

Juridiska institutionen vid Göteborgs Universitet  
Tillämpade studier vid jur.kand.-programmet 20 p., ht 2004  
Hillevi Börjesson, 800813-5645

# **Förbudet mot korttidshandel – ett förbud i behov av förändring?**

Handledare:  
Rolf Dotevall  
Rolf Skog

# Innehållsförteckning

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 Inledning</b>   | <b>4</b>  |
| 1.1 Presentation av ämnet  | 4         |
| 1.2 Syfte  | 5         |
| 1.3 Metod  | 6         |
| 1.4 Avgränsningar  | 6         |
| <b>2 Allmän bakgrund</b>   | <b>7</b>  |
| 2.1 Insiderregleringens framväxt i Sverige                         | 7         |
| 2.2 Insiderstrafflagen (2000:1086)                                 | 9         |
| 2.3 Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet                        | 10        |
| <b>3 Förbudet mot korttidshandel</b>                               | <b>12</b> |
| 3.1 Utvecklingen i Sverige   | 12        |
| 3.1.1 SOU 1989:72  | 13        |
| 3.1.2 Prop. 1990/91:42   | 14        |
| 3.1.3 Prop. 1995/96:215  | 15        |
| 3.1.4 Ändringar i förbudet mot korttidshandel                      | 16        |
| 3.2 Övrig reglering  | 16        |
| 3.2.1 Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd            | 16        |
| 3.2.2 Självreglering   | 17        |
| <b>4 Gällande rätt</b>   | <b>19</b> |
| 4.1 15 § - förbudet  | 19        |
| 4.1.1 Tolkningsproblematik med 15 §                                | 20        |
| 4.2 16 § - undantagen  | 23        |
| 4.3 20 § p3, 21 § p4 – sanktionsavgiften                           | 24        |
| <b>5 En internationell utblick</b>                                 | <b>26</b> |
| 5.1 USA  | 26        |
| 5.2 Norden   | 29        |
| 5.2.1 Danmark  | 29        |
| 5.2.2 Finland  | 30        |
| 5.2.3 Norge  | 31        |
| 5.3 EG-reglering   | 32        |
| <b>6 Förbudet i framtiden</b>                                      | <b>33</b> |
| 6.1 Förslaget i SOU 2004:69  | 33        |
| 6.2 Remissinstansernas inställning                                 | 35        |
| <b>7 Argument för respektive mot ett förbud mot korttidshandel</b> | <b>38</b> |
| 7.1 Argument som talar för   | 38        |
| 7.1.1 Stärkt förtroende för marknaden                              | 38        |
| 7.1.2 Fördelar ur bevissynpunkt                                    | 39        |
| 7.1.3 Förebygger insiderhandel                                     | 39        |
| 7.1.4 Främjar långsiktiga placeringar                              | 40        |
| 7.1.5 Moralskapande  | 41        |
| 7.1.6 Aktiemarknadsbolag omfattas inte av självregleringen         | 41        |
| 7.2 Argument som talar mot   | 41        |

|  |           |
|--|-----------|
| 7.2.1 Förbudet saknar träffsäkerhet  | 41        |
| 7.2.2 Negativa effekter på marknaden   | 42        |
| 7.2.3 Förbudet saknar lyckade internationella förebilder                     | 42        |
| 7.2.4 Området täcks upp av självreglering                                    | 43        |
| <b>8 Avslutande analys</b>   | <b>44</b> |
| 8.1 Verkar förbudet kompletterande?  | 44        |
| 8.2 Vilken betydelse har det att förbudet saknar motsvarigheter inom Europa? | 46        |
| 8.3 Problematiken med förbudets felträffar                                   | 47        |
| 8.4 Korttidshandelsförbudet och Corporate governance                         | 47        |
| 8.5 Behovet av förändring  | 49        |
| <b>9 Slutord</b>   | <b>53</b> |
| <b>10 Källförteckning</b>  | <b>54</b> |

# 1 Inledning

## 1.1 Presentation av ämnet

Under de senaste årtiondena har den tekniska utvecklingen och den generella ökningen av internationell handel lett till att finansmarknaden genomgått stora strukturomvandlingar. Allt fler väljer idag att placera sina pengar i aktier och aktiemarknaden har fått ekonomisk betydelse för en stor del av den svenska befolkningen. Denna utveckling har lett till att värdepappersmarknaden kommit att betraktas som samhällsekonomiskt allt viktigare.

