.

kännedomen om den opublicerade omständigheten och företagandet av transaktionen. En sådan reglering kan enligt min mening försvaras, och även rent av förordas, i form av en "short swing trading"-regel, gärna också med straffsanktionering. En sådan regel är i övrigt så klart avgränsad – beträffande personkrets och tid etc – att den knappast kan föra till ett orättvist i betydelsen oförutsebart resultat. Men en insiderbestämmelse som skall ha den räckvidd i olika hänseenden som idag är eftersträvad av lagstiftare världen över kan föra till oacceptabla resultat om den inte begränsas till att träffa verkligt utnyttjande av insiderinformation, dvs uppställer ett krav på att transaktionen skall ha föranletts av kännedomen hos den ena parten om det aktuella förhållandet. Det finns anledning följa EG-förslaget i denna del också i svensk lagstiftning.

När här talats om orsakssamband mellan informationen och transaktionen har avsetts insiders handlande; frågan om denne skall ha handlat på basis av, inte bara med kännedom om omständigheten. Det är flera olika kausalitetsfrågor som uppkommer vid insiderreglering; ovan har diskuterats frågan om insidern kan anses orsaka motpartens skada. Den frågan måste besvaras om man önskar utnyttja bedrägeriansvaret som remedium vid insiderhandel. För att man skall kunna anse att insidern orsakar sin motparts skada med det uppsåt som bedrägeriansvar förutsätter måste man ha konstaterat ett orsakssamband mellan dennes insiderkunskap och handlande; det måste med andra ord föreligga ett uppsåtligt vilseledande. Denna lagtekniska lösning diskuteras närmare nedan, framför allt i slutkapitlet i del I. Här skall endast konstateras att EG-förslaget i många hänseenden, således bl a detta, har karaktär av en "bedrägeri-approach".

En speciell fråga, som inte tidigare har berörts, är om värdepappersutställaren själv kan begå ett insiderbrott vid utställandet av värdepappren. Kan det vara insiderbrott att en bolagsstyrelse beslutar om en emission som är riktad, dvs som erbjuder vissa personer – i ledningen för det egna företaget och eventuellt en något vidare krets av "intressanta" personer – att köpa aktier eller optioner i företaget till ett lägre pris och/eller med förtur framför andra. Enligt den s k *pilotskolan* finns det goda skäl för en sådan åtgärd. En lag (1987:464) om riktade emissioner m m har begränsat möjligheterna att utföra sådana emissioner genom krav på bolagsstämmobeslut. Som jag i annat sammanhang anförat är det möjligt att ett sådant förfarande från en bolagslednings sida kan skada huvudmannen – som kunnat erhålla ett bättre pris för värdepappren och således gick miste om en potentiell förmögenhetstillgång.<sup>31</sup> Kravet på bolagsstämmobeslut torde dock medföra att förfarandet blir vad i straffrätten brukar kallas ett angrepp på egen rättsfär: aktieägarna "utgör" bolaget och tillfogar således sig själva en skada.

Ett av de hävdade skyddsintressena vid insiderhandel, det som ser till bolagets intresse av att förtroendemän uppfyller sin "fiduciary duty", kan

31 Löfmarck i Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1987 s 372 f.



synas komma i fara genom emissioner av pilotskoleslag. Förfarandet saknar dock viktiga särdrag hos insiderbrott, nämligen utnyttjande av speciell kunskap, som om den offentliggjordes skulle höja kursen, och en motpart vid en transaktion, vilken kan hävda att han lidit skada. Pilotskole-förfaranden synes därför kunna och böra hållas utanför en reglering av insiderhandel.

Marknaden för värdepapper består emellertid inte uteslutande av verksamheten vid en fondbörs respektive på OTC-marknaden. En fråga är om insiderförbudet skall begränsas att gälla *transaktioner på dessa marknader eller* om det skall gälla vid *all värdepappershandel*. I direktivförslaget från EG-kommissionen har man valt en mellanväg. Regleringen omfattar även transaktioner utanför de etablerade marknaderna under förutsättning att de förmedlas av en "professional intermediary".<sup>32</sup> VML:s bestämmelser är enligt sin lydelse tillämpliga även på transaktioner utanför dessa marknader.

Frågan sammanhänger nära med vad man uppfattar som kriminaliseringsgrund och vilket man uppfattar som insiderreglernas skyddsintresse. Skall endast de etablerade marknaderna skyddas, eller behöver man underbygga tilltron till värdepappershandel över huvud taget? Är det motparten som skall skyddas, eller är det bara fråga om att skapa ett skydd för den allmänhet som investerar på de etablerade marknaderna? I det förra fallet, liksom om man beaktar informations-"ägarnas" intresse, bör förbudet gälla värdepappershandel generellt.

32 Proposed Directive on the Control of Insider Trading, European Business, April 1987 art 1 punkt 2.

## Kap 5. Vem kan ställas till ansvar? Insiders – och andra?

Termen *insiderbrott* anger en brottstyp genom att beteckna gärningsmännen som tillhörande en viss personkategori. Termen förekommer flitigt i kommentarer och domar men ingår inte alltid i lagtext. I USA har termen använts i rubriken till 1984 års ändringar i Securities Exchange Act – The Insider Trading Sanctions Act. I den svenska VML återfinns en översättning av termen, ”fysiska personer, som har särskild möjlighet till insyn i ett aktiemarknadsbolag” och kortare ”som har insynsställning” i 6 och 8 §§.

Det är naturligt att man vid regleringen av insiderhandel utgått från ett bestämmande av personkretsen. En primär åtgärd har ju regelmässigt varit att stadga krav på *registrering* av aktieinnehav och -transaktioner för personer med viss anknytning till det bolag vars aktier är i fråga (ibland också till annat, närstående bolag). VML följer detta mönster. I 6 § uppräknas de personkategorier som skall anses ha insynsställning; se ovan under 1.1.

Det är dessa personkategorier som enligt 10 § VML är skyldiga att till VPC (värdepapperscentralen) anmäla innehav och ändring av innehav av aktier i det bolag vari de har insynsställning. I den generella bestämmelsen om insiderbrott i 8 § används samma uppräkning, genom en hänvisning till 6 §, som subjektrekvisit. Beträffande kategorierna 3 och 6 uppställs i 8 § andra st och i 10 § andra st punkten 1 den ytterligare förutsättningen att vederbörande underrättats om sin insynsställning av bolaget enligt vad som stadgas i 15 § fjärde st eller 16 §.

Den speciella insiderbrotsbestämmelsen för uppköpsituationer, 7 §, har ett något vidare subjektrekvisit. Var och en som fått kännedom om en uppköpsförberedande åtgärd i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska person som skulle stå som köpare, hos målbolaget – i lagtexten kallat aktiemarknadsbolaget – eller hos någondera företagets moderföretag förbjuds där att handla med aktier i aktiemarknadsbolaget, liksom i det erbjudande bolagets – om detta är ett aktiemarknadsbolag – aktier. Vidare omfattas aktie- och andelsägare i målbolaget eller det erbjudande bolaget om vederbörande känner till åtgärden och hans innehav utgör minst fem procent av samtliga aktier/andelar eller har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av rösterna för samtliga sådana andelar eller aktier. I uppköpsituationer kan således till kretsen av bolagsinsiders komma att hänföras arbetstagare på alla nivåer i bolagen, långt utanför ledningskretsen, liksom personer som bara tillfälligt men just i uppköpsammanhanget har fått insyn i någondera bolagets verksamhet. Till sistnämnda kategori kan höra advokater, ekonomiska konsulter, personer som arbetar med finansiell tryckeriverksamhet, bankpersonal etc.

Något ansvar för *anstiftan* av eller *medhjälp* till insiderbrott enligt VML skall inte utdömas (28 § femte st). Förbuden i såväl 7 som 8 § gäller visserligen inte bara egen handel utan också handel för annans räkning liksom råd eller annat föranledande av annan till köp eller försäljning, men en person som inte själv

hör till de i lagrummen angivna kategorierna kan inte dömas till ansvar. En *tippee* kan för närvarande handla på basis av den information han fått utan att för egen del riskera mer än att hans vinning förverkas.<sup>1</sup>

Icke stadigvarande uppdragstagare i andra än uppköpssammanhang, t ex en konsult i en patentangelägenhet eller en geolog som används som expert i prövningen av en malmfyndighet, träffas inte av de nuvarande svenska insiderreglerna. Personer som av en tillfällighet kommer över ickeoffentlig information av kurspåverkande art kan ägna sig åt aktiehandel utan att ens riskera att få sin vinning förverkad. Offentliga tjänstemän med tidig kännedom om omständigheter som kommer att påverka aktiekurser kan likaså fritt handla på aktiemarknaden.

En utvidgning av kretsen av straffbara personer vid insiderhandel är dock att vänta. I direktiven till värdepappersmarknadskommittén heter det, att kommittén<sup>2</sup>

”– – inte endast bör överväga en utvidgning av insiderkretsen till de aktieplacerande institutionernas portföljförvaltare utan även till andra personkategorier, med eller utan direkt anknytning till ett aktiemarknadsbolag, som kan få kännedom om sådan ej offentliggjord information som kan påverka kurserna på aktier m m när den blir allmänt känd. Ett exempel på en sådan kategori är offentliga tjänstemän.”

Man ifrågasätter också om inte straffansvar bör införas som sanktion vid det existerande förbudet enligt fondkommissionslagen (1979:748) mot aktiehandel för egen räkning av anställda hos fondkommissionärer.

De amerikanska insiderreglerna är olika utformade vad gäller subjektrekvisit. Den s k short swing trading-bestämmelsen, som ju inte är någon straffrättslig regel, avser endast bolagsinsiders. Den speciella bestämmelsen i uppköpssituationer, rule 14e-3, uppställer ett förbud för var och en att handla med aktier i målbolaget på basis av ickeoffentlig väsentlig information om han vet eller borde veta att den förmedlats av någondera bolaget eller någon i en utvidgad krets av insiders i dessa (se ovan under 1.2). Rule 10b-5 innehåller inte någon begränsning av gärningsmannakretsen: ”It shall be unlawful for any person – –”. Att frågor om ansvar för andra än bolagsinsiders vållat problem i rättstillämpningen har inte berott på att författningstexten varit för snäv i detta avseende. Snarare har dess oklara och ”allomfattande” karaktär föranlett domstolarna till en restriktiv hållning av principiella skäl. I rättspraxis har så småningom klargjorts, att en *tippee* kan drabbas av ansvar för insiderbrott men att detta gäller endast under vissa bestämda förutsättningar. Supreme Court uttalade i *Chiarella*-domen att tippeens ansvar i sådana fall

1 Sedan lagändringen år 1987 kan bankinspektionen enligt VML 24 § första st punkten 6 begära in uppgifter i utredningssyfte från den som bedrivit aktiehandel, vilken kan antas ha föranletts av otillåtet råd eller därmed jämförlig åtgärd från en insider.

2 Dir 1987:11 s 6 f.

härleddes från tippens – bolagsinsiderns – *fiduciary duty*, och att tippeen är att betrakta som<sup>3</sup>

”a participant after the fact in the insider’s breach of a fiduciary duty”.

I *Dirks*-domen angav domstolen förutsättningarna härför, nämligen att insiders förmedlat information med ett<sup>4</sup>

”improper purpose of exploiting the information for their personal gain”.

Supreme Court hänvisar med instämmande till vad SEC anfört i fallet *Cady Roberts*.<sup>5</sup>

” – – a purpose of the securities laws was to eliminate ‘use of inside information for personal advantage’. – – Thus, the test is whether the insider personally will benefit, directly or indirectly, from his disclosure.”

Det är fråga om en objektiv prövning av domstolen av huruvida insidern ”tjänar” något på tipset, det må vara endast ”a reputational glow”. Personlig fördel har t ex en insider som ger ett tips som en gåva till en släkting eller vän, som sedan handlar. Sådant tipsande och därav föranlett handlande, anförr Supreme Court,<sup>6</sup>

” – – resemble trading by the insider himself followed by a gift of the profits to the recipient.”

Härutöver uppställs dock ett subjektivt krav: tippeen skall inse att insidern bröt sin *fiduciary duty* genom tipset. Detta subjektiva krav anses unikt, därför att det i motsats till övriga subjektiva rekvisit vid insiderbrott inte bara är en ”formsak”: det följer inte naturligt av tippeens handlande att han också haft det nödvändiga uppsåtet. Ty ett *krav på uppsåt* torde det vara som uppställs här, närmare bestämt ett krav på styrkt insikt hos tippeen om att tippens bröt en *fiduciary duty* genom att tillhandahålla honom informationen. Se härom vidare i 6 kap om de subjektiva kraven för ansvar.

Att den som handlar med värdepapper på basis av information från en insider uppfattas som en slags *hälare* är i viss mån märkligt. Det är ju först genom tippeens handlande som marknaden påverkas och som någon skada uppkommer för aktieägare utan motsvarande information. Det kunde synas naturligare att betrakta tippeen, den handlande, som huvudman/gärningsman och tippens/insidern som en medhjälpare/anstiftare. Om man emellertid lägger huvudvikten vid brytande av en *fiduciary duty*, vid trolöshetsmomentet, blir den amerikanska inställningen fullt logisk.

Ansaret för tippees är således inte så långtgående som SEC velat hävda,

3 Referatet s 230 not 12.

4 Referatet s 659.

5 Referaten s 662 (*Dirks*) respektive s 912 not 15 (*Cady Roberts*).

6 Referatet s 664 (*Dirks*).

nämligen ett mer eller mindre automatiskt övertagande av insiders skyldighet att *abstain or disclose*. Men det är uppbyggt så att ansvar ofta kan styrkas när det föreligger någon slags relation mellan tipporn och hans tippee, såsom släktskap, vänskap eller någon form av beroende. I *Dirks*-fallet var det en f d anställd i Equity Funding som tipsade analytikern Dirks, och tipporns syfte var att få Dirks' hjälp att avslöja företagssvindeln. Det nödvändiga sambandet mellan tipper och tippee som krävs för att göra tipset till ett förtroendebrott ansågs där inte föreligga.

En kategori tippees får enligt vad Supreme Court uttalar i en fotnot i *Dirks*-domen<sup>7</sup> en *egen fiduciary duty* direkt genom sin ställning. Därmed blir de omfattade av förbudet att handla på basis av eventuell information som de erhåller genom sin ställning:

"Under certain circumstances, such as where corporate information is revealed legitimately to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation, these outsiders may become fiduciaries of the shareholders. The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired nonpublic corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purposes. – – – When such a person breaches his fiduciary relationship, he may be treated more properly as a tipper than a tippee. – – – For such a duty to be imposed, however, the corporation must expect the outsider to keep the disclosed nonpublic information confidential, and the relationship at least must imply such a duty".

Denna kategori potentiella gärningsmän betecknas ofta som *temporary insiders* eller *quasi-insiders*.

Även när information gått genom flera led innan den använts som grund för aktiehandel kan ansvar följa enligt USA:s insiderregler:<sup>8</sup>

"When the tippee is several times removed from the person to whom the tipper gave such information, it may be necessary to impute the fiduciary obligation of the original tipper through the chain of tippers in order to impose liability on the remote tippee."

Det är den handlande – tippeen – som direkt utpekats som ansvarig i den till rule 10b-5 kopplade bestämmelsen om civil penalty på upp till tre gånger den uppburna vinsten eller den undvikna förlusten, section 21 (d)(2)(A) av Securities Exchange Act. Men där stadgas också motsvarande ansvar för

"any person aiding and abetting the violation of such person".

Straffbestämmelsen till rule 10b-5, section 32 av Securities Exchange Act, synes tillämplig direkt på såväl tipper som tippee. Specialbestämmelsen vid

7 "Footnote 14", s 655 i referatet, välkänd att döma av uttalanden av Gary G Lynch i intervju i American Bar Association Journal den 1 mars 1988 s 43.

8 Bloomenthal vol 3 A s 9–95.

uppköpsituationer, rule 14e-3, talar uttryckligen om båda ”rollerna”:

”– –to purchase or sell or cause to be purchased or sold – –”.

Osäkerhet råder i USA idag framför allt om ansvarigheten hos den kategori som brukar betecknas som (*true*) *outsiders*, dvs personer som kommer över väsentlig ickeoffentlig information om ett företag utan att själva vara ens *temporary insiders* och utan förmedling av någon i insiderställning. Chiarella är ett exempel på en sådan person: den underordnade anställd hos en uppdragstagare (en finansiell tryckare), som kommer över information som inte är avsedd för honom. Ett annat exempel är journalisten Winans i Carpenter-fallet. *Abstain or disclose*-teorin duger inte att göra sådana personer ansvariga, eftersom de inte har någon *fiduciary duty* till (aktieägarna i) det företag i vars aktier de handlar. *Misappropriation*-teorin hävdas av SEC som grund för att insideransvaret täcker dessa slags personer, men något auktoritativt avgörande har som ovan redovisats inte kommit än i denna fråga.

I det framlagda förslaget till legaldefinition av insiderbrott har SEC täckt upp även de nämnda typerna av ”outsiders”. I en i enlighet med USA:s lagstiftningstradition mycket detaljerad reglering anges subjektrekvisitet allomfattande – ”any person” – medan de förbjudna förfarandena anges genom krav dels på att handel skall ha skett ”while in possession of material, nonpublic information”, dels genom en uppräknings lista av olika sätt att tillägna sig respektive använda sig av information vilka skall anses ”wrongful” eller medföra att handeln blir att anse som ”wrongful”. Det skall (direkt eller indirekt) vara fråga om<sup>9</sup>

”theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electronic or – – other means) or conversion, misappropriation, or any other breach of a fiduciary duty, breach of any personal or other relationship of trust and confidence, or breach of any contractual or employment relationship.”

Något som uppenbarligen kommer att lämnas utanför med denna definition är handel på basis av *slumpvis* erhållen information, exempelvis handel av en person som fotbollstränaren i fallet Switzer. Antagligen skulle den inte heller omfatta handel av någon som fått informationen i förtroende av helt legitima skäl av en bolagsinsider, såsom hustrun i det nämnda fallet (där skälet uppgavs ha att göra med planeringen av barn tillsyn).

En kategori som SEC är speciellt angelägen att hålla utanför i sin definition är *marknadsanalytiker*. Dessas betydelse för värdepappershandeln hade Supreme Court redan betonat i sin dom i fallet *Dirks*.<sup>10</sup> Dess metod att hålla information till analytiker utanför var att uppställa kravet på att tipparna haft

9 Securities and Exchange Commission. Proposed Insider Trading Bill. Nov 18, 1987.

10 Referatet s 662.

”personal gain” av sitt tipsande. Enligt lagförslaget ersätts detta krav med ovannämnda krav på ”wrongfulness”:<sup>11</sup>

”The legislation thus protects routine communications to and from analysts – *i e*, communications not in breach of a duty. A corporate officer would not violate the tipping prohibition by communicating information to an analyst, if he does not knowingly or recklessly breach the officer’s duty to the corporation or its shareholders. Moreover, a corporate officer, just as any other person who communicates information, would not violate the tipping prohibition if he did not know or recklessly disregard that the information was material and nonpublic. Further, the analyst’s subsequent communication of that information to clients normally would not violate the tipping prohibition, since the typical relationship of an analyst or investment manager with an issuer and its officers does not constitute ”a fiduciary duty, personal relationship of trust and confidence, or contractual or employment relationship.”

SEC avser inte heller att hindra analytikerna att arbeta enligt vad som brukar kallas ”mosaikteorin”:<sup>12</sup>

”Analysts collect information from numerous sources in order to understand a company or industry. While many individual pieces of information known to the analyst may not be material in themselves, often by putting together a number of nonmaterial or public facts the analyst may be able to construct a ”mosaic”, which leads to a conclusion that may be of material significance.”

Sådan information skall analytikern fritt få ta fram och förmedla till klienten.

Förslaget avgränsar det straffbara området efter samma principer som hävdades av dåvarande ordföranden i Supreme Court Chief Justice Burger i hans dissens i Chiarella-målet:<sup>13</sup>

”As a general rule, neither party to an arm’s-length business transaction has an obligation to disclose information to be other unless the parties stand in some confidential or fiduciary relation. – – – This rule permits a businessman to capitalize on his experience and skill in securing and evaluating relevant information; it provides incentive for hard work, careful analysis, and astute forecasting. But the policies that underlie the rule also should limit its scope. In particular, the rule should give way when an informational advantage is obtained, not by superior experience, foresight, or industry, but by some unlawful means.”

Det är *misappropriation*-teorin man nu vill kodifiera.

Tekniken med en precisering av subjekten vid insiderbrott är naturlig i den mån man som grund för straffansvaret ser ett *brytande av en förtroendeplikt*. Det blir då lagstiftarens uppgift att ange de personkategorier som har sådan ställning att handel för deras del blir ett brott mot en sådan plikt. Redan detta

11 Securities and Exchange Committee. Proposed Language for Inclusion in Committee Report on Insider Trading Definition. Febr 8, 1988.

12 Nämnda skrivelse s 14 f och fallet Elkind v Liggett & Myers, Inc, referatet s 165.

13 Referatet s 239 f.

innebär svårigheter, särskilt i en rättsordning som den svenska, där man inte har ett utvecklat system av regler om *fiduciary duty* inom bolagsrätten på samma sätt som i USA. En oklarhet skapas vidare av att man utgår från det förtroendeförhållande som råder mellan värdepappersutställaren och vissa personer men förklarar sig även avse andra relationer, såsom i Carpenter-fallet förhållandet mellan den handlande och hans arbetsgivare – tidningen –, vilken inte hade någon koppling vare sig till värdepappren eller den aktuella transaktionen. För att kunna ingripa mot *offentliga tjänstemän* som utnyttjar förhandskunskap om kurspåverkande omständigheter – t ex ett kommande räntebeslut – hänvisar man till dessas relation till alla medborgare i samhället.<sup>14</sup> Handel på tips av personer i förtroendeställning inbegrips genom ett resonemang om att tippeen övertar tippens förtroendeplikt; här kan det bli fråga om kedjor av övertagande. Handel på basis av slumpvis förvärvad information kan man inte beivra, liksom inte heller handel på basis av legitimt förvärvad information av den som inte intar någon som helst förtroendeställning.<sup>15</sup>

Om man i stället väljer att betrakta insiderbrott primärt som riktade mot *motparten* vid aktietransaktionen bortfaller argumentet för att bestämma brottssubjektet till vissa personkategorier. Uppgiften blir då i stället att ange de informationsfördelar vilkas utnyttjande skadar motparten på ett sätt som motiverar ansvar. Hur detta skulle kunna göras för svensk rätts del diskuteras nedan i kapitel 9. Dessförinnan återstår att behandla ytterligare några speciella aspekter på insiderregleringen, bl a de subjektiva kraven.

14 Langevoort s 97: "While the official owes no fiduciary duty to the issuer's shareholders *qua* shareholders, those investors could be viewed as members of a broader class – the country's citizens – to whom the official does owe much the same duty of fair dealing. Like the corporate insider, the government official has an advantageous position as compared to the persons whom he is charged with serving. Thus, the principle of unjust enrichment applies as well in that case."

15 Jfr EG-kommissionens Proposed Directive on the Control of Insider Trading, European Business, April 1987 s 4: "Originally, it had been intended to confine the scope of the Directive to a specified list of 'primary insiders'. – – – The recent cases of insider trading on international markets, notably in USA, have however highlighted the role of the 'secondary insider' or 'tippee' – – –."



## Kap 6. Subjektiva krav vid insiderbrott

Den svenska VML:s insiderbestämmelser förutsätter grov oaktsamhet för att ansvar skall kunna utdömas enligt 28 §. Där stadgas i två olika stycken ansvar för uppsåtligt respektive grovt oaktsamt brott mot bestämmelserna i 7 eller 8 §§. Lagtekniskt förklaras detta av att en särskild straffskala för grovt brott har ansetts erforderlig endast vid uppsåtligt brott.

Uppsåt krävs dock alltid beträffande informationen som sådan; i 7 § talas om den som "fått kännedom om" respektive "känner till" den uppköpsförberedande åtgärden, i 8 § används formuleringen "när han känner till" omständigheten. I propositionen slås fast att<sup>1</sup>

"– –den som faktiskt saknat kännedom om ett förestående förvärvserbjudande eller sådan väsentlig omständighet som avses i 8 aldrig kan fällas till ansvar för överträdelse av något av förbuden."

Likaså torde det krävas minst eventuellt uppsåt hos insidern att föranleda annan till en transaktion. Det räcker, däremot, att han var grovt oaktsam i avseende på informationens ickeoffentliga karaktär. I sistnämnda avseende uttalas i propositionen:

"Grov oaktsamhet kan exempelvis föreligga då en person i insynsställning gör affär som avses i 8 § fastän han saknat anledning till antagande att offentliggörande skett. Om ingen indikation förekommit på att en väsentligt kursdrivande omständighet offentliggjorts, är ansvarsförutsättningen således normalt uppfylld."

Formuleringen för tanken till en omvänd bevisbörda, vilket det inte är fråga om. Den klargör inte heller gränsen mot uppsåtligt brott: om insidern saknat anledning anta att offentliggörande skett kan han ha haft ett eventuellt uppsåt i detta avseende och således vara att döma enligt 28 § första st.

Själva sälj- eller köptransaktionen torde inte heller behöva vara täckt av mer än grov oaktsamhet; man kan t ex tänka sig att en insider lämnat en mäklare ett uppdrag innan han fått kännedom om omständigheten och sedan av grov oaktsamhet underlåter att återkalla uppdraget. Det torde inte heller krävas mer än grov oaktsamhet till att omständigheten skulle ha kurspåverkande karaktär. Departementschefen uttalade i propositionen att grov oaktsamhet kan

"– –vara för handen om insidern förväntat sig att omständighetens offentliggörande skulle medföra en kursförskjutning men inte varit medveten om att en omständighet av ifrågavarande slag erfarenhetsmässigt medför en kursrörelse av den storleksordning som förutsätts i 8 §."

Som nedan belyses är det dock i regel möjligt att av insiderns agerande dra slutsatsen att han insett dess kurspåverkande effekt.

Allmänt anges i propositionen att personer som omfattas av den vidare

1 Prop 1984/85:157 s 107; där återfinns också de här nedan närmast följande citaten ur prop.

subjektbestämningen i 7 § och som utövar verksamhet på en lägre nivå i något av de företag som avses däri endast undantagsvis bör anses ha förfarit grovt vårdslöst.

Den amerikanska *short swing trading*-bestämmelsen – section 16 i Securities Exchange Act – uppställer inte något subjektivt krav för att förverkandepåföljden skall få utdömas. Bl a därför har den betraktats som en idealisk reglering. När det gäller straffrättsligt ansvar, framför allt individuellt ådömda straffpåföljder, förutsätter dock de flesta rättsordningar någon form av ansvarsbegränsning med hänsyn till gärningsmannens subjektiva inställning.

Det blir naturligtvis av stor betydelse för straffansvarets omfattning huruvida man väljer att kräva uppsåt eller bestämmer det subjektiva kravet till någon form av oaktsamhet. För en skandinav är det förvånande hur lite uppmärksamhet man tycks ha fäst vid den frågan vid utformningen och tolkningen av insiderregleringen i USA.

Varken lagtexten eller förarbetena till section 10 (b) ger något svar på frågan vilket subjektivt krav som skall ställas för ansvar grundat därpå. Den med stöd av section 10 (b) utfärdade rule 10b-5 tiger också på den punkten. Rättspraxis har levererat ett tvetydigt svar. I fallet *Ernst & Ernst v Hochfelder* konstaterade Supreme Courts majoritet att<sup>2</sup>

”(a)lthough the extensive legislative history of the 1934 Act is bereft of any explanation of Congress’ intent, we think the relevant portions of that history support our conclusion that § 10 (b) was addressed to practices that involve some element of scienter and cannot be read to impose liability for negligent conduct alone.”

Sju år senare uttalade Supreme Court – i fallet *Dirks*, där samme ledamot, Justice Powell, dikterade majoritetens dom – att<sup>3</sup>

”– – – a tippee assumes a fiduciary duty to the shareholders of a corporation not to trade on material nonpublic information only when the insider has breached his fiduciary duty to the shareholders by disclosing the information to the tippee and the tippee knows or should know that there has been a breach.”

De till synes svårförenliga uttalandena kan möjligen förstås så att en subjektiv inställning svarande mot vad vi räknar som *eventuellt uppsåt* erfordras: ansvar förutsätter att den handlande insåg möjligheten (av att han respektive hans tipper bröt en fiduciary duty) och skulle ha handlat som han gjorde även om han varit säker på att så var fallet.<sup>4</sup> Många domstolar har dock tolkat Supreme

2 Referatet s 201.

3 Referatet s 660 (kursiveringen gjord här).

4 Jfr Court of Appeals’ dom i fallet *Elkind v Liggett & Myers, Inc*, referatet s 167: ”The Supreme Court defined scienter as ”knowing or intentional misconduct – – –, leaving open the possibility that recklessness might suffice, – – –. We need go no further than the term ”knowing” to resolve this case. One who deliberately tips information which he knows to be material and non-public to an outsider who may reasonably be expected to use it to his advantage has the requisite scienter”.

Court så att medveten culpa – recklessness – är tillräcklig för ansvar enligt rule 10b-5. Analytikern Dirks, som fick kännedom om oegentligheterna i Equity Funding av en f d anställd där, dömdes i Court of Appeals för medverkan (aiding and abetting) till brott enligt rule 10b-5 för att han vidarebefordrat informationen till klienter, som sedan sålt sina Equity Funding-aktier. Domstolen uppehöll sig vid frågan om subjektiv täckning, sedan den funnit de objektiva ansvarsförutsättningarna uppfyllda. Man konstaterade att recklessness är tillräcklig,<sup>5</sup> men man förde ett resonemang som är ett klart exempel på vad vi kallar eventuellt uppsåt. Det återges här i sin helhet, eftersom det så väl belyser hur ett eventuellt uppsåt kan beläggas:<sup>6</sup>

”Dirks cannot maintain, however, that he did not know that his clients would sell their Equity Funding stock on the basis of his information without making a disclosure, and his arguments about recklessness or his good faith in trying to get the Wall Street Journal to publish a story miss the point about what he did that was wrong. Dirks was in the securities business. He made his living collecting information, analyzing it, and selling his work product to investors who would consider it valuable. The record shows that Dirks spent almost half his working hours in Los Angeles on the phone to clients or potential clients, telling them about Equity Funding. The record also shows that Dirks expected to be compensated for his efforts, and that indeed he was compensated by some of those to whom he passed information. The only basis upon which he could have expected compensation was that his clients would consider his information worth paying for, and the only information his clients were willing to pay for was information that would help them make money in the securities markets. The Equity Funding information would have been worth little to them unless they could sell their holdings, and it would have lost most of its value if they had disclosed it before selling.”

Beträffande den med rule 10b-5 nästan likalydande section 17(a) i Securities Act, som enbart tar sikte på säljtransaktioner, har Supreme Court kommit fram till en anmärkningsvärd ståndpunkt. ”Knowing or intentional conduct” har befunnits erforderligt för ansvar enligt punkten (1) i bestämmelsen, som handlar om att ”employ any device, scheme, or artifice to defraud”, medan de två andra punkterna, om att ge missledande upplysningar respektive att utöva någon ”act, practise or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit”, inte ansetts innehålla något ”scienter requirement”.<sup>7</sup> Som ovan nämnts är det dock tveksamt vilken roll section 17(a) spelar vid sidan av rule 10b-5.

Rule 14e-3, den speciella regeln för uppköpsituationer, är klarare i avseende på de subjektiva kraven. Där anges att vederbörande måste ha känt

5 Court of Appeals i Dirks-fallet, Federal Reporter, 2d Series, vol 681 s 844: ”– – – the overwhelming rule in the Courts of Appeals – – – is that recklessness satisfies the rule 10b-5 scienter requirement.”

6 Federal Reporter, 2d Series, vol 681 s 845 f.

7 Aaron v SEC, referatet s 695 ff.

till eller haft anledning känna till att informationen var *nonpublic* och att den emanerade från någon av de i stadgandet uppräknade källorna (se ovan under 1.1). Visserligen definierar lagen inte vad "reason to know" innebär, men detta är en standard som är relativt väl utvecklad i amerikansk rätt. SEC har hävdad att formuleringen implicerar

"a duty of inquiry by a person in possession of facts sufficient to raise the suspicion of a reasonable person".

*Rättsvillfarelse* – okunnighet om insiderförbudet eller dess räckvidd i något hänseende – friar i princip inte från ansvar. Enligt straffbestämmelsen till rule 10b-5 kan dock den som visar att han varit ovetande om regleringens existens inte ådömas fängelse. Den betydande oklarheten om ansvarets räckvidd har föranlett vissa författare att ifrågasätta om inte rättsvillfarelse borde kunna tillmätas ansvarsbefriande verkan.<sup>8</sup> Även domstolarna har åberopat lagstiftningens vaghet i ansvarsbegränsande syfte, dock inte med direkt avseende på verkan av rättsvillfarelse. I *Chiarella*-målet polemiserade Supreme Courts majoritet mot en dissens av Justice Blackmun bl a med argumentet att dennes tolkning av section 10(b)<sup>9</sup>

"– – – would raise questions whether either criminal or civil defendants would be given fair notice that they have engaged in illegal activity."

När det gäller strafflagstiftning hänvisar man till fallet *Conally v General Construction Company*, där Supreme Court uttalade att<sup>10</sup>

"– – – the terms of a penal statute creating a new offense must be sufficiently explicit to inform those who are subject to it what conduct on their part will render them liable to its penalties – – – a statute which either forbids or requires the doing of an act in terms so vague that men of common intelligence must necessarily guess at its meaning and differ as to its application violates the first essential of due process of law."

En förklaring till att så relativt lite finns dokumenterat om de subjektiva rekvisiten för insideransvar i USA är att de objektiva kraven utformats så att det inte blir så stort utrymme för diskussioner om subjektiv täckning. Kravet att informationen skall vara *material* är i regel "självpuppfyllande", såväl objektivt, genom att den konstateras ha haft viss inverkan på kursen då den blev känd, som subjektivt, genom insiderns eget beteende. Belysande är följande konstaterande av SEC i fallet *Cady Roberts*:<sup>11</sup>

"It was obvious that a reduction in the quarterly dividend by the Board of Directors was a material fact which could be expected to have an adverse impact on the market price

8 Så t ex Silver i Duke Law Journal 1985 s 987.

9 Referatet s 235 not 20.

10 Referatet s 391.

11 Referatet s 911 f.

of the company's stock. The rapidity with which (G) acted upon receipt of the information confirms his own recognition of that conclusion.”

Ansvar för en tippee grundas på att tippern brutit en förtroendeplikt. I sådana fall, som t ex fallet *SEC v Switzer*, där informationen erhållits av en slump, blir det därmed aldrig anledning gå in på frågan om den handlande insåg att han inte hade rätt att utnyttja vad han hört.

Om man konstruerar insideransvaret som ett *brott mot motparten* i transaktionen blir det mycket betydelsefullt för ansvarets omfattning vilka subjektiva rekvisit man uppställer. Avvägningen av hur långtgående ansvaret bör vara är naturligtvis en politisk fråga. Den ovan preciserade grunden för att stadga ansvar för insiderhandel ger i och för sig utrymme både för en begränsning av straffansvaret till uppsåtligt handlande och för ett vidare culpa-ansvar. Ett uppsåtskrav vållar ofta svårigheter vid lagföringen, med hänsyn till att åklagaren har bevisbördan även för detta ”inre” faktum. Den med nödvändighet sofistikerade gränsdragning det måste bli fråga om mellan tillåtna och icke tillåtna informationsfördelar talar dock för att ansvaret begränsas till uppsåtligt handlande; kraven på börsaktörerna kan annars komma att uppfattas som orimligt högt.

En möjlighet är att man, efter amerikanskt mönster men med en *straffrättslig* utformning, stadgar ett särskilt ansvar för bolagsinsiders kortfristiga spekulerande i bolagets eller närstående bolags aktier och där endast kräver oaktsamhet. Ett strängare ansvar skulle då kunna stadgas för uppsåtlig insiderhandel; detta ansvar skulle lämpligen ”ta över” det nämnda *short swing trading*-stadgandet då insiderhandel kunde styrkas. Vilken inställning man har till frågan om subjektiva krav har betydelse för bedömandet av om brottsbalkens bedrägeribestämmelser kan utnyttjas mot insiderhandel. Diskussionen härom fortsätter i kapitel 9 nedan.

## Kap 7. Kontroll och uppföljning av den straffrättsliga regleringen

USA:s Securities and Exchange Commission framstår som en mycket effektiv övervakare av handeln med värdepapper. Kommissionen har en livaktig normgivnings- och lagföringsverksamhet inom i lag givna kompetensområden. SEC "dömer" över företag registrerade hos kommissionen, företag som söker registrering och personer knutna till dessa båda kategorier av företag. Den har också varit initiativtagare på lagstiftningsområdet. Är ett sådant organ idealiskt, ja kanske rent av nödvändigt för att en reglering av insiderhandel över huvud taget skall vara meningsfull?<sup>1</sup>

För en utländsk iakttagare ter sig SEC som ett visserligen kraftfullt men ur rättssäkerhetssynpunkt tvivelaktigt organ. Mot SEC, liksom mot andra *federal agencies*, har riktats kritik av innebörd att det är olyckligt att ge ett och samma organ reglerande, utredande och dömande funktioner.<sup>2</sup> Riskerna för att systemet skall missbrukas och att rättssäkerheten skall sättas i fara är alltför stor. Dessa farhågor skall närmare illustreras i det följande.