Till följd av utvecklingen har området varit föremål för en framväxande reglering från statligt håll och ett ämne som hamnat i fokus, i samband med diskussioner om allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, är insiderhandeln. Att utnyttja icke offentlig information om ett företag för att göra vinster vid handel med värdepapper är idag förbjudet i Sverige.<sup>1</sup> Insiderstrafflagen (2000:1086) innehåller straffstadganden som förbjuder ett flertal variationer av insiderhandel. Reglerna är dock förknippade med en hel del bevisproblematik, vilket är en av anledningarna till den förhållandevis tunna praxis som finns på området. Under åren 1991-2002 behandlades vid Finansinspektionen cirka 450 ärenden om misstänkt insiderhandel. Av dessa anmäldes 46 fall av misstänkt insiderhandel till åklagare, tio av dessa anmälningar hade i mars 2003 lett till att åtal väckts och endast sex resulterat i fällande domar.<sup>2</sup> Under åren 2003 och 2004 har en ökning av åklagaranmälda fall skett då hittills 28 misstänkta fall av insiderbrott anmälts till åklagare under denna tid.<sup>3</sup>

För att förebygga insiderhandel finner man i Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet ett antal administrativa bestämmelser.<sup>4</sup> Lagen innehåller bland annat bestämmelser om anmälningsskyldighet av aktieinnehav för personer med insynsställning samt ett förbud mot korttidshandel. Förbudet mot korttidshandel ämnar förhindra att personer med insynsställning köper aktier och sedan säljer dem inom tre månader för att på så vis tillgodogöra sig en eventuell otillbörlig vinst.

---

<sup>1</sup> Se vidare avsnitt 2.2.

<sup>2</sup> Sandeberg, Strikt ansvar vid insiderbrott, s 876.

<sup>3</sup> Finansinspektionens förteckning samt hemsida november 2004.

<sup>4</sup> Se vidare avsnitt 2.3.

Förbudet mot korttidshandel är utformat för att avhålla personer med insyn i ett bolag från att göra pengar på snabba affärer och därmed spekulera i bolagets aktier. Personer med ett informationsövertag skall avhållas från att missbruka detta. Förbudet ämnar därmed förebygga insiderhandel samt komplettera insiderstrafflagens bestämmelser. Regeln är utformad som en presumtionsbestämmelse där personer med insynsställning presumeras ha insiderinformation och därför i viss mån är förhindrade att handla. Bestämmelsens funktion har varit ämne för många diskussioner och kritiken har inte gjort sig ohörd. Ett av problemen med förbudet är exempelvis att även helt legitima affärer riskerar träffas, vilket knappast kan anses vara ett syfte med bestämmelsen. Man kan därför ställa sig frågan om förbudet verkligen fyller någon funktion eller snarare är ett slag i luften i kampen mot den otillåtna insiderhandeln?

I denna framställning kommer att redogöras för framväxten av den svenska insiderregleringen i allmänhet och förbudet mot korttidshandel mer specifikt. Jag kommer att presentera och analysera tankegångarna bakom korttidshandelsförbudet. Avslutningsvis kommer jag att redogöra för min egen syn på förbudets utformning och behov av förändring.

## **1.2 Syfte**

Syftena med denna framställning är att utreda, utvärdera och redogöra för det förbud som givit upphov till så mycket kritik. Vidare ämnar jag redogöra för skälen bakom att förbudet infördes i svensk rätt. Jag vill även undersöka förbudets utformning, vilken funktion det fyller och på vilket sätt det är avsett att komplettera den straffstadgade insiderhandeln. För att få ett vidare perspektiv är mitt syfte även att redogöra för förbudets existens inom den utländska rätten.

Ett annat syfte med arbetet är att presentera argument för och emot förbudet mot korttidshandel. Då området för marknadsmissbruk idag är under förändring till följd av dir. 2003/6/EG är avslutningsvis huvudsyftet med detta arbete att lägga fram ett underlag till bedömningen om huruvida korttidshandelsförbudet bör finnas kvar i svensk rätt, och om det i sådana fall är i behov av ändringar.

### **1.3 Metod**

Jag har använt mig av en traditionell juridisk metod. Vid sidan av lagregler och förarbeten har jag sökt information hos myndigheter samt i viss mån även branschorganisationer. För att få en vidare uppfattning av förbudets tillämpning har jag träffat två jurister verksamma vid Finansinspektionen.