En undersökning visar att SEC i sitt val av arbetsinriktning behandlar olika kategorier av aktörer på börsen olika. Före *Chiarella*- och *Dirks*domarna valde SEC mera sällan att initiera straffrättsligt förfarande. Efter dessa domar har SEC blivit aggressivare i fråga om straffrättsliga utredningar och initieranden av åtal. Detta gynnar enligt undersökningen "market professionals" på bekostnad av deras konkurrenter, som i och för sig besitter "bättre" information, *corporate insiders*.<sup>3</sup>

Det är svårt att få en riktig bild av hur SEC arbetar när det gäller att få fram fall som följs upp. Man erkänner inte att man prioriterar eller sällar i verklig mening; snarare ger man intryck av att vad som faktiskt kommer till SEC:s kännedom också följs upp. Onekligen har under senare år organisationen haft ett antal mycket omfattande fall, som rört vinster av miljonstorlek och dessutom involverat personer i framstående positioner. Men man har också fullföljt ett betydande antal mindre fall, där vinsterna kanske endast uppgått till något tiotal tusen dollar.<sup>4</sup>

På senare tid har SEC mött svårigheter i sina utredningar genom att de hörda personerna blivit mindre tillmötesgående med information, både om eget och om andras agerande. Från SEC:s sida uppfattas saken så, att de

1 "The sweeping mandate manifest in the securities laws would be all but meaningless were it not for the broad investigatory and enforcement powers created under the statutory scheme". Court of Appeals' dom i fallet SEC v Materia, referatet s 200.

2 Se Farnsworth s 137.

3 Haddock och Macey i *Journal of Law and Economics* 1987 s 311 ff.

4 Gary Lynch, Director of Enforcement vid SEC, i en tidningsintervju i *American Bar Association Journal* den 1 mars 1988 s 42. Som exempel kan nämnas att åtal väckts för ett fall av insiderhandel, där vinsten endast uppgick till \$5,000, mot en 62-årig mäklare i Connecticut (*Wall Street Journal* den 28 april 1988).

stränga ingripandena i ett antal uppmärksammade fall "skräm" till tystnad, och att de hördas juridiska rådgivare inte längre förordar öppenhet mot myndigheterna. Denna utveckling kan vara intressant att notera för den som till äventyrs ser de amerikanska "förhandlings"-möjligheterna inför och i process som något att eftersträva på insiderområdet – kanske just med hänvisning till SEC:s "framgångar" i t ex Boesky-fallet.

Frågan hur insiderhandel kan och bör *efterforskas* kan synas falla helt utanför en straffrättslig framställning; den kräver framförallt ingående kunskaper om hur värdepappersmarknaden fungerar. Här skall endast några anmärkningar göras.

Det finns amerikanska undersökningar som visar, att sambandet mellan kraftiga prisfluktuationer vid viktiga händelser i börsbolag, t ex uppköp, och insiderhandel inte alls är enkelt. Till stor del anses sådana förändringar bero av legitima omständigheter, bl a marknadens samlade förråd av förväntan, rykten m m. *The runup index* (= den procentuella prisökningen av en aktie fram till börsens stängning dagen före offentliggörandet av ett uppköpsbud) förklaras till betydande del av budgivarens "foothold"-förvärv och mediaspekulationer.<sup>5</sup>

Det förefaller icke desto mindre befogat att kontroller sker av handel med aktier i ett uppköpsbolag före offentliggörandet av budet.

Ett led i en sådan kontroll är registrering av värdepappersinnehav och -transaktioner beträffande vissa fysiska och juridiska personer. Sådan registrering förekommer som nämnts i flertalet insiderregleringar, bl a i den svenska VML. Det kan diskuteras om detta är en alltför begränsad skyldighet. Personer med insynsställning i ett bolag får ju ofta tidig tillgång till information beträffande andra bolag och anmälningsskyldigheten underlättar inte upptäckten av insidertransaktioner beträffande sådana bolags aktier. Helt andra kategorier, t ex vissa offentliga tjänstemän, är generellt intressanta ur insiderhandelperspektiv. Syftet med anmälningsskyldigheten och den därvid kopplade registreringen är kanske dock i första hand inte att förebygga och befrämja upptäckten av insidertransaktioner. Som Egnell påpekar i sin rapport till det 31 nordiska juristmötet<sup>6</sup> ger registreringen en möjlighet att följa uppbyggnaden av stora aktieinnehav. Därmed får även utomstående en möjlighet att förutsäga take-overs, något som skulle främja jämspelheten mellan olika aktörer på värdepappersmarknaden.

Bankinspektionen är en statlig myndighet med i jämförelse med SEC blygsam storlek och – på börsområdet – begränsad ambitionsnivå. Den leds av en styrelse bestående av en generaldirektör och högst sex ytterligare personer.

5 Se Netter m fl s 18 f.

6 Egnell i Förhandlingarna vid Det 31 Nordiska Juristmötet i Helsingfors 19–21 augusti 1987, del 1 s 205.

Verksamheten betalas inte med skattemedel utan med bidrag från dem som står under inspektionens tillsyn, främst bankerna.

För närvarande har bankinspektionen således inte ställning som en central myndighet med uppgift att utöva en allmän tillsyn över värdepappersmarknaden. Icke desto mindre torde dess existens och dess om än begränsade uppgifter i detta avseende, främst tillsynen över fondbörsen, ha till följd att kontroll av värdepappersmarknaden och dess aktörer uppfattas som inspektionens "bord". Andra organ, såsom polis och åklagare, har inte anledning att på eget initiativ undersöka förhållanden på börsområdet.

De brott som behandlas i denna undersökning, insiderbrott och svindleri, liksom de brottsbalksbrott som kan aktualiseras vid insiderhandel (bedrägeri, ocker och trolöshet mot huvudman) faller alla under allmänt åtal enligt svensk rätt. VML:s insiderbrott förutsätter emellertid för sådant åtal ett *medgivande av bankinspektionen* (32 §). En sådan ordning är inte ovanlig internationellt sett. I England förutsätter åtal enligt Companies Act tillstånd av regeringen, vilket kan meddelas antingen av the Secretary of State eller the Director of Public Prosecutions.<sup>7</sup>

Bestämmelser som ger ett annat organ, vid sidan av det allmänna åklagarväsendet, beslutanderätt i åtalsfrågor har klara nackdelar ur rättbildningssynpunkt. Prövningen kan göras från fall till fall, på ett sätt som kan förefalla lämpligt ur praktisk och kanske också politisk synpunkt. Men priset är att någon rättbildning över huvud taget inte sker – om inte organets egen ambitionsnivå är mycket hög. Någon ökad klarhet om gränsen mellan otillåtet och tillåtet handlande skapas inte och den preventiva verkan av regleringen blir därmed svag.

När det gäller svensk insiderhandel har bankinspektionen uttryckligen ålagts en stor restriktivitet i lagföringen:<sup>8</sup>

"Överlämnande till åtal torde endast komma att ske undantagsvis och i huvudsak endast i allvarliga fall."

Sållningen har i lagen getts formen av en särskild ansvarsfrihetsgrund (28 § fjärde st):

"I fall som kan antas sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller som annars är ringa skall inte dömas till ansvar enligt första eller tredje stycket."

Straffbuden i VML har hittills tillämpats i ett mycket begränsat antal fall. Främst har det gällt brott mot anmälningsplikten. Stockholms tingsrätt dömde under våren 1988 ett antal personer i den tidigare ledningen för Fermenta AB

7 2 § i The Company Securities (Insider Dealing) Act av år 1985.

8 SOU 1984:2 s 14; jfr s 132.



till bötesstraff (10, i ett fall 20 dagsböter) för sådana brott.<sup>9</sup>

Enligt min mening bör bankinspektionens rätt att bestämma om åtal enligt VML slopas. Utöver vad som nyss sagts kan som skäl härför anföras, att insiderhandel kan aktualisera andra straffbestämmelser – t ex bedrägeri och trolöshet mot huvudman – vid vilka bankinspektionen inte skall pröva åtalsfrågan. Verkan av bestämmelsen i VML torde dock oundgängligen bli, att initiativet även vid sådana bedömningar lyfts bort från åklagarna. Därmed faller en hel del av regelsystemet på detta område mellan olika stolar, med ty åtföljande ineffektivitet.

Det sagda innebär inte att bankinspektionens roll i lagföringen för hithörande gärningar bör minskas – tvärtom. Det är uppenbart att utredning av insiderförfaranden och andra misstänkta brott inom värdepappershandeln kräver specialkunskap som inte finns generellt vid åklagarmyndigheterna. Framgångarna i kampen mot insiderbrottslighet i USA förklaras till stor del av att SEC utgör en så stark organisation med omfattande utredningsresurser – numera även regionalt över hela USA. Den amerikanska lösningen torde dock inte passa för vårt land. Vad man enligt min mening i stället bör sträva efter är att brott på värdepappershandelsområdet blir en naturlig arbetsuppgift för åklagare med utnyttjande av de specialistkunskaper som har skapats inom den kåren under det senaste decenniets fokusering på den ekonomiska brottsligheten, men att dessa i sitt utredningsarbete får biträde av bankinspektionen. Inom denna borde kunna byggas upp en utredningsfunktion, hos vilken erfarenheter kan samlas och insatserna samordnas. Inspektionen – som med sådan vidgad funktion vad beträffar värdepappersmarknaden bör ges en lämpligare beteckning – bör också ha en övervakande funktion som gör det möjligt att upptäcka brott. Hur fördelningen mellan fondbörsen och inspektionen av denna *stock-watching*-uppgift skall bestämmas är en praktisk fråga som faller utanför denna undersöknings ram. Den sammanhänger dock med den i del II av denna undersökning diskuterade frågan om hur informationsgivningen från företagen till värdepappersmarknaden bör vara organiserad. Det är möjligt att bankinspektionen – eller snarare en myndighet som skulle

9 Stockholms tingsrätt, avd 17, den 12 april 1988 DB 111–114. En person frikändes från ansvar för sådant brott med motiveringen att mer än två år förflutit från såväl försäljningen som utgången av fristen för anmälningsskyldighetens fullgörande (DB 115). Åklagaren har fullföljt talan mot såväl denna dom som mot en av de andra – där åtalet delvis ogillades – under åberopande av att bedömningen av preskriptionsfrågan bör göras på annat sätt. I övrigt har åklagaren överklagat i påföljdsdelen; enligt hans uppfattning har tingsrätten genom att bestämma antalet dagsböter så lågt markerat att ett försvårande av bankinspektionens kontrollverksamhet inte är allvarligt. I några fall har åklagaren beslutat att inte inleda förundersökning i anledning av bankinspektionens åtalsanmälan. Ytterligare fall är under utredning. Bankinspektionen ifrågasätter om inte vissa försäljningar utgjort brott mot 8 § VML. Som omständigheter vilka medfört förbud att handla anför inspektionen dels revisorernas (Fermentas egna och fondbörsens) påpekanden om vissa redovisningsposter, dels ett styrelsesammanträde vid vilket dessa påpekanden behandlats och vissa andra händelser inträffat.

ersätta denna på värdepappersmarknadsområdet – borde ges en uppgift liknande SEC:s som mottagare och tillhandahållare av sådan information. Därmed skulle detta organ kunna övervaka värdepappersmarknaden kontinuerligt och ha möjligheter upptäcka insiderförfaranden snabbt.

En åtgärd på lagstiftningssidan, vilken skulle kunna befrämja upptäckten och lagföringen av insiderbrott, vore att reglera dessa som brott mot enskild. Genom att motparten i transaktionen gjordes till *målsägande* med rätt att föra talan om skadestånd skulle – som på andra ställen i denna undersökning diskuteras – antagligen en effektivitetsvinst kunna uppnås.

De som förespråkar enbart självsanering på börsområdet får således inte stöd här. Etisk normgivning kan vara berättigad av flera skäl, bl a för att motverka brott, men den kan inte ersätta en straffrättslig reglering när en klar kriminaliseringsgrund kan påvisas. Att, som professor Marc Steinberg förordat för svenskt vidkommande, ge börsstyrelsen en starkare ställning, med rätt att kalla vittnen, beslagta bevismaterial etc, är enligt min mening inte acceptabelt.<sup>10</sup>

10 Steinberg i *Maryland Journal of International Law and Trade* 1987 s 187.

## Kap 8. Sanktioner vid insiderbrott

Sanktionsnivån vid insiderbrott enligt svensk rätt är internationellt sett mycket låg. De till reglerna om registreringsskyldighet knutna straffstadgandena medger utdömande av fängelse i upp till sex månader. Det normala straffet är dock böter (29 § VML).<sup>1</sup> För brott mot den speciella respektive den generella bestämmelsen om insiderhandel (7 respektive 8 § VML) är straffet likaså böter eller fängelse i högst sex månader (28 § första och tredje st). Det finns dock en särskild straffskala för grovt sådant brott, i vilken bötesstraff inte ingår och där fängelsetiden kan uppgå till två år; det är alltså samma straffskala som t ex vid normalfall av bedrägeri, trolöshet mot huvudman och skattebedrägeri. Huruvida insiderbrott är grovt skall bedömas med hänsyn till värdepappersaffärens omfattning och andra omständigheter. Endast uppsåtliga brott kan bedömas som grova.

Utredningen hade angett som ett riktmärke att grovt brott skulle vara för handen då ett köp eller en försäljning avsett aktier värda mer än 100 000 kr.<sup>2</sup> Departementschefen delade emellertid den av bankinspektionen i remissvar framförda åsikten att gränsen borde sättas betydligt högre:<sup>3</sup>

”Grovt brott bör således normalt vara för handen när ett köp eller en försäljning avser aktier m m värda mera än 500 000 kr. Även om det genom affären eller affärerna omsatta beloppet är mindre kan det dock komma i fråga att rubricera brottet som grovt, om annan graverande omständighet föreligger. Ett exempel utgör det fallet att ett upprepat missbruk förekommit. Ett annat exempel är att en fördröjning av offentliggörandet av den kursdrivande informationen skett för att det rådande kursläget skulle kunna utnyttjas.”

Det sistnämnda exemplet är intressant med hänsyn till att fördröjningen av informationsgivningen aktualiserar ansvar för personer i företagsledningen (antingen de utövat insiderhandel eller ej) för annat brott – svindleri. En form av dubbelbestraffning kan här uppkomma; lagstiftaren kan ha anledning beakta detta vid en reformering av insideransvaret.

Vinning av insiderbrott kan förverkas. Som nämnts är förverkande den enda sanktion som för närvarande kan drabba en *tippee* enligt svensk rätt.<sup>4</sup>

Näringsförbud enligt lagen (1986:436) om näringsförbud kan ifrågakomma för den som bedriver värdepappershandel i form av näringsverksamhet. Svensk rätt saknar motsvarighet till den amerikanska bestämmelsen om *civil penalty*.

I direktiven för värdepappersmarknadskommittén sägs ingenting om en skärpning av sanktionerna vid insiderbrott. Det talas varken om en höjning av

1 Jfr föreg kap vid not 9.

2 SOU 1984:2 s 234.

3 Prop 1984/85:157 s 107.

4 Prop 1984/85:157 s 47, prop 1986/87:141 s 21.

straffnivån eller införande av nya sanktionsformer. Mycket talar dock för att kommittén på eget initiativ tar upp dessa frågor. Det torde då framför allt vara möjligheten att införa en *sanktionsavgift* som kommer att prövas. De amerikanska övervägandena vid införandet av en sådan sanktion är därvid av intresse för den svenske lagstiftaren.

Ovan har nämnts att en av orsakerna till införandet av The Insider Trading Sanctions Act med den nya sanktionen *civil penalty* år 1984 var att möjligheten att utdöma skadestånd hade begränsats av domstolarna; endast en summa motsvarande insiderns vinst respektive undvikna förlust kunde utdömas.<sup>5</sup> En annan faktor som drev fram reformen var att straffansvaret inte ansågs tillräckligt effektivt. Man hade, som ovan under 1.1 redovisats, just erhållit Supreme Court's mera restriktiva tolkning av rule 10b-5 i fallen *Chiarella* och *Dirks*. Men man ville också komma ifrån de processuella och andra rättssäkerhetsgarantier som omgärdar det straffrättsliga ansvaret.<sup>6</sup>

"As with all criminal prosecutions, a prosecution for a violation of the insider trading provisions of the securities laws is attended by all of the constitutional safeguards afforded any criminal defendant. For example, the defendant has a right to a jury trial, and guilt must be proven beyond a reasonable doubt. — — Congress believed that criminal safeguards and the involvement of the Department of Justice simply impeded enforcement efforts. It chose a civil sanction, instead of simply increasing the criminal penalties — — —. The cost of prosecuting criminal cases is higher than that of civil actions, and the lower burden of proof applicable in civil cases permits a greater number of successful prosecutions than does the 'beyond a reasonable doubt' standard of criminal cases."

Det kan vara motiverat att också återge några av de kritiska rösterna i USA, som hävdar att det lägre beviskravet i *civil cases* inte är acceptabelt med hänsyn till den nya sanktionens stränghet och den oprecisa utformning som insiderregleringen fått. Det skulle, menar vissa författare, kunna hävdas att jury skall användas även i mål om utdömande av *civil penalty*.<sup>7</sup>

Om värdepappersmarknadskommittén skulle komma att föreslå införande av sanktionsavgift vid insiderhandel skulle den därmed demonstrera en annan principiell inställning än den som departementschefen gav uttryck åt i propositionen vid VML:s tillkomst:<sup>8</sup>

"I likhet med utredningen anser jag att ett avgiftssystem inte är någon lämplig lösning på det här området. Bl a vill jag nämna att straffbestämmelser på ett tydligare sätt markerar att man från samhällets sida ser allvarligt på överträdelse av förbudet. Jag

5 Se ovan i kap 3.

6 Silver i Duke Law Journal 1985 s 962 f.

7 Se Silver i Duke Law Journal 1985 s 963; det kan tydligen ifrågasättas om inte bestämmelsen om *civil penalty* rent av är av straffrättslig karaktär.

8 Prop 1984/85:157 s 45. För en ingående analys av sanktionsavgifter i svensk rätt hänvisas till Wiweka Warnling-Nerep, Sanktionsavgifter – särskilt vid olovligt byggande, Stockholm 1987.

kan inte heller finna att införande av en sanktionsavgift vid otillåten insiderhandel skulle vara helt i överensstämmelse med de riktlinjer för sådana avgifter som regeringen tidigare har redovisat och som riksdagen har ställt sig bakom (prop 1981/82:142 s 24–26, JuU 53 s 6–8). Därtill kommer att man skulle stöta på stora svårigheter om man här skulle försöka konstruera ett verkkningsfullt avgiftssystem – inte minst när det gäller att på ett schablonmässigt sätt beräkna ett eventuellt avgiftsbelopp.”

De beskrivna svårigheterna synes mot bakgrund av förhållandena i USA överkomliga. Andra invändningar kan dock enligt min mening resas mot införande av ytterligare en sanktionsform vid insiderhandel. Bl a är det svårare att upprätthålla en konsekvent och jämn sanktionering när många olika ”vapen” står åklagare och domstolar till buds. Framför allt bör man dock, som nedan närmare diskuteras, innan man tar till ytterligare en sanktionsform i lagstiftningen, söka utnyttja straff- och skadeståndssanktionerna så effektivt som möjligt.

Dagens sanktionsarsenal vid insiderhandel i USA har demonstrerats i ett antal uppmärksammade fall och torde tveklöst kunna betecknas som imponerande. Konsekvenserna för de inblandade – i många fall kända personer vid Wall Street-börsen – har varit högst kännbara, även mot bakgrund av den generellt höga repressionsnivån i USA.<sup>9</sup> Ivan Boesky blev avstängd från *the securities industry* på livstid, ålades att betala \$100 milj i kombinerat förverkande och skadestånd och dömdes till straffrättsligt ansvar för ett brott av svårhetsgraden ”felony” till tre års fängelse.<sup>10</sup> Domstolarna har under senare år i många fall avsatt de belopp som förklarats förverkade i insidermål till speciella fonder, från vilka personen som skadats av insiderhandel skall kunna begära ersättning; enligt tidningsuppgifter skulle så antagligen ske i fallet Boesky. Om en insider även ådöms att själv betala skadestånd kan summan av de ekonomiska sanktionerna uppgå till fem ggr vinsten/den undvikna förlusten. Några bestämmelser om högsta sammanlagda summa som kan utdömas från en insider finns inte. I stadgandet om sanktionsavgift slås endast fast att denna sanktion kan användas samtidigt med andra sanktioner.<sup>11</sup>

9 En i flera avseenden intressant dom avkunnades enligt tidningsuppgift (Wall Street Journal den 29 februari 1988) mot en av journalisten Winans’ medbrottslingar i Carpenter-fallet, en 35-årig ”Yuppie” (Young Urban Professional) som enligt sin advokat hade haft ”a meteoric rise and, unhappily, a meteoric decline”. Domen löd på livstids avstängning från *the securities industry* – mannen hade varit mäklare vid den kända firman Kidder, Peabody & Co –, förverkande av vinsten på \$ 450,000, skadestånd på \$ 1,3 milj till en av firmans klienter, fängelse 8 månader, \$ 10,000 i böter samt fem års *probation* (villkorligt fängelsestraff) och 750 timmar *community service* (samhällstjänst). Fängelsestraffet skulle avtjänas under veckosluten så att han kunde fortsätta sitt nya arbete inom en helt ny bransch.

10 SEC v Boesky, Securities Regulations & Law Report (The Bureau of National Affairs, Inc), vol 18 s 1669 ff.

11 Section 21 (d)(2)(A) i Securities Exchange Act.

”The actions authorized by this paragraph may be brought in addition to any other actions that the Commission or the Attorney General are entitled to bring.”

*Skadeståndssanktionen vid insiderhandel i USA* har inte något uttryckligt lagstöd. Section 10(b) i Securities Exchange Act, på vilken rule 10b-5 grundar sig, nämner inte något om rätt till skadestånd för den som drabbats av en insidertransaktion. Redan år 1947 slogs emellertid fast i rättspraxis att en sådan person har rätt till sin ”proportionate share of the profits”.<sup>12</sup> Rätten att föra talan om skadestånd på grund av brott mot bestämmelser grundade på section 10(b) fastslogs av Supreme Court i fallet *Superintendent of Insurance of the State of New York v Bankers Life and Casualty Co* år 1971. Det fallet rörde inte insiderhandel. Det var fråga om försäljning av en aktiepost tillhörig ett bolag som sedermera försatts i konkurs; den vid försäljningen uppburna likviden hade emellertid inte kommit bolaget till godo. De bolagsföreträdare som ombesörjt försäljningen ansågs ha gjort sig skyldiga till ”fraud in connection with the sale of securities” och därigenom ha ådragit sig ett skadeståndsansvar mot dem som skadats av att de brutit mot sin<sup>13</sup>

” – – – fiduciary obligation – one designed for the protection of the entire community of interests in the corporation – creditors as well as stockholders.”

Det var alltså fråga om vad som enligt svensk rätt utgör ett brott mot borgenärer, ett avhändande av tillgångar i ett läge eller med en effekt som antagligen kunde betecknas som åtminstone fara för obestånd.

Milton Freeman, som deltog i arbetet med att utforma rule 10b-5, har förklarat att kommissionen inte hade avsett att skapa en skadeståndsrätt genom denna, men att rättsbildningen måste anses helt tillfredsställande med hänsyn till hur problemet insiderhandel sedermera utvecklats:<sup>14</sup>

”It had no relation in the Commission’s contemplation to private proceedings – – –. It had been developed by the private lawyers – – – with the assistance – – – of the federal judiciary, who thought this was a very fine fundamental idea and that it should be extended.”

Skadeståndssanktionen tillmätts stor betydelse i USA:s kamp mot insiderhandel:<sup>15</sup>

”It is fair to say that implied claims based on Rule 10b-5 – – – have served as much of a deterrent and a policing device during the past two decades as have the Commission’s enforcement activities.”

Detta trots att möjligheten att utdöma skadestånd begränsats i rättspraxis på det sätt som beskrivits ovan i kapitel 3 – till sammanlagt högst summan av

12 Fallet *Kardon v National Gypsum Co*, referatet s 802.

13 Referatet s 169.

14 Freeman i *The Business Lawyer* 1966–67 s 922.

15 Bloomenthal vol 3 A s 9–14.

insiderns vinst/undvikna förlust. Tillsammans med andra sanktioner kan det ju som sagt bli fråga om flera gånger så höga belopp.

I det föregående har diskuterats vilken roll ett skadeståndsansvar skulle kunna spela i bekämpandet av insiderhandel i Sverige. Det kan hävdas att andra ekonomiska sanktioner kan användas på ett mera effektivt och konsekvent sätt – förutom den redan befintliga förverkandemöjligheten kunde en sanktionsavgift stadgas vid dessa brott såsom skett på så många andra områden under senare år. Ett skadeståndsansvar är dock mycket befogat ur det perspektivet, att insiderhandel innebär ett oberättigat förfogande över annans förmögenhetstillgång i form av en faktisk värdeökning av hans/hennes värdepapper respektive en orättmätig överföring av en värdeminskning till en annan person. Lagen bör i möjligaste mån garantera att sådana skador kompenseras. En rätt till skadestånd måste vara en viktig faktor i uppbyggnaden av den tilltro till värdepappersmarknaden som denna reglering syftar till. Eventuellt bör den enskildes möjlighet att få kompensation för sin skada utökas genom att en del av de belopp som förverkas i insidermål avsätts för detta ändamål, efter amerikansk modell (se ovan i detta kapitel). Det är dock troligt att principiella svårigheter skulle uppkomma vid en särbehandling av just dessa brottsoffer, enligt vilken dessa skulle ha andra möjligheter till kompensation än dem som följer av vanliga skadeståndsregler och av brottsskadelagen (1978:413).

Möjligheten att ålägga någon skadeståndsskyldighet p g a insiderhandel är enligt förarbetena till VML liten med hänsyn till hur straffansvaret utformats. Frågan berördes av värdepappersmarknadsutredningen i förslaget till VML:<sup>16</sup>

”Vid affär direkt mellan insider och köpare eller säljare kan skadeståndsskyldighet uppkomma enligt allmänna regler om skadestånd i kontraktsförhållanden. Om vid sådan sk direktaffär insidern – p g a att denne förtigit en kursdrivande händelse – gjort sig skyldig till bedrägeri kan också skadestånd utgå enligt 2 kap. 4 § skadeståndslagen (1972:207), vilken bestämmelse föreskriver att den som genom brott vållat ren förmögenhetsskada skall ersätta skadan. Beträffande möjligheten att erhålla skadestånd enligt nu nämnda paragraf också då affären är brottslig enligt utredningsförslaget är av betydelse att utredningens föreslagna straffbud utformats som skydd för förtroendet för värdepappersmarknaden i allmänhet och inte som skydd för eventuellt skadelidande. När en handling straffbelagts för att skydda något annat intresse än den skadelidandes, utgår inte skadestånd p g a brottet.

Då det gäller det övervägande antalet affärer, nämligen de som sker över börsen eller annars genom fondkommissionärs förmedling, torde skadestånd inte kunna aktualiseras över huvud taget. Någon enskild person kan knappast göra gällande att han lidit skada p g a insiderns handlande på börsen. Var och en som uppträtt på marknaden skulle ju ha gjort detta oberoende av att insidern lämnat order om köp eller försäljning av aktier i eget bolag. För övrigt kan i den anonyma börshandeln inte klarläggas vem som erhållit de aktier insidern sålt eller vems aktier insidern köpt.”

16 SOU 1984:2 s 125 f.

Det lagtekniska respektive praktiska hinder för ett skadeståndsansvar vid insiderhandel som här anförts skall diskuteras närmare i nästa kapitel, som avslutar undersökningen om insiderhandel i detta arbete. Om insiderhandel kan ses som ett bedrägeribrott mot en motpart enligt nu gällande rätt och om en sådan lösning bör förordas generellt de lege ferenda, kommer frågan om skadestånd i ett annat läge rent lagtekniskt. Den praktiska frågan i vad mån man kan fastställa varifrån en insiders köpta aktiepost kommit respektive vem som övertagit en insiders sålda aktiepost måste behandlas med hänsyn till det kommande dokumentlösa, kontobaserade systemet för registrering av aktier m m och till Stockholms fondbörs' nya handelssystem, det s k SAX-systemet. Till detta finns det anledning återkomma när frågan om en tillämpning av bedrägeriansvaret på insiderhandel närmare diskuteras i nästa kapitel.

Som en principiell ståndpunkt kan här beträffande *straffansvarets nivå* anföras följande.

Straffnivån för insiderbrott bör höjas till en internationellt sett mera "normal" nivå; härför talar enligt min mening inte bara harmoniseringsskäl utan framför allt förfarandets relativt höga straffvärde med hänsyn till skadeeffekter och likhet med vanliga bedrägeribrott, trolöshetsbrott etc. En straffskala om fängelse i högst två år för normalfall av insiderhandel synes befogad. Därmed är man i paritet med brottsbalkens bedrägeribestämmelse. I nästa kapitel skall den lagtekniska lösningen för en sådan behandling av insiderbrott närmare diskuteras.



## Kap 9. Slutsatser för svensk rätts del: bedrägeriansvar eller specialreglering?

Den som studerar insiderregleringen i USA som bakgrund till en eventuell omformning av det svenska regelsystemet slås av kontrasten mellan lagföringens effektivitet och regelverkets komplexitet och rikedom på teoretiska och lagtekniska oklarheter. Räckvidden av regleringen – gränsen mellan tillåtet och otillåtet handlande på värdepappersmarknaden – är långt ifrån klar. En genomgång av de teoretiska argumenten bakom regelsystem och domstolsutslag efterlämnar intrycket att man inte lyckats träffa *det centralt klandervärda* i insiderhandeln. Medan man i de teoretiska diskussionerna betonat insiderhandelns skadeverkningar på motparter och på värdepappersmarknaden som helhet, har man i rättstillämpningen tagit fasta på relationen mellan den handlande och – i regel – det bolag vars aktier han handlar i. Relationen, den därav uppkomna förtroendeplikten och brytandet av denna förtroendeplikt har uppfattats som den ansvarsutlösande faktorn. Har en sådan *fiduciary duty* inte kunnat påvisas har högsta instans (vissa underrätter har varit mera lyhörda för SEC:s ståndpunkt) inte varit beredd att utdöma ansvar. Man har dock gått långt utöver den ursprungliga, i common law erkända förtroendeplikten för *corporate insiders* och förklarat att en ansvarsgrundande relation också finns mellan tillfälliga uppdragstagare och bolaget, och man har låtit förtroendeplikten övergå till den som handlat på tips från någon tillhörande de nämnda kategorierna. Till yttermera visso har man accepterat andra relationer av förtroendekaraktär än mellan den handlande och värdepapprets utställare såsom grundande insideransvar. Var och en som *misappropriates* – orättmätigt åtkommer/utnyttjar – ”annans” information som han får tillgång till i sin relation till informationens ägare, skulle därmed kunna bli ansvarig för insiderbrott. Längst går man kanske i sin motivering för att inbegripa offentliga tjänstemän bland tänkbara insiders, där man hänvisar till en förtroenderelation till landets alla medborgare.

Medan man avvaktar eventuell lagstiftning på grundval av de framlagda förslagen till legaldefinition av insiderhandel och spekulerar om att Supreme Court i sin nya sammansättning – med Justice Anthony Kennedy som ny ledamot efter Justice Powell – möjligen i ett nytt fall skall ta klar ställning till *misappropriation*-teorin, framförs i rättsvetenskapen konstruktiv kritik enligt den ovan antydda linjen: regleringen har kommit snett då den fokuserat på förtroendebrottet och tonat ner effekterna visavi motparten i transaktionen.

I en artikel i Western New England Law Review anför Titus och Carroll:<sup>1</sup>

”Thus we question both the utility and appropriateness of such an alternative relationship inquiry. Aside from the difficulties inherent in such a determination, a confidential relationship requirement suffers from the same drawback as the fiduciary duty standard of *Chiarella* – it fails to focus on the central issue of the purposes and objectives underlying prohibitions against insider trading generally.”

1 1986 s 148.

De anser att "a broader hypothesis" erfordras för att ge insiderregleringen stadga och nödvändig räckvidd. Resonemanget förs inte de lege ferenda; såväl lagförarbeten som ledande rättsfall befinns kunna förenas med den slutsats vartill författarna kommer. Förarbetena till The Insider Trading Sanctions Act ger tydliga belägg för att lagstiftaren avsåg att hålla fast vid den i common law och equity ursprungligen anlagda synen på insiderhandel, nämligen såsom hänförlig till "the tort of active misrepresentation", senare inbegripande även "nondisclosure situations", respektive "the equitable concept of unjust enrichment".<sup>2</sup>

"The emphasis in the legislative deliberation thus was on the unjustness of the trader's profits and on the injuries suffered, both by shareholders directly and with the respect to the integrity of and public confidence in the securities markets when insider trading occurs."

Avgörande för om insiderhandel föreligger enligt den amerikanska regleringen skall enligt författarna vara<sup>3</sup>

"(w)hether a trader realizes profits or avoids losses whenever trading on an informational advantage that the trader knows others cannot obtain through lawful means or competition."

---

"(O)nce a person is aware that he has an informational advantage which no other person then participating in the marketplace can duplicate through research or other lawful means, that person will be liable under the standard we propose."

EG-kommissionens direktivförslag har samma utgångspunkt: det är motparten som är offret vid insiderbrott, och det är motparten som måste skyddas av lagstiftningen.<sup>4</sup> Det är handel *på basis av* insiderinformationen som skall beivras, dvs det skall vara kännedomen om den för motparten icke åtkomliga, kurspåverkande omständigheten som föranleder insidern att ge sitt bud. Direktivförslaget begränsar sedan ansvaret till att gälla då informationen har förvärvats (från någon som förvärvat den) i utövande av yrke eller tjänst, men den minimireglering man skulle kräva är ändå ett – till vissa personkategorier begränsat – bedrägeriansvar.

Detta är en principiell grund för insiderreglering som den svenske lagstiftaren bör ha anledning pröva i sin strävan att ge lagstiftningen en ny utformning.<sup>5</sup> Den fäster inte avseende vid den handlandes relation till det bolag vars värdepapper transaktionen gäller – eller till någon annan som kan anses ha ett berättigat intresse av att ett förtroende bevaras. Svensk strafflagstiftning innehåller andra bestämmelser till skydd för upprätthållan-

2 A a s 150.

3 A a s 151, 154 f.

4 Proposed Directive on the Control of Insider Trading, European Business, April 1987 s 11.

5 Prop 1986/87:141 s 9.

det av *fiduciary duty*. Brottsbalkens stadgande om trolöshet mot huvudman kan grunda straffrättsligt ansvar för brytande av sådant förtroende.

Om kriminaliseringsgrunden är behovet av allmänt förtroende för värdepappersmarknaden bör skyddsintresset bestämmas till den enskilde investerarens intresse att inte fråntas en faktisk värdeökning respektive påföras en faktisk värdeminskning av någon som sitter inne med icke offentlig kurspåverkande information. Behåller man däremot *kriminaliseringsgrunden* som mönster för utformningen av straffskyddet får man ett *förbud* mot handel – och ingen målsägande med rätt till skadestånd –, som i VML och i den norska Lov om verdipapirhandel (6 §):

”Kjøp eller salg av børsnoteerte verdipapirer må ikke foretas av noen som har fortrolige opplysninger som gjelder forhold vedrørende det foretak som har utstedt verdipapirene, og som kan antas å få vesentlig betydning for kursen på verdipapirene.”

Insiderlagstiftningen bör – därom tycks stor enighet råda – utformas som ett skydd för värdepappersmarknaden och dem som väljer att investera på denna. Det bör slås fast som en utgångspunkt, att den som handlar där inte skall drabbas av förluster genom att en motpart utnyttjar information som inte är allmänt tillgänglig ens genom ingående analys och noggrann uppföljning av bolag och marknad. Personer som Switzer och Winans bör inte tillåtas att utnyttja sin speciella kunskap till skada för andra och till egen vinning. Den förre handlade på information som han förvärvat av en slump, vilket innebär att han inte brutit mot någon förtroendeplikt (och det hade inte hans tipper heller). Den senare utnyttjade information som inte rörde bolag men som ändå var starkt kurspåverkande och som var oåtkomlig för motparterna vid en aldrig så noggrann marknadsanalys. Ur motpartens synpunkt är det inte berättigat att för insideransvar kräva vare sig att ett förtroendebrott skett eller att informationen som utnyttjats rör bolaget. All form av *frontrunning* bör täckas av insideransvaret, även om det i många fall också kan bli fråga om trolöshetsansvar. Mäklaren som handlar själv innan han effektuerar en stor köporder bör ställas till ansvar såväl för den skada han åsamkar sin klient som för den förlust han vållar sin motpart.

Resonemanget för oss in på brottsbalkens bedrägeribestämmelser. I vilken utsträckning kan dessa användas som vapen mot insiderhandel? Principiellt är det alltid angeläget att befintliga reaktionsmöjligheter inventeras och utnyttjas till fullo innan man griper till lagstiftningsmedlet.