Doktrin och annat material som behandlar korttidshandelsförbudet är tunn och i många delar oaktuell, varför det varit svårt att få tag i ett mångsidigt behandlande av ämnet. En stor del av arbetet har därmed legat i bearbetning av det material som funnits att tillgå för att med detta som underlag kunna redogöra för en egen analys av ämnet.

### **1.4 Avgränsningar**

Jag har i mitt arbete valt att inte utreda insiderlagstiftningen i någon större utsträckning utan presenterar således endast den bakgrund jag anser vara viktig för förståelsen av ämnet. Jag har även valt att lämna skattemässiga aspekter av korttidshandelsförbudet utanför detta arbete. Vidare är det lagstiftningen som står i fokus för detta arbete, varför jag låtit presentationen av övrig reglering som finns avseende korttidsaffärer stanna vid endast en kort orientering.

Då jag i min framställning har valt att lägga tonvikten på den svenska regleringen har den internationella jämförelsen stannat vid en kort utblick, där jag valt att undersöka existensen av ett korttidshandelsförbud i lagstiftningarna inom USA, EG och Norden. Anledningen till detta är vad gäller USA att det är där den längsta erfarenheten av insiderlagstiftning finns<sup>5</sup> och vad gäller EG att den svenska lagstiftningen i stor utsträckning styrs av EG:s lagstiftning.

Lagstiftningen i övriga Norden är av intresse på grund av de stora likheter man i de flesta fall kan finna mellan de nordiska ländernas lagstiftning samt den värde- och kulturgemenskap vi delar.

---

<sup>5</sup> Nilsson, Insiderlagen, s 87.

## 2 Allmän bakgrund

Den gynnsamma utvecklingen på värdepappersmarknaden och de oerhörda belopp som idag är i omsättning har medfört ökade risker för att vissa mindre nogräknade personer på ett ohederligt sätt försöker tillskansa sig så stora belopp som möjligt. Insiderhandel innebär en möjlighet för personer att skapa sig stora vinster. Detta kan vara ett skäl till att just insiderhandel uppmärksammas av lagstiftare och massmedia. Insiderhandel kan på ett förenklat sätt förklaras såsom att en person med s.k. insiderinformation, d.v.s. med kännedom om ett förhållande som inte är allmänt känt, men som om det vore känt skulle påverka kursen på värdepappret, utnyttjar denna information för att köpa eller sälja värdepapper. Jag kommer i detta kapitel att kort beskriva insiderlagstiftningens framväxt i Sverige för att detta sedan ska ligga till grund för förståelsen för den fortsatta framställningen.

### 2.1 Insiderregleringens framväxt i Sverige

Den första lagstiftningen i Sverige som syftade till att motverka insiderhandel kom till under 1970-talet genom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. Regleringen innebar inte att insiderhandel förbjöds, utan endast att en begränsad personkrets med insynsställning ålades att registrera sitt aktieinnehav i det egna bolaget. Anmälan skulle ske till den som förde aktieboken, d.v.s. i de allra flesta fall till Värdepapperscentralen.<sup>6</sup> Att man valde att stanna vid en registreringsplikt förklaras med att det rörde sig om ett nytt område för lagstiftningen och att det skulle föreligga stora svårigheter att påvisa ett missbruk.<sup>7</sup> Lagens tillämpningsområde begränsades till aktier vilka var föremål för allmän handel då det är vid denna typ av handel som avtalsparterna är anonyma. De transaktioner som sker direkt mellan två parter kunde angripas med tillämpning av allmänna civil- och straffrättsliga regler. Insiderhandelns begränsning till att omfatta endast handel på värdepappersmarknaden gäller än idag.<sup>8</sup>

Att regleringen inte förbjöd insiderhandel utan lämnade till massmedia att utmåla klandervärda affärer ledde till stor kritik. Den som tålde lite dålig publicitet kunde alltså hänge sig åt insiderhandel i stora skalor. Man tillsatte därför en utredning 1979 för att överväga ett förbud mot insiderhandel, vilket kom att leda till att ett förbud infördes några år senare. I detta sammanhang bör även nämnas att en anmälningsskyldighet vid denna tid

---

<sup>6</sup> Dir. 2003:91.

<sup>7</sup> Nilsson, Insiderlagen, s 21.