Vid tillkomsten av VML berördes möjligheten att reglera insiderbrott i BrB 9 kap i ett remissyttrande av hovrätten för Nedre Norrland: den möjlighet att införa en straffbestämmelse avseende s k insiderspekulation i detta kapitel, vilken omnämnts av förmögenhetsbrottsutredningen i dess betänkande SOU 1983:50 s 261 f, borde måhända övervägas närmare.<sup>6</sup> Den bestämmelse som

6 Prop 1984/85:157 s 177.

där omtalats återfanns i den finska stomplanen till ny strafflag från år 1976. Departementschefen anförde härom:<sup>7</sup>

”Eftersom straffbestämmelserna mot insiderhandel utgör en mycket viktig del av det regelsystem som föreskrivs i den av mig förordade lagen om värdepappersmarknaden anser jag det vara av stor betydelse att också straffbestämmelserna återfinns i denna lag.”

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.

BrB 9:1–3 förutsätter vilseledande, disposition och förmögenhetsöverföring. Mellan dessa led skall dessutom föreligga orsakssamband: dispositionen (som kan vara aktivt handlande eller underlåtenhet) från den vilseleddes sida skall vara orsakad av vilseledandet, och förmögenhetsöverföringen (från den vilseleddes eller någon i vars ställe denne är) skall vara orsakad av dispositionen.

Insidertransaktioner företas i regel genom förmedling av mäklare, inte ”face to face”. Om A, som har ickeoffentlig information innebärande att bolaget X’ aktier kan väntas stiga kraftigt i värde, ger mäklaren Z i uppdrag att för A:s räkning köpa X-aktier på öppna marknaden och Z förmedlar ett köp av aktier från B, kan då A anses ha vilselett B till denna försäljning?

Två frågor måste besvaras:

- 1) Utför A ett vilseledande i bedrägeristadgandets mening?
- 2) Är (i så fall) detta vilseledande orsak till den disposition som skadar B? (Den närmare innebörden av denna skada och frågan om det uppkommer en förmögenhetsöverföring i bedrägeristadgandets mening skall behandlas härafter.)

Vilseledande enligt BrB 9:1 kan ske genom oriktigt uppgiftslämnande eller s k konkludent handlande (aktivt vilseledande), men också i viss utsträckning genom *underlåtenhet*. Vad som skulle kunna läggas A till last som ett vilseledande vore att han underlåtit att förmedla till B den information han själv hade om X-aktiernas förväntade värdeökning alternativt avstått från köpet (jfr den amerikanska *abstain or disclose*-teorin). Den relativt väletablerade svenska inställningen till straffansvar vid underlåtenhet av detta slag är, att det

- 1) inte får strida mot en naturlig läsning av lagtexten att läsa in ett ansvar även för underlåtenhet, trots att detta alltså inte nämns i lagtexten, och att

<sup>7</sup> A s 45.

2) en särskild *rättsplikt* eller en *garantställning* skall kunna påvisas för den underlåtande att vara aktiv i just det aktuella avseendet.

En rättsplikt anses föreligga om

- aktivitet påbjuds i lag, annan författning eller myndighets bud,
- aktivitet påbjuds i ett för vederbörande bindande avtal, eller
- en skyldighet att handla kan härledas från vederbörandes eget tidigare handlande.

Att just bedrägeribestämmelsen ”tillåter” en tillämpning på underlåtenhet är sedan länge klarlagt i motiv och praxis.<sup>8</sup> Kan en rättsplikt att upplysa B påvisas för A?

Ingen av de angivna situationerna är tillämpliga på A, när han ger mäklaren uppdrag att köpa X-aktier. En avtalsmässig rättsplikt kan bara påvisas i sådana fall, där avtalet stadgar en skyldighet att vara aktiv just i det avseende som den aktuella underlåtenheten avser. *Om det emellertid funnes en författningsbestämmelse* om att en person med tillgång till ännu icke offentlig information av kurspåverkande art beträffande ett visst slags värdepapper är skyldig att tillse att även motparten har del av denna information innan han/hon företar en transaktion med det ifrågavarande värdepappret, skulle en rättsplikt i bedrägeristadgandets mening vara för handen. Insidern skulle då också kunna anses vilseleda sin motpart trots förekomsten av ett mäklar-mellanled. Det skulle vara insiderns skyldighet att tillse att mäklaren, i de fall endast denne hade kontakt med motparten – eller motpartens mäklare (via börsen e d) –, verkligen förmedlade informationen till motparten. En sådan bestämmelse skulle ha sin naturliga plats i VML. Den borde uttryckligen ange att bedrägeriansvar kan följa om påbudet negligeras. Därmed skulle man uppnå vad som brukar anföras som ett syfte med specialreglering, nämligen att ansvarsfrågan klargörs i direkt anslutning till de materiella reglerna.

Avsikten med en reglering av nu skisserat slag skulle naturligtvis vara att avhålla insiders från att handla. Uppenbarligen skulle flertalet insidertransaktioner förlora allt intresse om de förutsatte att informationen delades med motparten. Bör man då inte inrikta förbudet direkt på transaktionerna istället, så som VML för närvarande gör? Fördelarna med en bedrägerireglering är som nämnts att ett målsägandeintresse skapas och en starkare klander- (och därmed preventiv) effekt åstadkoms.

Beträffande frågan om ett *orsakssamband* föreligger mellan A:s underlåtenhet och B:s disposition *måste preciseras vari den senare består*. I regel har B lämnat sitt mäklaruppdrag utan att ha haft någon som helst ens indirekt kontakt med A. Men den av A:s underlåtenhet föranledda dispositionen från B är inte det anbud han ber mäklaren lämna till marknaden utan *den uppgörelse som slutligen träffas* mellan honom och A, genom mäklarens

8 Se härom Strahl m fl, Brottsbalken jämte förklaringar. Band 1, 5 uppl, Stockholm 1987 s 417 ff.

förmedling. Denna skulle ha förhindrats om A uppfyllt sin informationsskyldighet.

Det nu anförda för in på frågan om en förmögenhetsöverföring i bedrägeristadgandets mening kan anses ha uppkommit genom B:s rättshandling att (via mäklare) träffa en uppgörelse med A.

Kritiken mot en reglering av insiderhandel har till stor del skjutit in sig just på frågan om sådan handel verkligen medför någon ekonomisk skada för motparten i transaktionen. Manne beskriver hur insiders information representerar ett övervärde som genom hans handel så småningom slår igenom på marknadspriset och därmed förs över till samtliga ägare av sådana aktier; när överföringen är helt klar har informationen förlorat sitt ekonomiska värde. Han drar en parallell med det fallet att en person fått en idé om en ny produkt – en "rock-ring" av plast – och startar en produktion, som är lönsam för honom till dess andra på marknaden kommit igång med framställning och försäljning av hans icke patenterbara produkt. Mannes konklusion är att insiders förtjänst på insiderhandel inte uppkommer på någon annans bekostnad. Den har skapats genom en *värdeökning*.<sup>9</sup>

Parallellen med den nya produkten synes inte träffande. I det fallet kan man definitivt inte påvisa något genom konstruktionen av ringen uppkommande förmögenhetsvärde hos någon annan än producenten. Beträffande aktier ligger det annorlunda till. Det faktum att ett gruvbolag gjort en betydande malmfyndighet kan hävdas innebära en faktisk ökning av företagets värde, en ökning som genast "flödar ut" i aktierna för företaget, även om det inte genast avspeglas i en ändrad börskurs. Vad insidern gör är att han överför denna ännu osynliga värdeökning till sig själv, från aktiesäljaren som faktiskt varit innehavare av detta värdetillskott från tidpunkten för dess objektiva uppkomst. På samma sätt kan man resonera beträffande annan kurspåverkande information, antingen den rör företaget eller gäller en räntesänkning, en förestående större aktietransaktion, en tidningsartikel med stark genomslagskraft e d. I de senare fallen måste den objektiva uppkomsten av informationen anses vara den tidigaste tidpunkt då någon kunde förutse åtgärden och dess kurspåverkan, precis på samma sätt som man beaktar företagsrelaterad information från den tidigaste tidpunkt då någon kan tänkas komma på idén att utnyttja den; denna avvägning sker som ovan diskuterats genom kravet på *materiality*/väsentlighet, uttolkat så att vad som skulle ha inverkat på en förnuftig investerares beslut uppfyller kravet.

Genom denna egenskap av att medföra en *omedelbar faktisk värdeökning* av aktier (respektive andra värdepapper) skiljer sig insiderinformation från annan information som också medför en bristande jämlighet mellan olika aktörer på marknaden. Marknadsanalys – all information som kan förskaffas genom erfarenhet, skicklighet och tröget arbete – *skapar* inte en värdeökning;

9 Manne, Insider Trading and the Stock Market s 60 ff.

den *avspeglar* en redan existerande sådan ökning. Eftersom de faktorer som skapade ökningen har varit tillgängliga för analys har de varit offentliga i insiderlagstiftningens mening. Utförandet av analysen och handeln på basis härav innebär därför inte insiderbrott.

Med detta synsätt är det klart att insidern orsakar en förmögenhetsskada för sin motpart. När han köper en aktiepost frånhänder han säljaren ett övervärde som aktierna faktiskt hade vid tidpunkten för transaktionen. När han säljer en aktiepost till ett, med hänsyn till den information han har, för högt men ännu gällande marknadspris frånhänder han köparen ett värde motsvarande vad denne betalar utöver det faktiska lägre värde som aktierna hade vid transaktionstidpunkten. Insidern gör själv motsvarande vinst, på det sätt som förutsatts för en förmögenhetsöverföring i den svenska bedrägeribestämmelsens mening.

Det är detta förhållande, att insiderns vinst uppkommer till priset av en skada – en förmögenhetsförlust – hos hans motpart, som gör att ett annat försvar för insiderhandel slår slint. Bl a Manne hävdar som nämnts att sådan handel är ett adekvat sätt att belöna "entrepreneurs":<sup>10</sup>

"Insider trading meets all the conditions for appropriately compensating entrepreneurs. It readily allows corporate entrepreneurs to market their innovations. – – this is not a direct marketing of the idea but rather a "sale" of information about an innovation. Thus, although we do not allow entrepreneurs a direct proprietary interest in their ideas, we can allow recovery for their ideas by permitting them to exploit information about the existence of ideas in a market primarily based on information."

De talrika invändningarna mot Mannes ståndpunkt i amerikansk doktrin har redovisats ovan. Här skall endast påpekas det oacceptabla i att tillåta "entreprenörer" att exploatera sina för företagets räkning åstadkomna insatser till direkt ekonomisk skada för detta företags ägare. Aktieägarnas syfte med hela sitt engagemang i skapandet och ägandet av ett företag är att de personer de anställer och avlönar för att driva detta skall skapa värden som ger tillfredsställande avkastning på deras satsade kapital. För detta är de villiga att ge de anställda adekvat ersättning i form av lön och eventuella andra förmåner. I den mån de själva fyller funktioner i företagets ledning är de särskilt gottgjorda för denna sin insats. Om de i driften skapade värdeökningarna förs till de anställda eller till vissa personer (aktieägare eller icke) i ledningen för företaget genom beslut om särskilda arvoden, riktade emissioner etc, innebär detta något helt annat än det Manne rekommenderar. Sådana beslut fattas för bolagets räkning av behöriga organ: därigenom förs viss del av värdeökningarna från bolaget, som faktiskt innehaft dem en tid. Effekten för aktieägarna blir densamma för samtliga; ingen drabbas särskilt och ingen har anledning känna sig förfördelad. Pilotskolemetoden att belöna personer i företagsledning kan som ovan berörts diskuteras ur annan synpunkt,

nämligen som ett eventuellt trolöshetsbrott mot bolaget,<sup>11</sup> men sådana förfaranden innebär inte den typ av förmögenhetsöverföring från en enskild aktieägare till en enskild bolagsinsider (e d) som insiderförfaranden gör. Det är möjligt att en skada i vissa sådana fall kan påvisas för företaget, och det kan liksom vid insiderbrott förhålla sig så att det inte finns något behörigt beslut om att värdeöverföringen från bolaget skulle ske, men insiderbrottets speciella kännetecken är att ett värde överförs från den ovetande aktieägaren till den om den värdeökande omständigheten underkunnige bolagsinsidern.

En ytterligare – och mycket väsentlig – fråga som måste besvaras innan bedrägeribestämmelsen kan lanseras som huvudsakligt vapen mot insiderhandel är, om sådana gärningar uppfyller *de subjektiva kraven* enligt BrB 9:1. Bedrägeri förutsätter uppsåt till vilseledande, disposition och förmögenhetsöverföring. Tveksamhet kan föreligga i två avseenden. Det ena är att insidern ofta kan förväntas hävda att han inte insett den ifrågasvarande informationens betydelse för bestämmandet av priset vid avtalet. Här blir som vanligt ett eventuellt uppsåt tillräckligt; kan det visas att insidern åtminstone misstänkt informationens relevans för prissättningen och att han skulle ha ingått avtalet på sätt som skedde även om han varit säker härpå, har han uppfyllt uppsåtskravet beträffande vilseledande och orsakande av (motpartens) disposition. Själva det faktum att insidern företagit transaktionen i fråga just vid den aktuella tidpunkten kommer att utgöra ett tungt vägande argument för åklagaren om existensen av sådant uppsåt. Den andra frågan, som vållar tvekan och måste begrundas, är om uppsåt i bedrägeristadgandets mening föreligger trots att insidern då han gav mäklaren uppdraget inte hade uppsåt att vilseleda och skada *någon viss person*; han visste ju inte, och brydde sig inte heller om, vem som skulle bli hans motpart.

Uppsåtskravet torde inte vara att tolka så, att insidern måste ha haft klart för sig vem den person – fysisk eller juridisk – var som skadades genom det avtal han gav mäklaren i uppdrag att träffa för hans räkning. En jämförelse kan göras med det i läroböckerna anförda exemplet på s k error in persona: A avser att skjuta sin ovän B, men i mörkret tar han C för att vara B och siktar på, skjuter och dödar C. A har uppsåtligt dödat C, för i gärningsögonblicket hade han uppsåt att döda den person han siktade på. Att han inte visste vem denne var inverkar inte på uppsåtsbedömningen. Insidern hade, när han gav mäklaren uppdraget, uppsåt att skada den person som mäklaren kom att träffa avtal med; i så måtto en bestämd person. Detta bör vara tillräckligt.

Någon *culpös* bedrägeribestämmelse finns inte i svensk straffrätt. Om bedrägeristadgandet på sätt här förordas görs tillämplig på insiderhandel måste därför övervägas, om ett kompletterande ansvar vid oaktsamhet behövs och hur detta i så fall bör utformas. Culpa-ansvar förespråkas ofta av mer eller mindre klart uttalade effektivitetsskäl: man önskar komma undan de bevissvå-

11 Se ovan i 4 kap vid not 30.



righeter som ett uppsåtskrav medför. Eftersom ett sådant ansvar måste antas komma att utkrävas även i fall där det faktiskt inte förelegat annat än oaktsamhet, måste dock skäl kunna påvisas för att ett så långt gående ansvar verkligen är motiverat.

Ett bedrägeriansvar enligt vad som här skisserats – stött på en regel om upplysningsskyldighet i VML – skulle vara tillämpligt både på personer i insynsställning – *corporate insiders* – och andra som har tillgång till väsentlig icke-offentlig information och utnyttjar denna vid värdepappershandel. Det skulle kunna appliceras på personer som Chiarella (den anställda på tryckeriet som dechiffrerade uppköpsdokument), Dirks, (analytikern som rådde klienter sälja Equity Funding-aktier innan svindeln blev känd) och Winans (journalisten som sålde sina kommande krönikor till vänner och delvis tog hand om vinsterna). Även fotbollstränaren i fallet Switzer skulle falla under ett sådant ansvar. Naturligtvis blir bevisproblemen vida större när det är fråga om outsiders. Någon anledning att begränsa ansvaret, utformat efter dessa linjer, till corporate insiders finns dock inte. Tvärtom visar de amerikanska erfarenheterna att ett förbud måste omfatta även andra grupper av *market professionals* och tillfälliga insiders.

*Corporate insiders* kan ofta genom sitt utnyttjande av förtrolig information anses vålla sin huvudman – bolaget – en skada. Om denna skada är sådan som avses i BrB 10:5 om *trolöshet mot huvudman*, och om insidern kan visas ha haft erforderligt uppsåt, bör ett trolöshetsbrott anses föreligga redan enligt föreliggande svensk lagstiftning. Detta är något som också låter sig förena med VML:s subsidiaritetsklausul (28 § första st). Denna infördes vid departementsbehandlingen av förslaget till VML men kommenteras inte närmare i propositionen.

I USA är, som ovan framgått, regleringen av insiderhandel koncentrerad kring frågan om det föreligger "breach of a fiduciary duty". Detta uppfattas som ett nödvändigt led i den rättsliga prövningen, antingen man förfäktar den s k *abstain or disclose*-teorin (som kom till korta i *Chiarella*- och *Dirks*fallen) eller den s k *misappropriation*-teorin (som SEC därefter lanserat och fått gehör för inom den jurisdiktion där man i regel driver sina mål; Supreme Court tog däremot inte, vilket man väntat, ställning till denna teori i *Carpenter*-fallet). I sistnämnda fall dömde man också för s k *mail- and wire fraud*. Avgörande var att Winans hade brustit i *fiduciary duty* mot arbetsgivaren, genom att inte bevara konfidentiell information.

Den skada som en corporate insider vållar sin huvudman – bolaget – genom sin handel på förtrolig information är *en annan än den skada* som han vållar sin motpart i transaktionen. Någon vinning förutsätts inte för ansvar för trolöshet mot huvudman. Det finns därför inga principiella eller lagtekniska hinder att låta bedrägeri- och trolöshetsbrotten konkurrera i denna situation. En person i insynsställning bör genom insiderhandel anses ådra sig ansvar såväl för brott mot sin huvudman som för brott mot sin motpart vid transaktionen. Reglerna

om straffmätning vid brottskonkurrens ger möjlighet till en lämplig utmätning av straff i sådana fall.

*Tippers*, i form av corporate insiders som sprider information, kan ofta vara att döma för trolöshet mot huvudman genom sitt agerande. Om det är en outsider som lämnar tipset, kanske som led nr 2 i en kedja som börjar med en bolagsinsider, kan ansvar enligt den reglering som har förordats följa endast om han kan besläs med medhjälps- eller anstiftanshandlande. Detta bör ofta vara möjligt, antingen så att han anses ha medverkat till trolöshetsbrottet av bolagsinsidern eller till bedrägeribrottet av den som handlar på marknaden. I motsats till vad som nu gäller bör alltså enligt min mening de vanliga medverkansreglerna gälla vid insiderbrott. I övriga fall kan det hävdas att något behov av att straffa inte föreligger. Frestelsen att berätta om insiderinformation som man fått av en händelse och som man inte själv tänker använda och inte heller tänker sig att andra skall använda är säkert stor. Att ställa så stränga krav på människor i allmänhet som att de över huvud taget inte skall medverka till att sådan information sprids är att gå alltför långt. Man får då också svårigheter med att hålla helt acceptabla förfaranden utanför det straffbara området, såsom då informationen förmedlas vidare för att medverka till att en svindel i ett bolag uppdagas.

Uppfattas den här anförda synen på insiderhandel som riktig och logisk, har man i själva verket formulerat *skyddsintresset* på ett något annorlunda sätt än som ovan preliminärt anförts. Det är ett skydd för *annans förmögenhet*, för enskild äganderätt som man vill skapa med regleringen. Insiderens handlande innebär, precis som "vanliga" bedrägeribrott, ett angrepp på annans förmögenhet med användande av psykiska medel – i detta fall vilseledande genom underlåtenhet.

En bedrägeribedomning – som alltså skulle vara den centrala sanktioneringen av insiderhandel enligt här framförd uppfattning – förutsätter att aktieposter går att identifiera före och efter en transaktion. I föregående kapitel återgavs värdepappersmarknadsutredningens uppfattning att detta inte skulle vara möjligt.

Uppenbarligen är det så att det system som används vid värdepappershandel i dag inte utan vidare tillåter identifikation av en viss aktiepost. Huruvida hanteringen vid VPC tillåter att en av en insider köpt aktiepost härleds till en viss säljare är svårt för en utomstående att få klarhet i. Det är möjligt att införandet av det nya, kontobaserade systemet för registrering av aktier m m förändrar situationen. Det s k SAX-systemet för handel på börsen skulle, enligt vad som uppgetts av initierade personer, göra en identifikation/spårning möjlig. Hur det än må förhålla sig härmed kan det hävdas, att system för praktisk hantering av värdepappershandel och -registrering inte bör tillåtas hindra en kontroll, om en sådan anses nödvändig för att upprätthålla tilltron till marknaden. Praktiska hänsyn kan behöva stå tillbaka för behovet av att kunna genomföra och tillämpa en effektiv rättslig reglering av insiderhandel.

Vid sidan om det här skisserade ansvaret enligt bestämmelserna om bedrägeri och trolöshet mot huvudman i brottsbalken kan det diskuteras om ett straffansvar av *short swing trading*-typ – efter mönster av USA:s section 16(b) i Securities Exchange Act – bör uppställas. Den naturliga platsen för en sådan bestämmelse är VML. Den amerikanska bestämmelsen uppfattas som effektiv, både i preventivt hänseende och som medel att ingripa mot uppenbara fall av insiderhandel. Fördelen i sistnämnda hänseende består i att något styrkt utnyttjande av insiderkunskap inte erfordras: i så måtto slår bestämmelsen mekaniskt mot bolagsinsiders. Man kan motivera denna utformning med att lagstiftaren, liksom vid andra brott konstruerade som rena handlingsbrott, utgår från att alla sådana korttidstransaktioner är "farliga" i det med insiderregleringen avsedda hänseendet: de äventyrar den investerande allmänhetens tilltro till värdepappersmarknaden.<sup>12</sup> Ett förbud mot korttidstransaktioner bör lagtekniskt kunna kopplas till registreringskravet. Även ansvarsbestämmelserna bör sammanföras.

Konkurrensförhållandet mellan en short swing-bestämmelse och bedrägeri- och trolöshetsbrott bör lösas så, att den förra görs subsidiär. Om det går att styrka att en bolagsinsider genom en snabb köp/säljtransaktion utnyttjat ickeoffentlig information av kurspåverkande art, bör han dömas för bedrägeri och eventuellt även för trolöshet mot huvudman. En subsidiaritetsklausul bör således ingå i den skisserade short swing-bestämmelsen.

12 Jfr Bloomenthal vol 3 A s 9–80 om den amerikanska bestämmelsen: "Although Section 16(b) is designed to impose liability without regard to actual reliance on insider information, the congressional assumption was that by restricting the ability of insiders to move in and out of the security, their ability to rely on inside information would be severely limited."



## DEL II. ORIKTIG ELLER UTEBLIVEN INFORMATION FRÅN FÖRETAGEN TILL VÄRDEPAPPERS- MARKNADEN

### Kap 1. USA

Att väsentlig information om företagen snabbt når marknaden och sprids till alla dess aktörer är naturligtvis av största betydelse för att handeln där skall ske på så "rättvisa" villkor som möjligt. Ju snabbare väsentliga, kurspåverkande omständigheter blir allmänt kända, desto mindre blir utrymmet för insiderhandel, och desto mindre blir risken att investerare skall göra förluster på andra sätt.

Ett amerikanskt rättsfall – över tjugofem år gammalt – får illustrera hur stora vinster som kan möjliggöras även då "informationsglappet" bara är någon timme långt: fallet *Cady, Roberts & Co.* Styrelsen i det där aktuella bolaget beslöt en viss dag kl 11.00 telegrafera till New York-börsen om en sänkning av utdelningen på bolagets aktier med \$2.50 per aktie. Telegrammet avsändes kl 11.12 men försenades så att det anlände till börsen först kl 12.29. Man meddelade via Wall Street Journal den s k Dow Jones Ticker Service, där uppgiften tillkännagavs kl 11.48. Under tiden hann en styrelseledamot tipsa sin kollega i styrelsen för en mäklarfirma och denne i sin tur ombesörja att ett stort antal aktier för olika klienters räkning såldes till ett pris om drygt \$40 per aktie. Efter det börsstopp som blev följden av tillkännagivandet om utdelningssänkningen såldes aktierna för omkring \$35.

I USA fungerar SEC som "en informationspool" för värdepappersmarknaden. Bakgrunden är börskraschen år 1929. Starkt bidragande orsaker till kraschen var de kaotiska förhållandena på 1920-talets börsmarknader, där aktier och obligationer ofta såldes på basis av glittrande löften om fantastiska vinster utan att någon meningsfull information lämnades till investerarna. Det var som en reaktion på dessa händelser som USA:s kongress införde Securities Act år 1933 och Securities Exchange Act påföljande år och vidare skapade U.S. Securities and Exchange Commission med uppgift att administrera dessa lagar.

Till en del utgör problemet insiderhandel den direkta orsaken till denna lagstiftning om informationsskyldighet för företagen.<sup>1</sup> Det hade hävdats i doktrinen att den *fiduciary duty* som åvilade personer i ledningen för företag inte sträckte sig till handeln med aktier på den anonyma värdepappersmarknaden.<sup>2</sup> Som ett svar härpå anfördes en princip om rapporteringsskyldighet för företagsledning, lanserad av bl a Ripley och Brandeis.<sup>3</sup> Regelbunden

1 Se till det närmast följande Manne, *Insider Trading and the Stock Market* s 6 ff.

2 Wilgus i *Michigan Law Review* 1910 s 267.

3 William Z Ripley, *Main Street and Wall street*, Boston 1927, Louis D Brandeis, *Other People's Money*, Washington 1933.

rapportering skulle med stöd av denna princip avkrävas företagen till förhindrande av insiderhandel och till befrämjande av en allmän och lika information för alla aktörer på värdepappersmarknaden.<sup>4</sup>

Lagstiftningen föregicks av omfattande och uppseendeväckande senatsförhör med den tidens stora inom USA:s finans- och industrivärld. Många av dessa uppgav – om än motvilligt – att de hade handlat med aktier på basis av ickeoffentlig information om ”sina” företag. Kongressen sökte och fann i ett krav på *offentliggörande av information* ett tänkbart remedium mot sådana förfaranden och dessas förmodade negativa effekter.

Securities Act ålägger företag att offentliggöra alla väsentliga omständigheter (”make full disclosure of all material facts”) innan de erbjuder sina värdepapper till allmänheten.<sup>5</sup> Därefter har företagen att fullgöra en periodisk informationsskyldighet (”continued disclosure”). Det initiala *registration statement* består av två delar:

- 1) Prospektet – erbjudandet till allmänheten –, vilket skall innehålla de väsentliga uppgifterna om verksamheten, dess finansiering och ledningen av företaget. Prospektet skall tillhandahållas varje aktieköpare.
- 2) Övrig information. Denna skall uppfylla mycket detaljerade krav. Det är särskilt påfordrat att information lämnas om de för företaget negativa omständigheter som kan vara för handen, såsom att man saknar erfarenhet av tidigare drift, att de ekonomiska förutsättningarna inom den speciella branschen är dåliga, att verksamheten är helt beroende av personer i nyckelpositioner, att det saknas marknad för de erbjudna värdepappren etc. Denna typ av information hålls tillgänglig hos SEC för allmänheten.

Företag med viss spridning av sina värdepapper måste sedan kontinuerligt inkomma med aktuell information till SEC om

- 1) sin verksamhet,
- 2) sina *officers, directors* och vissa kategorier aktieägare; uppgifter skall lämnas också om löner, ”fringe benefits” och transaktioner mellan bolaget och personer i dess ledning,
- 3) företagets ekonomiska ställning – med utlåtande av en oberoende, kvalificerad revisor – samt om
- 4) företagets konkurrensläge, kontraktsförhållande m m.

Det finns undantag från dessa registreringsbestämmelser, bl a för strikt ”inom-delstatliga” aktieemissioner. Företagen undgår dock inte därmed det ansvar – inklusive straffrättsligt dito – som de federala värdepapperslagarna stadgar för vilseledande och bristande information.

Vid sidan av de federala bestämmelserna finns delstatlig reglering om informationsskyldighet för företag som utbjuder sina värdepapper offentligt.

4 Berle i Michigan Law Review 1927 s 827.

5 Section 5 i Securities Act.

Vissa stater låter t o m utföra en värdering av erbjudanden innan dessa får offentliggöras.

Det här skisserade rapporteringssystemet sanktioneras bl a med straffrättsligt ansvar. Att ge ut ett prospekt som inte fyller kraven på hur ett sådant skall vara utformat förbjuds i Securities Act:<sup>6</sup>

(b) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly (1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to carry or transmit any prospectus relating to any security with respect to which a registration statement has been filed under this subchapter, unless such prospectus meets the requirements of section 77j of this title; – – –

Straffbestämmelsen härtill, section 24 i Securities Act, lyder:<sup>7</sup>

Any person, who wilfully violates any of the provisions of this subchapter, or the rules and regulations promulgated by the Commission under authority thereof, or any person who wilfully, in a registration statement filed under this subchapter, makes any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, shall upon conviction be fined not more than \$10,000 or imprisoned not more than five years, or both.

Oriktigt eller uteblivet uppgiftslämnande i övrigt täcks av section 17 i Securities Act. Denna, med rule 10b-5 nästan helt likalydande bestämmelse har beskrivits ovan i del I under 1.1.

Även Securities Exchange Act med av SEC på grundval härav utfärdade regler är emellertid tillämpliga på företagsledning som brister i sin informationsskyldighet. Belysande – och prejudicerande – är det s k *Texas Gulf Sulphur*-fallet, som ovan redovisats såsom ett av de mest uppmärksammade fallen av insiderhandel i USA; se härom ovan i del I under 1.1. Ett antal anställda vid bolaget Texas Gulf Sulphur Co, verksamma vid bolagets provborrningar, hade köpt aktier i bolaget sedan en betydande kopparfyndighet upptäckts men innan detta blivit känt ens för bolagets ledning. För denna insiderhandel dömdes de att avstå sina förtjänster till en av domstolen förvaltd fond.

Det rättsliga efterspelet i fallet Texas Gulf Sulphur var emellertid av mycket större omfattning. I ett betydande antal mål dömdes *bolaget* att betala sammanlagt \$ 2,7 milj att fördelas, efter ersättning till ombud och täckande av vissa andra kostnader, med \$ 2,2 milj på aktiesäljare som drabbats av vilseledande information från bolaget – i ett pressmeddelande – och med \$ 0,5 milj på aktiesäljare som drabbats av att bolaget underlåtit att informera marknaden.<sup>8</sup>

6 United States Code Annotated, title 15, § 77e (b)(1).

7 United States Code Annotated, title 15, § 77x.

8 Se till detta och det följande Bloomenthal vol 3 A s 9–45 ff.

Bakgrunden till dessa skadeståndsdomar mot bolaget var att dettas ledning lämnat ett pressmeddelande om fyndigheten vilket dels skett avsevärd tid efter upptäckten och dels inneburit att betydelsen av fyndigheten tonades ner. Något senare gick man ut med ett nytt pressmeddelande, där den verkliga omfattningen av fyndigheten tillkännagavs. De tillgodosedda skadeståndskraven kom dels från personer som handlat på grundval av det första, oriktiga pressmeddelandet, dels från sådana som sålt aktier innan någon som helst information kommit från bolagets ledning men efter den tidpunkt då bolaget, enligt domstolen, inte längre haft legitima skäl att dröja med information. En viss fördröjning med informationsgivningen, motiverad av bolagets ansträngningar att förvärva ytterligare markområden i det intressanta området, accepterades således av domstolen.

Denna del av Texas Gulf Sulphur-fallet är betydelsefull därigenom, att det klargjordes att *oriktiga uppgifter i pressmeddelanden* kan grunda ansvar för ett företag, och att det föreligger en rättsligt sanktionerad *skyldighet för företag att informera utöver vad som följer av de formella kraven* på redovisning till SEC.

Det var den ovan i del I omtalade rule 10b-5 som användes mot det felande bolaget i detta och andra efterföljande fall. Mellan insiderhandel och bolagsledningars underlåtenhet att ge marknaden riktig information finns ett nära sakligt samband: investerare skadas lika mycket av att handla med personer som har tillgång till exklusiv information om bolaget som av att handla med andra personer i ett läge där båda parter saknar kursrelevant information om bolaget. Samma ansvarsbestämmelse – rule 10b-5 med sin allmänt hållna avfattning – används i båda fallen.

New York-börsens reaktion på Texas Gulf Sulphur-fallet var att till listan av s k *guidelines* för börsbolag foga, att dessa skall förmedla "quickly to the public any news or information which might reasonably be expected to materially affect the market for the securities". I guidelines specificeras de situationer i vilka informationsskyldighet uppkommer: bl a vid förhandlingar om samgående och andra typer av företagsförvärv, förberedelser till utbyten eller uppköpserbjudanden, ändringar av utdelningsprocent, inlösen, splitter, nya kontrakt, nya produkter och upptäckter. Handel med bolagets aktier kan stoppas om föreskrifterna inte följs. I andra guidelines preciserar New York-börsen bolagens skyldighet att korrigera eller dementera tidigare lämnad information, förekommande rykten etc, då anledning är härtill.

Efter Texas Gulf Sulphur-fallet har det förekommit ett antal mål i USA om vilseledande eller utebliven information i årsberättelser, pressmeddelanden, skrivelser till aktieägare, ekonomiska rapporter m m. Ett exempel är fallet *Pearlman v Polaroid Corp* år 1972. Företaget Polaroid hade en viss dag gått ut med information om att en viss produkt, en "instant camera", inte skulle kunna börja produceras förrän betydande ytterligare utvecklingsarbete utförts och att den inte på länge skulle kunna försälas över hela landet. Dagen efter det att denna information lämnats hade emellertid bolagsledningen fattat



beslut om prissättning och distribution av en sådan kamera och gjort beräkningar som visade på en utomordentlig lönsamhet. Detta avslöjades för en begränsad krets personer, vilka i sin tur tipsade andra att köpa aktier i bolaget. Säljare av aktier riktade krav på sammanlagt \$5 milj. mot bolaget i en s k *class action*.

SEC har med framgång åberopat såväl rule 10b-5 som andra ansvarsbestämmelser rörande bristande informationsgivning mot en vid krets personer, således inte enbart själva bolagsledningarna. Talan har riktats mot *officers*, andra anställda, marknadsförare m fl. Advokater och revisorer har ådömts olika varianter av näringsförbud, från förbud att utfärda rapporter och utlåtanden vid emissioner till omfattande avstängning från konsultverksamhet av vissa slag.

Det första fallet i vilket större advokatfirmor drabbades av denna SEC:s verksamhet är *SEC v National Student Marketing Corp* från år 1972. SEC hävdade där att anställda vid två advokatbyråer och en revisionsbyrå avgett utlåtanden i samband med fusion och därvid underlåtit att upplysa om att de ekonomiska rapporter som lämnats var oriktiga och vilseledande.

Beträffande det *subjektiva rekvisitet* för ansvar finns i *Texas Gulf Sulphur*-fallet stöd för att anta att s k *scienter* krävs. Med *scienter* avses *intent*, dvs avsikt, men också viss form av *recklessness*; som ovan diskuterats torde det närmast vara fråga om en gränsdragning av i sak samma slag som den vi utför genom bestämmandet av s k eventuellt uppsåt.<sup>9</sup> Domstolen fann i *Texas Gulf Sulphur*-fallet att det inte var tillräckligt att *negligence* kunde påvisas hos bolagsledningen. Denna befanns emellertid ha handlat med *scienter*.<sup>10</sup> Att *scienter* krävs för ansvar enligt rule 10b-5 har senare bekräftats av Supreme Court i fallet *Ernst & Ernst v Hochfelder*.

I The American Law Institutes modellag Federal Securities Code kodifieras *Texas Gulf Sulphur*-fallet i § 1604 (c):

"It is unlawful for any company, or a person acting on its behalf, to engage in a fraudulent act in connection with, or make a misrepresentation in, a press release or other form of publicity (other than a filing) relating to the company if it is reasonably foreseeable that such conduct will induce other persons to buy or sell securities of the company or of a controlling, controlled, or commonly controlled company."

Bolaget utpekas alltså som den direkt ansvarige, men *officers* och andra personer som handlat för dess räkning skall göras ansvariga som *aiders and abettors* såväl civilrättsligt som straffrättsligt.<sup>11</sup> Medverkansansvar för andra kan följa av förslagens § 1724 (b) (civilrättsligt) och § 2006 (c) (straffrättsligt).

Den s k Treadway-kommissionen, under ordförandeskap av förrre Commis-

9 Se ovan del I under 6 kap.

10 Referatet 1) s 868.

11 American Law Institute s 669.

sionern i SEC James C Treadway, föreslog i oktober 1987 ett antal åtgärder för att förbättra företagens finansiella rapportering.<sup>12</sup> Bl a förordades införandet av en administrativ avgift som sanktion vid brott mot bestämmelserna i Securities Act, Securities Exchange Act och annan reglering rörande företagens informationsplikt. SEC behandlade Treadway-kommissionens förslag i april 1988 och beslöt att begära i kongressen att en sådan sanktionsavgift – efter mönster av vad som gäller vid insiderhandel – skall kunna uttas av SEC. Det rådde dock inte enighet inom SEC om vilka överträdelser som skulle kunna föranleda sanktionsavgift och inte heller om vilka som skulle kunna drabbas av en sådan.<sup>13</sup>

Treadway-kommissionen betonar också vikten av ett fungerande *straffrättsligt* ansvar.<sup>14</sup>

”Moreover, with SEC support and assistance, criminal prosecution for fraudulent financial reporting should be made a higher priority.”