<sup>8</sup> Se vidare, avsnitt 2.2.

utformades i fondkommissionslagen (1979:748), som ålade vissa befattningshavare hos fondkommissionärer att till arbetsgivaren anmäla sina innehav och förändringar i detta innehav. Vidare stadgades i lagens 39 § att personer i viss insynsställning hos fondkommissionär som huvudregel bara fick förvärva vissa värdepapper för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Vid bedömningen av vad som ansågs utgöra långsiktig förmögenhetsförvaltning hade man bland annat ställt upp en presumtionsbestämmelse om att ett förvärv åtföljt av en försäljning inom kortare tid än två år ansågs utgöra annat än långsiktig förmögenhetsförvaltning.<sup>9</sup>

Den utredning som tillsattes år 1979 resulterade i ett betänkande, SOU 1984:2 Värdepappersmarknaden, som låg till grund för lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, VPL. Det är i denna lag det första direkta förbudet mot insiderhandel infördes i det svenska rättssystemet. Den krets som ansågs ha insynsställning utvidgades till att utöver styrelseledamöter och verkställande direktör även omfatta större aktieägare, liksom vissa befattningshavare i moderföretaget. Vad gäller anmälnings- och registreringskyldigheten ålade reglerna dels bolaget att upprätta en förteckning över vilka som var dess insiders, och dels dessa insiders att anmäla sitt och närståendes aktieinnehav och förändringar däri.

Förbudet mot insiderhandel i VPL, som var begränsat till att gälla endast personer med särskild insynsställning, gällde endast aktier i aktiemarknadsbolag och vissa andra värdepapper med anknytning till sådana aktier. Med insiderinformation avsågs endast information med särskild anknytning till aktiemarknadsbolaget. Lagen innehöll dels ett allmänt förbud mot insiderhandel, dels ett förbud mot insiderhandel vid offentliga erbjudanden om förvärv av aktier i ett bolag.

Även VPL utsattes för kritik, vilken gick ut på att lagstiftningen i olika avseenden haft en för snäv omfattning för att kunna uppnå sitt syfte. Kritiken gällde bland annat att insiderinformationen endast avsåg rent företagsspecifik information, att förbudet borde avse alla typer av finansiella instrument samt framför allt att personkretsen som träffades av förbudet var alldeles för begränsad.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Nilsson, Insiderlagen, s 23.

<sup>10</sup> A.a.s 32 f.



Endast fyra år efter VPL:s ikraftträdande lades efter en utredning, SOU 1989:72, fram ett förslag, prop. 1990/91:42, till en ny lag och 1991 trädde den första insiderlagen (1990:1342) i kraft. Detta var en effekt dels av den kritik VPL utsatts för men även en anpassning till kraven i EG:s direktiv om insiderhandel, dir. 89/592/EEG. Den nya lagstiftningen innebar en utvidgning av förbudet mot insiderhandel, där bl.a. personkretsen utökades och förbudet kom att gälla samtliga fondpapper och därmed jämställda instrument. Personkretsen omfattade alla som i anställning, uppdrag eller annan befattning fått information eller kunskap om en icke offentliggjord kurspåverkande omständighet. Aktieägare omfattades i den utsträckning information rörande omständigheter i bolaget där de äger aktier. Förbudet kom att omfatta även andra som i sin handel utnyttjade ett erhållet insidertips. Lagen innebar viss begränsning i anmälningsskyldigheten, eftersom man höjde gränserna för hur stora förändringarna i ens innehav kunde vara innan anmälningsplikt utlöstes.

Insiderlagen var under ett par tillfällen utsatt för ändringar innan den i januari 2001 ersattes av två lagar: insiderstrafflagen (2000:1086) och lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, vilka är de lagar som gäller idag. Att lagen delades upp i två delar är en effekt av att man ansåg den tidigare insiderlagen vara svåröverskådlig bland annat för att den blandade straffrättsliga och administrativa bestämmelser.<sup>11</sup>

## **2.2 Insiderstrafflagen (2000:1086)**

Insiderstrafflagen reglerar förbudet mot insiderhandel samt otillbörlig kurspåverkan, som tidigare stod att finna i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Den primära insiderkretsen som omfattas av förbudet mot insiderhandel, nedan även kallat det generella handelsförbudet, är alla som i anställning, uppdrag eller annan befattning fått information eller kunskap om en icke offentliggjord kurspåverkande omständighet. Aktieägare omfattas i den utsträckning informationen rör omständigheter i bolaget där de äger aktier. De affärer som lagen förbjuder är situationer där någon i insynsställning själv utnyttjar, eller vidareförmedlar till någon som utnyttjar icke allmänt känd kurspåverkande omständighet. Förbudet omfattar dock även andra som, på sätt nämnt ovan, i sin handel utnyttjar eller sprider ett erhållet insidertips, vilket innebär att vem som helst, oberoende av vilken relation man har till ett bolag, kan göra sig skyldig till insiderbrott.