Man utfärdar en *rekommendation* (III) av innehåll att SEC bör vidta positiva åtgärder för att befrämja åtal i fall av vilseledande redovisning genom att utbilda och biträda de regeringstjänstemän som har åtalsbefogenheter.<sup>15</sup>

”To increase criminal proceedings for fraudulent financial reporting, the SEC should undertake an organized, affirmative program to educate government officials who have criminal prosecution powers about the seriousness of the crime of fraudulent financial reporting, thus encouraging them to take a greater interest in fraudulent financial reporting cases. This program also should ensure coordination, cooperation and whatever other assistance the SEC believes necessary to promote increased criminal prosecution.”

12 Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting. October 1987 s 63 ff.

13 Wall Street Journal den 28 april 1988.

14 Rapporten s 14.

15 Rapporten s 67 f.

## Kap 2. Sverige – dags att aktualisera svindleriansvaret?

”Det kan – – – vara motiverat, att samhället inskrider med straff mot lämnande av vilseledande uppgifter, även om icke bedrägeri eller ens bedrägeriförsök bevisligen föreligger. Redan den omständigheten att någon till allmänheten eller en obestämd krets personer lämnar vilseledande uppgifter kan nämligen under vissa förhållanden innefatta avsevärd fara för att personer förledas till förlustbringande transaktioner.”<sup>1</sup>

Så skrev straffrättskommittén år 1940, medan minnet av Kreugerkraschen ännu var högst levande. Kommittén föreslog en ny straffbestämmelse, *svindleri*, att införas i bedrägerikapitlet i strafflagen. I ett första stycke kriminaliserades spridande av oriktig eller vilseledande uppgift av vilken person som helst, om denne hade ett direkt uppsåt att påverka priset på vara, värdepapper eller annan egendom. I andra stycket straffbelades samma slags handlande utan krav på ett särskilt syfte eller uppsåt över huvud taget, men kretsen av tänkbara gärningsmän begränsades där till personer som medverkar vid bildande av aktiebolag eller annat företag eller på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett företag. Spridandet behövde inte ske bland allmänheten; ett spridande bland företagets intressenter angavs som tillräckligt. Den oriktiga eller vilseledande uppgiften skulle vara ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada.

Vid remissbehandlingen uttalades bl a farhågor att straffhotet skulle förhindra uppläggandet av dolda reserver. För att klargöra att detta inte var avsikten slopades orden ”oriktig och” i den i propositionen föreslagna lagtexten; det talades endast om vilseledande uppgift.<sup>2</sup> På advokathåll fanns tydligen en betydande oro över vad svindleriansvaret skulle komma att innebära; Advokatsamfundet hade i sitt remissvar anfört att<sup>3</sup>

”– – –ett offentliggörande, som skedde endast genom att på sätt lag föreskrev ingiva ett företags balansräkning till myndighet, knappast kunde jämföras med annat spridande av oriktiga uppgifter, helst som en balansräkning i och för sig vore föga ägnad att tjäna till ledning vid bedömandet av ett företags ekonomiska ställning. Det vore för övrigt oviss i vilken utsträckning de särskilda styrelseledamöterna bleve ansvariga för åtgärder som vidtoges å företagets vägnar. Enligt samfundets mening hade kommittén ej anfört övertygande skäl för att det vore önskvärt att låta straff inträda oberoende av om särskild avsikt att begå brott förelegat och även vid grov vårdslöshet. Slutligen efterlyste samfundet en noggrann uppdragning av gränsen mellan straffbara och straffria handlingar jämte ett uttalande att någon uppmjukning av bevisreglerna ej avsåges.”

1 SOU 1940:20 s 156.

2 Prop 1942:4 s 107.

3 A a s 106 f.

Farhågorna avfärdades med visst eftertryck:

”De erinringar som – – – framställts – – – synas icke vägande. Bestämmelserna torde vara ägnade att på ett betydelsefullt område skapa skydd för allmänheten mot vilseledande uppgifter i ekonomiska angelägenheter. Att ansvar för brottet ej kan ifrågakomma utan fullständig bevisning är uppenbart.”

Förarbetena till (nuvarande) BrB 9:9 andra st om svindleri begånget av personer knutna till ett företag visar med all tydlighet att straffbudet var tänkt att gälla i den situation varom här är fråga: när ledningen för ett börsnoterat bolag offentliggör uppgifter som kan vilseleda personer som handlar med dess aktier etc.<sup>4</sup> Till *personkretsen* som omfattas av straffhotet hänförs stiftare, styrelseledamöter, verkställande direktörer, revisorer m fl. Även aktieägare som faktiskt utövar ett avgörande inflytande på företaget nämns som potentiella gärningsmän. En fondmäklare kan däremot inte vara gärningsman vid svindleri, heter det, även om han skaffat sig noggrann kännedom om företaget. *Offentliggjord* är en uppgift bl a när den lämnats till offentlig myndighet för att där hållas tillgänglig för allmänheten; vad aktiebolag angår är således uppgifter som lämnats till patent- och registreringsverket att anse som offentliggjorda. *Spridning bland intressenterna* i ett företag anges kunna ske genom meddelande till alla delägarna eller till dem som deltar i bolagsstämma, men också genom meddelande till en avsevärd grupp bland delägarna, t ex dem som är anslutna till en delägarförening. Inom små företag kan man, enligt kommitténs av departementschefen icke kommenterade uttalande, inte använda straff för svindleri utan bara för bedrägeri eller bedrägeriförsök.

Svindleri anges kunna begås både vid bolagsbildning och under ett bolags bestånd, exempelvis vid utvidgning av företaget eller upptagande av lån. Den vilseledande uppgiften skall vara ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada. Detta innebär inte krav på att någon faktiskt har skadats, utan det räcker att någon som får del av uppgiften kan förväntas på grund därav företa en förlustbringande disposition.

Att köp eller försäljning av en aktiepost kan vara en sådan disposition är uppenbart. Men brottet är alltså fullbordat redan när en vilseledande uppgift offentliggjorts/sprits bland intressenter, om någon kan tänkas komma att företa en förlustbringande aktietransaktion på grundval av uppgiften.

Det subjektiva kravet är uppsåt eller grov oaktsamhet. Avsikt – direkt uppsåt – eller ens ett svagare uppsåt att vilseleda och att framkalla en fara för att någon gör en förmögenhetsförlust krävs alltså inte. Det räcker med grov oaktsamhet i dessa hänseenden:<sup>5</sup>

4 Se till det följande SOU 1940:20 s 158 f.

5 A a s 159.

”Ifall de ifrågavarande till ett företag anknutna personerna lämna vilseledande meddelanden angående företaget till delägarna eller allmänheten, synas de nämligen böra fällas till ansvar även om de av grov vårdslöshet underlåtit att taga kännedom om förhållandena.”

Förekommer vilseledande uppgifter i *tryckt skrift* – t ex ett tryckt emissionsprospekt eller en tryckt årsredovisning – utgör tryckfrihetsförordningen inte något hinder mot att döma för svindleri. Kommittén hänvisar till den formulering som tidigare hade utnyttjats för att dra gränsen kring det av tryckfriheten skyddade området.<sup>6</sup>

”– – – vad tryckfrihetsförordningen hägnar med grundlagsskydd är yttrandefrihet i tryck – – – kriminaliseringen av ett förfarande som oredligt ej har något med frågan om yttrandefrihetens gränser att göra.”

I ett avseende är den nuvarande svindleribestämmelsen dock begränsad: den kan inte användas vid ren *underlåtenhet att informera*. Formuleringen i lagtexten, ”sprider vilseledande uppgift”, kan inte, utan att legalitetsprincipen träds för när, läsas såsom inbegripande även sådan underlåtenhet. Däremot kan, enligt vad kommittén uttryckligen påpekar, en uppgift vara vilseledande därför att någon väsentlig omständighet förtigits.<sup>7</sup>

Det är således ett faktum att svensk rätt uppställer ett straffrättsligt ansvar till skydd för aktiehandeln även när det gäller de handlandes primära intresse att få riktig information från företagen. Det är emellertid betydligt mera osäkert om detta straffansvar fungerar i praktiken. Straffbudet om svindleri används mycket sällan i rättstillämpningen. Att ledningen för ett börsföretag – Fermenta – nu blivit föremål för utredning om misstänkt svindleribrott utgör en unik händelse i svensk åklagarpraxis.<sup>8</sup>

Möjligen kan detta sakernas tillstånd uppfattas som ganska tillfredsställande. Ett fullföljande av lagstiftarens intention i detta avseende skulle kanske stöta på oöverstigligen praktiska svårigheter. Åklagarna önskar säkerligen inte få den här typen av ärenden, med de speciella krav på insikt i börshandel och redovisning m m som de ställer. Företagen skulle antagligen få större svårigheter att rekrytera styrelseledamöter. Revisorerna skulle tvingas till en kanske oönskad skärpning i sin attityd mot klientföretagen.

Med dessa förhållanden i beaktande vill jag ändå hävda, att diskrepansen mellan lag och verklighet när det gäller företagsledningars ansvar för information till börskunderna är olycklig, och att en ändring bör komma till stånd. En fungerande värdepappershandel är, som ovan i del I konstaterats, viktigt bl a för det svenska näringslivet. För att allmänhetens förtroende för

6 A a s 160.

7 A a s 159.

8 En synnerligen graverande bild tecknas av den av börsstyrelsen tillsatta sk Fermentautredningen i dess hösten 1988 framlagda rapport Fermenta – fakta och erfarenheter.

börsen skall upprätthållas – efter händelserna i oktober 1987 behöver den kanske delvis byggas upp på nytt – krävs att klara ansvarsregler gäller för den information på vilken investerarna har att grunda sina köp- och säljbeslut. Skadeståndssanktionen är inte på långt när lika ingripande i Sverige som den numera är i USA. Ekonomiska sanktioner ”biter” för övrigt inte riktigt effektivt på förfaranden som sker inom ramen för börsverksamheten med de mycket stora vinstmöjligheter som det där ofta är fråga om. Inget talar för att behovet av ett straffrättsligt ansvar skulle vara mindre i dag än det var då svindleribestämmelsen infördes i svensk rätt.

Det finns i dag en lätt tillgänglig norm för hur företagsledningarna skall fullgöra sin informationsskyldighet mot börsen – varmed här inte avses endast fondbörsen som sådan utan även den aktieinvestering allmänheten. I inregistreringskontrakten åläggs företagen att ge viss information. I det nya kontrakt som nu arbetats fram finns denna informationsskyldighet specificerad i en bilaga (bil 1). Med tanke på de noggranna överväganden som föregått fastställandet av det nya kontraktet bl a i detta avseende bör man här ha en god utgångspunkt också för bedömningen av vilka förfaranden som kan utgöra straffbart svindleri. Precis som i andra sammanhang där det förekommer en disciplinär normgivning och sanktionering vid sidan av en (straff)rättslig, bör här straffansvaret vara mera begränsat än det disciplinära ansvaret. Rekvisiten i svindleribestämmelsen ger grund för en sådan begränsning. I åtskilliga av de fall där börsstyrelsen utnyttjar eller överväger att utnyttja sin i 24 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs reglerade möjlighet att avregistrera ett bolags aktier på grund av flagrant åsidosättande av informationsskyldigheten, bör frågan om ansvar för svindleri aktualiseras. Även när börsstyrelsen väljer en ingripande vitessanktion bör svindleriåtal kanske övervägas.

Det nya inregistreringskontraktet förutsätter att de *rekommendationer* som hittills utfärdats antingen av börsen eller börschefen eller av Näringslivets börskommitté görs om till *anvisningar* som utgör del av börsstyrelsens åtaganden enligt inregistreringskontraktet. Därmed införlivas dessa rekommendationer med de tidigare i kontraktet intagna skyldigheterna till ett enhetligt normsystem, som är väl ägnat som bas också för en åklagares och domstols bedömning. Var gränsen skall dras mellan enbart kontraktsbrott och kontraktsbrott som dessutom utgör straffbart svindleribrott måste kunna utvecklas i praxis. Att de lagförande organen därvid behöver samråda med börsstyrelsen är uppenbart. Naturligtvis vore det angeläget att några vägledande uttalanden gjordes i förarbeten. Svindleribestämmelsen finns ju dock redan utformad och någon lagstiftningsåtgärd krävs alltså inte i och för sig för att åstadkomma en ordning som den nu skisserade.

Emellertid omfattar som nämnts svindleribestämmelsen för närvarande inte ren underlåtenhet. Eftersom det för den aktieinvestering allmänheten kan vara lika skadligt att bolagsledningen underlåter att i tid informera om en kurspåverkande omständighet – t ex ett uppköpserbudande – som att den

lämnar vilseledande information, bör man enligt min mening överväga om inte BrB 9:9 andra st skall utvidgas att omfatta även sådan underlåtenhet. I ett sådant lagstiftningsärende kunde även ges riktlinjer av det slag som ovan berörts.

Uppgifterna om de kommande inregistreringskontraktens utformning är hämtade från det av Stockholms fondbörs i september 1987 framlagda underlaget för förslag till nytt inregistreringskontrakt mellan fondbörsen och bolag vars aktier är eller avses bli inregistrerade vid fondbörsen. Däri framgår att det för inregistrering av aktier skall krävas utfästelse av utgivaren att offentliggöra upplysningar om verksamheten. Det yttersta syftet med informationen anges vara att det skall bli möjligt att värdera bolagets inregistrerade aktier. Detta syfte skall vara styrande för *vad* som bolaget skall informera om. Bestämmande för *när* och *hur* informationen skall lämnas är<sup>9</sup>

”syftet att säkerställa att aktiemarknaden får samma information och får den samtidigt samt att hindra att förtrolig information missbrukas, dvs information som före offentliggörande är tillgänglig endast för ett fåtal, t ex styrelseledamöter eller ledande befattningshavare i bolaget.”

Därmed knyts även för svensk rätts del spörsmålen om insiderhandel och informationsgivning från företagen samman till ett större problemkomplex. Vill man på allvar utnyttja lagstiftning för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden kan man knappast underlåta att ta upp båda dessa frågor. För den som sett hur USA:s kontrollorgan Securities and Exchange Commission genom sin dubbla funktion som ”informationspool” och insiderhandelkontroll faktiskt kunnat åstadkomma ett reellt (om än långt ifrån fullständigt) skydd för börsinvesterarna, är det naturligt att tänka sig att en liknande ordning åtminstone övervägs för svensk del. Det är knappast realistiskt att kräva att bankinspektionen i sin nuvarande utformning och utan SEC:s informationssamlande funktion skall kunna skapa den effektivitet i kontroll och lagföring, utan vilken varje lagreglering blir ett slag i luften.

9 Det i texten nämnda underlaget 1987-09-15 s 19.

## LAGFÖRSLAG, BETÄNKANDEN M M.

Dir 1987:11 Översyn av värdepappersmarknaden.

EG-kommissionen: Proposed Directive on the Control of Insider Trading. European Business, April 1987.

National Commission on Fraudulent Financial Reporting: Report, October 1987.

Näringsutskottets betänkande 1986/87:29 om värdepappersmarknaden (prop 1986/87:141).

Näringsutskottets betänkande 1987/88:20 om värdepappersmarknaden m m.

Prop 1942:4 Kungl Maj:ts proposition till riksdagen med förslag till lag om ändring i vissa delar av strafflagen m m; given Stockholms slott den 19 december 1941.

Prop 1984/85:157 med förslag till lag om värdepappersmarknaden; beslutad den 21 mars 1985.

Prop 1986/87:141 om ändringar i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

Prop 1987/88:108 om ett kontobaserat system för registrering av aktier m m.

SOU 1940:20 Straffrättskommitténs betänkande med förslag till lagstiftning om förmögenhetsbrott. Stockholm 1940.

SOU 1984:2 Värdepappersmarknaden. Betänkande av värdepappersmarknadsutredningen. Stockholm 1984.



## LITTERATUR

- Aldave, Barbara Bader*, Misappropriation: A General Theory of Liability for Trading on Nonpublic Information. Hofstra Law Review 1984 s 101 ff.
- American Law Institute*, Federal Securities Code. Adopted at Washington, D.C. May 19, 1978. With reporter's commentary. Philadelphia 1980.
- Berle, A. A. Jr.*, Publicity of Accounts and Directors' Purchases of Stock. Michigan Law Review, vol 25, 1927 s 827 ff.
- Bloomenthal, Harold S.*, Securities in Perspective. Boston and Toronto 1977. (Cit Bloomenthal Perspective.)
- Bloomenthal, Harold S.*, Securities and Federal Corporate Law. 1987 Rev. Vol 3, 3 A, 3 B. New York 1987. (Cit Bloomenthal.)
- Blum, Joseph*, The Regulation of Insider Trading in Germany; Who's Afraid of Self-Restraint? Northwestern Journal of International Law & Business 1986 s 507 ff.
- Bornstein, Ronald E., Dugger, Elaine N.*, International Regulation of Insider Trading. Columbia Business Law Review 1987 s 375 ff.
- Brudney, Victor*, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws. Harvard Law Review 1979 s 322 ff.
- Carlton, Dennis W., Fischel, Daniel R.*, The Regulation of Insider Trading. Stanford Law Review 1983 s 857 ff.
- Cicero, Marcus Tullius*, De officiis. Bok III.
- Cox, James D.*, Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School", Duke Law Journal 1986 s 628 ff.
- Egnell, Oluf*, Investorbeskyttelse ved emissioner, take-overbids og handel med aktier. Förhandlingarna vid Det 31 Nordiska Juristmötet i Helsingfors 19–21 augusti 1987, del I s 197 ff.
- Farnsworth, E. Allan*, An Introduction to the Legal System of the United States. 2nd Ed. New York 1983.
- Fischel, Daniel R.*, Insider Trading and Investment Analysts: An Economic Analysis of Dirks v. Securities and Exchange Commission. Hofstra Law Review 1984 s 127 ff.
- Freeman, Milton*, Conference on Codification of Federal Securities Laws (återgivet anförande). The Business Lawyer 1966–67 s 921 ff.