---

<sup>11</sup> Prop. 1999/2000:109, s 50.

Den kurspåverkande omständigheten skall för att utgöra insiderinformation erfarenhetsmässigt ändra kursen, så att en person genom att föregå offentliggörandet kan skapa eller minska en förlust genom att köpa eller sälja finansiella instrument.<sup>12</sup>

Förbudet mot insiderhandel omfattar idag endast handel på värdepappersmarknaden, varför direkta transaktioner mellan två personer inte träffas av handelsförbudet. Man anser att transaktioner av det senare slaget skyddas av annan civil- och straffrättslig reglering; såsom exempelvis brottsbalkens bedrägeribestämmelser, 9 kap BrB. Begränsningen i handelsförbudet till att bara omfatta handel på värdepappersmarknaden väntas dock, till följd av ny EG-reglering på området, att försvinna inom kort.<sup>13</sup>

Insiderstrafflagen är en straffrättslig reglering där straffet för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan är fängelse i högst två år. Om brotten är ringa döms till böter eller fängelse i högst sex månader. Bedöms brottet som grovt döms till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år. Den som röjer insiderinformation utan att det föranleder handel döms för obehörigt röjande av insiderinformation till böter eller fängelse i högst sex månader. Att ha i åtanke här är att om insiderinformationen i samband med röjandet blir allmänt känd kan inte dömas till ansvar, då informationen i dessa fall inte längre kan klassas som en icke offentlig kurspåverkande omständighet.

### **2.3 Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet**

Lagen om anmälningsskyldighet reglerar de situationer då ett innehav eller förändringar i ett innehav av aktier eller aktierelaterade finansiella instrument föranleder en anmälan till insynsregistret, tidigare kallat insiderregistret. Insynsregistret förs av Finansinspektionen och en anmälan ska skriftligen skickas hit. Insynsregistret är offentligt, vilket innebär att marknadsaktörer och andra kan följa förändringar i de innehav som personer med insynsställning har. Anmälningsskyldighetens syfte är dess avhållande effekt från insiderhandel och ger vidare möjlighet att kontrollera efterlevnaden av handelsförbudet.

Anmälningsskyldigheten åligger en uppräknad kategori av personer med särskild insynsställning i aktiemarknadsbolag. Anmälningsskyldigheten omfattar även vissa närståendes aktieinnehav. Anmälningsskyldigheten är inte absolut då det i lagtexten anges

---

<sup>12</sup> Sandeberg, Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation, s 13.

<sup>13</sup> Se avsnitt 5.3.

vissa situationer där anmälningsskyldigheten är undantagen. Anmälningsskyldighet åligger också vissa personer i insynsställning vid värdepappersinstitut, börs och auktoriserad marknadsplats.

Reglerna i lagen om anmälningsskyldighet är av administrativ karaktär på så vis att överträdelser är sanktionerade genom särskilda avgifter som tas ut av Finansinspektionen. Lagen är alltså inte straffrättslig, vilket innebär att en överträdelse inte är ett brott. I den tidigare insiderlagen blandades de straffrättsliga och administrativa bestämmelserna, vilket gjorde lagen svåröverskådlig och det var svårt för den enskilde att hålla isär bestämmelserna. En förekommande uppfattning var exempelvis att den som överträdde reglerna om anmälningsskyldighet hade begått ett insiderbrott. Uppdelningen av bestämmelserna i två olika lagar kan som nämnts främst ses som ett resultat av den tidigare svåröverskådligheten.<sup>14</sup>

Den del i lagen om anmälningsskyldighet som kanske varit utsatt för mest kritik och som är i fokus för denna framställning är det s.k. korttidshandelsförbudet. Detta kan kort beskrivas som att en viss personkrets med särskild insynsställning i bolaget är förhindrade att avyttra aktier eller andra aktierelaterade instrument tidigare än tre månader efter förvärv av samma slag. Sker sådan avyttring åläggs man att till Finansinspektionen betala en avgift motsvarande 90% av skillnaden mellan förvärvs- och avyttringspriset. I följande kapitel kommer jag att grundligare redogöra för förbudet mot korttidshandel, för att längre fram i framställningen presentera min egna uppfattning om dess utformning och existens.