- Haddock, David D., Macey, Jonathan R.*, Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation. *Journal of Law and Economics* 1987 s 311 ff.
- Hawes, Douglas W., Lee, Peter T., Robert, Marie-Claude*, Insider Trading Law Developments: An International Analysis. *Law and Policy in International Business* 1982 s 335 ff.
- Hedges, Lisa A.*, Insider Trading and the EEC: Harmonization of the Insider Trading Laws of the Member States. *Boston College International and Comparative Law Review* 1985 s 151 ff.
- Jennings, Richard W., Marsh Jr., Harold*, Securities Regulation Cases and Materials. 6th Ed. University Casebook Series. New York 1987.
- Langevoort, Donald C.*, Insider Trading Handbook. New York 1987.
- Lawson, Gary*, The Ethics of Insider Trading. (Opubl uppsats.)
- Linné, Ingrid, Wetterstrand, Catharina*, Börsetikens kärnområde informationssektorn. Rättsvetenskapliga institutionens skriftserie. Handelshögskolan i Stockholm. Stockholm 1987.
- Löfmarck, Madeleine*, Börsen och straffrätten. Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887–1987. Rättsvetenskapliga studier. Stockholm 1987 s 365 ff.
- Macey, Jonathan R.*, From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading. *Hofstra Law Review* 1984 s 9 ff.
- Manne, G. Henry*, Insider Trading and the Stock Market. New York 1966.
- Manne, G. Henry*, Insider Trading and the Law Professors. *Vanderbilt Law Review* 1969–70 s 547 ff.
- Netter, Jeffry M., Poulsen, Anette B., Hersch, Philip L.*, Insider Trading: the Law, the Theory, the Evidence. (Opubl uppsats.)
- Page Keaton, W.*, Fraud – Concealment and Non-Disclosure. *Texas Law Review* 1936 s 1 ff.
- Pufendorf, Samuel*, De Jure Naturae et Gentium. Bok V.
- Scott, Kenneth E.*, Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy. *Journal of Legal Studies* 1980 s 801 ff.
- Silver, Carole B.*, Penalizing Insider Trading: A Critical Assessment of the Insider Trading Sanctions Act of 1984. *Duke Law Journal* 1985 s 960 ff.
- Smith, Lucy*, Om misbruk av interne opplysninger ved aksjeomsetning – såkalt "Insider Trading". *Tidsskrift for rettsvitenskap* 1983 s 145 ff.

- Smith, Lucy*, Ny lov om verdipapirhandel. Lov og rett 1986 s 247 ff.
- Steinberg, Marc I.*, Recommendations for Reform of Swedish Stock Exchange and Corporation Law. Maryland Journal of International Law and Trade 1987 s 185 ff.
- Soderquist, Larry D., Sommer Jr., A.A.*, Corporations. A Problem Approach. 2nd Ed, Virginia 1986.
- Titus, Robert B., Carroll, Peter G.*, Netting the Outsider: The Need for a Broader Restatement of Insider Trading Doctrine. Western New England Law Review 1986 s 127 ff.
- Wallace, Patrick F.*, Who is Subject to the Prohibition Against Insider Trading: A Comparative Study of American, British, and French Law. Southwestern University Law Review 1984–85 s 217 ff.
- Wall Street Journal* – ett stort antal artiklar, främst under perioden januari – maj 1988.
- Wang, William K. S.*, Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who can Sue Whom under the SEC Rule 10b-5? Southern California Law Review 1981 s 1217 ff.
- Wilgus, H. L.*, Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder. Michigan Law Review, vol 8, 1910 s 267 ff.

## RÄTTSFALL

Efter falllets namn anges inom parentes dess beteckning enligt i USA använd citerings- och förkortningsteknik samt årtal. Därefter anges namn på den publikation där referatet återfinns samt volym och sida.

|                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CONNALLY V. GENERAL<br>CONSTRUCTION CO.                                                           | (269 US 385 (1926)) United States Reports,<br>vol 269 s 385.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| GOODWIN V. AGASSIZ                                                                                | (186 NE 659 (1933)) North Eastern Reporter,<br>vol 186 s 659.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| SEC V. CHENERY CORP.                                                                              | (318 US 80 (1943)) United States Reports,<br>vol 318 s 80.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| KARDON V. NATIONAL<br>GYPSUM CO.                                                                  | (73 F Supp 798 (E. D. Pa 1947)) Federal<br>Supplement, vol 73 s 798.                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| SPEED V. TRANSAMERI-<br>CA CORP.                                                                  | (235 F. 2d 369 (3d Cir. 1956)) Federal<br>Reporter, 2d Series, vol 235 s 369.                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| CADY, ROBERTS & CO.                                                                               | (40 S.E.C. 907 (1961)) Securities and Ex-<br>change Commission. Decisions and Reports,<br>vol 40 s 907.                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| LIST V. FASHION PARK,<br>INC.                                                                     | (340 F. 2d 457 (1965)) Federal Reporter, 2d<br>Series, vol 340 s 457.                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| SEC V. TEXAS<br>GULF SULPHUR CO.                                                                  | 1) (401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied<br>394 US 976 (1969)) Federal Reporter, 2d<br>Series, vol 401 s 833; ans om prövningstillst<br>avsl United States Reports, vol 394 s 976.<br><br>2) (446 F. 2d 1301 (1971), cert. denied 404<br>US 1005) Federal Reporter, 2d Series, vol<br>446 s 1301; ans om prövningstillst avsl United<br>States Reports, vol 404 s 1005. |
| DIAMOND V. OREA-<br>MUNO                                                                          | (248 NE 2d 910 (1969)) North Eastern Re-<br>porter, 2d Series, vol 248 s 910.                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| SUPERINTENDENT OF<br>INSURANCE OF THE<br>STATE OF NEW YORK<br>V. BANKERS LIFE AND<br>CASUALTY CO. | (404 US 6 (1971)) United States Reports, vol<br>404 s 6.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| SEC V. NATIONAL STU-<br>DENT MARKETING CORP.                                                      | (C.C.H. Fed. Sec. L. Rep. '71-'72 Transfer<br>Binder 93, 360 (D.D.C.Civ No 225-72))                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

|                                           |                                                                                                                                                                                                     |
|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                           | Commerce Clearing House, Inc.: Federal Securities Law Reporter. Transfer Binding. '71-'72 Decisions, 93 s 360.                                                                                      |
| PEARLMAN V.<br>POLAROID CORP.             | (C.C.H. Fed. Sec. L. Rep. '72-'73 Transfer Binder 93, 652 (S.D.N.Y. 72 Civ 4572))<br>Commerce Clearing House, Inc.: Federal Securities Law Reporter. Transfer Binding. '72-'73 Decisions, 93 s 653. |
| FRIDRICH V. BRAD-<br>FORD                 | (542 F. 2d 307 (1976)) Federal Reporter, 2d Series, vol 542 s 307.                                                                                                                                  |
| ERNST & ERNST V.<br>HOCHFELDER            | (425 US 185 (1976)) United States Reports, vol 425 s 185.                                                                                                                                           |
| TSC INDUSTRIES, INC. V.<br>NORTHWAY, INC. | (426 US 438 (1976)) United States Reports, vol 426 s 438.                                                                                                                                           |
| ELKIND V.<br>LIGGETT & MYERS, INC.        | (635 F. 2d 156 (2d Cir 1980)) Federal Reporter, 2d Series, vol 635 s 156.                                                                                                                           |
| CHIARELLA V.<br>UNITED STATES             | (445 US 222 (1980)) United States Reports, vol 445 s 222.                                                                                                                                           |
| AARON V. SEC                              | (446 US 680 (1980)) United States Reports, vol 446 s 680.                                                                                                                                           |
| UNITED STATES V.<br>NEWMAN                | (664 F. 2d 12 (2d Cir 1981)) Federal Reporter, 2d Series, vol 664 s 12.                                                                                                                             |
| SEC V. MACDONALD                          | (669 F. 2d 47 (1983)) Federal Reporter. 2d Series, vol 699 s 47.                                                                                                                                    |
| DIRKS V. SEC                              | (463 US 646 (1983)) United States Reports, vol 463 s 646.                                                                                                                                           |
| SEC V. MATERIA                            | (745 F. 2d 197 (2d Cir 1984) cert. denied 471 US 1053 (1985)) Federal Reporter, 2d Series, vol 745 s 197; ans om prövningstillst avsl United States Reports, vol 471 s 1053.                        |
| SEC V. SWITZER                            | (590 F Supp 756 (W.D.Okla. 1984)) Federal Supplement, vol 590 s 756.                                                                                                                                |
| CARPENTER V.<br>UNITED STATES             | (98 L Ed 275 (1986)) United States Supreme Court Reports, Lawyers' Edition, vol 98 s 275.                                                                                                           |



# SAKREGISTER

- abstain or disclose*-teorin 17, 23, 62
- aiding and abetting* 61, 97
- aktiemarknadsbolag 10
- aktieägare 9, 10
- allmänhetens tilltro 35
- American Bar Association* 27, 31
- American Law Institute* 27, 97
- anmälningsskyldighet 5 f, 58, 71
- anstiftan 58
- Antipater 32
- bankinspektionen (BI) 71
- bedrägeri 42, 83 f
- bidder* 3, 20
- Boesky-fallet* 6, 26, 71, 77
- bonus pater familias 46
- brottsskadelagen 79
- Burger, Chief Justice* 24
- börsbolag 10
- bötesstraff 6, 21
- Cady Roberts-fallet* 14, 15, 17, 24, 32, 46, 68, 93
- Carpenter-fallet* 24, 48, 77
- Chiarella-fallet* 18, 21, 24, 59, 68
- Chinese Walls* 22, 55
- churning* 15
- Cicero 32
- civil penalty* 6, 16, 40, 55, 76
- class action* 97
- common law* 12
- community service* 77
- computer fraud* 19
- Conally-fallet* 68
- corporate insider* 5, 46
- delstatsregler 27
- derivative suit* 13, 27, 28
- Diamond v Oreamuno* 12, 25, 46
- Dingell, John 32
- Diogenes 32
- director* 11, 22
- Dirks-fallet* 19, 21, 47, 60, 61, 62, 66 f
- disgorgement* 6, 13
- dolda reserver 99
- Dow Jones Ticker Service* 93
- dubbel straffbarhet 45
- EG-direktiv 32, 45, 49, 52, 54, 55, 57, 64, 82
- ekonomisk brottslighet 4, 44
- Elkind-fallet* 39, 47, 54, 66
- England 46, 72
- enskilt anspråk 16
- entreprenörer 87
- equal access* 32
- Equity Funding* 19
- Ernst and Ernst v Hochfelder* 66, 97
- eventuellt uppsåt 65, 66
- faceless transactions* 17
- fair play* 31, 34
- federal agency* 12
- federal reglering, området för 31
- Federal Securities Code* 13, 27, 97
- felony* 14, 16
- Fermenta AB 72, 101
- fiduciary duty* 11, 12, 18, 25, 40, 63, 93
- foothold-förvärv* 71
- fransk rätt 5
- fraud* 20, 26
- Freeman v Decio* 12
- Fridrich v Bradford* 29, 39
- frontrunning* 48, 83
- förberedande åtgärd 10, 44
- försäkringsskydd 37
- förtroendeplikt – se *fiduciary duty*
- förverkande 6
- garantställning 85
- Goodwin v Agassiz* 50
- guidelines* 96

- Hamilton, Alexander 1  
 handelsbolag, bolagsman i 9  
*the House Energy and Commerce Committee* 12, 26, 32  
 hälare 60
- icke-offentlig 52  
 identifiering av aktiepost 79, 90  
*injunction* 15  
 inregistreringskontrakt,  
     börsens 102  
 insider 9, 10, 27  
*Inside Information (EG)* 49  
*Insider Trading Sanctions Act* 14,  
     20, 40, 55, 76  
 insynsställning 9, 58
- Jefferson, Thomas 1  
 jury 76  
*Justice Department* 15
- Kardon-fallet* 78  
 kausalitet 39, 54, 85  
*Kennedy, Justice* 24, 81  
 kontobaserat system för aktiere-  
     gistrering 80, 90  
 kontroll 70 ff
- Levine, Dennis 45  
*List v Fashion Park* 46  
 Lynch, Gary G (förordet), 16, 70
- Manne, Henry G (titelblad), 29, 87  
*mail and wire fraud* 24, 49  
*market information* 26  
*market insider* 48  
*market manipulation* 15, 33  
 marknadsanalys 34, 62, 70  
*Materia-fallet* (titelblad), 3, 23 ff,  
     70  
*material* 27, 46 f  
 medhjälp 58  
*Memorandum of Understanding* 45
- misappropriation-teorin* 20, 24, 26,  
     40, 62  
 mosaikteorin 63  
 motparten 64, 69  
 målsägande 74
- National Student Marketing-*  
*fallet* 97  
*negligence* 97  
*Newman-fallet* 20  
*nonpublic* 52  
 norsk rätt 5, 83  
 nyklassicism 4  
 näringsförbud 6
- oaktsamhet 65 ff, 88 f, 100  
 ocker 42  
 offentliga tjänstemän 11, 59, 64  
 offentliggjord 100  
*officer* 11, 22  
 ogiltighet 5  
 olovligt förfogande 40  
 optionshandeln 3  
 OTC-bolag 10  
 OTC-marknaden 1, 39  
*outsider* 27, 62
- pilotskolan 30, 37, 56  
*Polaroid-fallet* 96  
 portföljförvaltare, institutionella  
     placerares 11, 59  
*Powell, Justice* 24, 66  
 praxis 72  
 pressmeddelande 96  
*probation* 77  
*professional intermediary* 57  
*property rights* 25, 38  
*Proposed Insider Trading Bill*  
 (SEC) 26, 49, 51  
 prospekt 94  
 Pufendorf 32
- quasi-insider* 61



*reasonable shareholder-testet* 47  
*recklessness* 67, 97  
*recovery* 13  
*registration statement* 94  
*Restatement of the Law* 27  
*revisor* 9, 100, 101  
*ringa* 35  
*Ruder, David S* 49  
*rule 10b-5* 13 f, 36, 67  
*rule 14e-3* 21, 67  
*runup index* 71  
*ryktesspridning* 53  
*rådgivare* 22  
*rättsekonomi* 30  
*rättsplikt* 85  
*rättsvillfarelse* 68

*sanktionsavgift* 6, 76  
*SAX-systemet* 80, 90  
*Schweiz* 45  
*scienter* 66, 97  
*Securities Act* 12  
*Securities and Exchange Commission*  
    (SEC) 12, 70, 73, 93  
*Securities Exchange Act* 12  
*short swing trading* 12, 59, 66, 91  
*självsanering* 4, 29, 34, 74  
*skadestånd* 37, 39, 42, 78  
*skyddsintresse* 38 ff, 90  
*slumpen* 19, 38  
*specialreglering* 42, 84  
*statistik – SEC* 2  
*Steinberg, Marc* 74  
*stock-watching* 73  
*straff* 6, 14, 36  
*straffnivå* 80  
*straffvärde* 4, 36  
*styrelseledamot* 9, 100  
*subjektivt krav* 60, 65 ff, 88, 97, 100  
*Superintendent of Insurance-*  
*fallet* 78

*svindleri* 7, 8, 35, 99f  
*Switzer-fallet* 19, 69  
  
*take-over bid* 3  
*target (company)* 3  
*temporary insider* 61  
*tender offer* 3, 21  
*Texas Gulf Sulphur-fallet* 7, 17, 29,  
    32, 47, 95, 97  
*tidsrekvisitet* 10  
*tippee* 5, 10, 11, 18, 19, 27, 54, 59  
*tipper* 5, 10, 54, 55, 90  
*Treadway-kommissionen* 97 f  
*trolöshet mot huvudman* 42, 89  
*tryckt skrift* 101  
*TSG Industries-fallet* 46

*underlåtenhet, straffansvar för* 84,  
    101  
*uppdragstagare* 9, 10  
*uppgifter, infordrande av (BI)* 11,  
    59  
*uppköpserbjudande* 10  
*uppsåt* 60, 88  
  
*verkställande direktör* 9, 100  
*white knight* 3  
*Williams Act* 21  
*Winans, se Carpenter-fallet*  
*wrongful* 62  
*värdepappersmarknadskommittén* 11  
*värdepappersmarknadslagen* 6, 9  
*värdeökning* 86  
*väsentlighetskravet* 27, 46 ff  
*Västtyskland* 5, 34

*Yuppie* 77

*åtalsmedgivande* 72

# Juridiska Fakulteten i Stockholm; Skriftserien

1. *Lord Wedderburn of Charlton; Clyde W. Summers;  
Ole Hasselbalch*  
Arbetsrättsliga uppsatser
2. *Anders Hedman*  
Ansvar och ersättning vid medicinsk verksamhet
3. *Claes Peterson*  
Äganderätt, avtalsfrihet och fördelning av företagens vinster
4. *Lars Pehrson*  
EG och immaterialrätten.  
Gemenskapsrättens inverkan på nationell immaterialrätt
5. *Per Magnusson; Dan Sandberg*  
Rättsäkerheten i fackföreningar
6. *Jan Hellner m fl*  
Rationalitet och empiri i rättsvetenskapen
7. *Marianne Levin*  
Rätt till egen bild  
– om oauktoriserad personbildsanvändning i massmedier
8. *Peter Melz*  
Kapitalvinstbeskattningens problem  
– företrädesvis vid fastighetsförsäljning
9. *Sven-Olof Lodin*  
Perspektiv på skatterätten
10. *André Françon*  
Bernkonventionen 100 år
11. *Madeleine Löfmarck m fl*  
Åtalsunderlåtelse  
– Processekonomi och absolut åtalsplikt
12. *Lars Heuman*  
Advokatsamfundets skiljedomsprövning av arvodestvister mellan  
advokater och klienter
13. *Lars Ederwall*  
Byggnadskreditivet  
– som säkerhet vid uppförandet av byggnader
14. *Gustaf Lindencrona*  
Skattefrågor för universitetslärare vid forskning och undervisning utomlands
15. *H.W.R. Wade*  
Administrative Justice in Britain Today
16. *Alf Bohlin*  
Allmänna handlingar

17. *Dan Lindmark; Carl Martin Roos*  
Swedish Insurance Law

18. *Madeleine Löfmarck*  
Insiderbrott och svindleri

- En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige.

Redaktör  
**Jan Rosén**  
Jur. kand.

Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet,  
106 91 Stockholm  
Telefon 08/16 36 46





Insiderhandel som straffrättsligt problem utgör ämnet för den första delen av denna undersökning, utförd av professorn i straffrätt vid Stockholms universitet Madeleine Löfmarck. Boken innehåller

- en redogörelse för regleringen av insiderhandel i USA och Sverige och en presentation av förslaget till EG-direktiv för sådan reglering
- en analys av argument för och emot en rättslig reglering
- ett förslag till utformning av straffansvaret som bygger på befintlig, central strafflagstiftning och markerar en bestämd avsikt att motverka ojusta metoder i börshandeln.

I undersökningens andra del behandlas den för värdepappershandeln helt centrala frågan om informationsgivning från företagen till marknaden. Är tiden nu – efter Fermentaaffären och 1987 års börskrasch – mogen att aktualisera straffansvaret för svindleri?