---

<sup>14</sup> Prop. 1999/00:109, s 50.

### **3 Förbudet mot korttidshandel**

En korttidsaffär går ut på att köpa ett värdepapper för att kort tid därefter sälja det till en kurs som är högre än anskaffningskursen. Det är i denna typ av kortsiktiga affärer som ett utnyttjande av insiderinformation torde vara som mest lukrativt, och när dessa korttidsaffärer utförs av personer som typiskt sett har information som ännu inte offentliggjorts ägnar detta att skada allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

För att undvika den känsliga situation som kan uppstå när en person med insynställning utför affärer av ovan nämnt slag har man utformat ett förbud mot korttidshandel för dessa personer, som typiskt sett kan förväntas komma i kontakt med icke offentliggjord kurspåverkande information. Bestämmelsen är en presumptionsregel där man alltså är hindrad att handla även om man i själva verket inte haft tillgång till någon insiderinformation, varför man vid förbudets tillämpning inte stöter på de bevissvårigheter som är förknippade med insiderstrafflagens bestämmelser. Ett förbud mot korttidsaffärer kan således ses som ett komplement till insiderstrafflagens straffsanktionerade förbud mot att med insiderinformation köpa och sälja värdepapper.

Jag kommer i det följande att redogöra för det lagstadgade förbudets inträde i svensk rätt för att längre fram i framställningen ta en närmare titt på dess utformning och funktion. För att uppmärksamma läsaren på regler motsvarande det lagstadgade korttidshandelsförbudet kommer jag i detta kapitelns sista avsnitt att kort redogöra för annan svensk reglering som förbjuder korttidshandel.

#### **3.1 Utvecklingen i Sverige**

Som avslutande del kommer jag att i denna framställning behandla frågan om korttidshandelsförbudets existens och behov av förändring. För att kunna göra detta anser jag det vara av stor vikt att skapa en förståelse för de argument och tankegångar som ligger bakom förbudet. I det följande kommer därför att, på ett relativt ingående sätt, redogöras för de förarbeten som ligger till grund för den lagreglering vi har idag.

### 3.1.1 SOU 1989:72

Även om man i lagen (1979:748) om fondkommission 39 § möjligtvis kan finna tankegångar om ett korttidshandelsförbud hos lagstiftaren<sup>15</sup> är det först i SOU 1989:72 man finner en första diskussion om att införa ett rent förbud mot korttidshandel i svensk rätt. Den s.k. Värdepappersmarknadskommittén anförde att en effektiv övervakning av misstänkt insiderhandel inte alltid kan upprätthållas på ett tillfredställande sätt och framhöll vidare att det visat sig svårt för tillsynsmyndigheter och åklagarmyndigheter att uppfylla de subjektiva beviskrav som gäller för att insiderbrott skall kunna styrkas.<sup>16</sup> Kommittén ansåg att det därför, mot ljuset av den reglering som hade funnits i USA en tid, fanns skäl för att ytterligare skärpa reglerna mot insiderhandel genom att införa ett korttidshandelsförbud. I det följande redogörs för ytterligare argument som framställs i utredningen, sidan 183-186.

I utredningen anfördes att den moralskapande effekt som insiderhandelsförbudet kan anses ha haft riskerar urholkas av att mindre nogräknade personer med insynsställning på ett skickligt sätt kan utnyttja brister i kontrollsystemet. Då frestelsen att göra vinstgivande affärer är störst när det gäller kortsiktiga affärer ansåg kommittén att övervägande skäl talade för ett förbud som riktar sig mot korttidsaffärer.

Vidare anfördes i utredningen som skäl för ett införande av ett förbud mot korttidshandel i svensk rätt att regeln kan fungera som en kompletterande bestämmelse till förbudsregeln mot insiderhandel då det räcker att konstatera att handel har förekommit för att regeln skall vara tillämplig. Regeln antogs ha en preventiv effekt då den förtjänst som görs vid en korttidsaffär fräntas personen som genomfört affären. Att regeln är ägnad att stärka förtroendet för marknaden synes vara det bärande skälet för förbudet, men man framhöll även att en karantänsbestämmelse för alla personer som tillhör ledningen i ett aktiebolag understryker den allmänna strävan som finns att främja långsiktiga placeringar av ledande personer i det egna aktiebolaget.

På anförda skäl föreslog kommittén en regel där personer med insynsställning som köper eller säljer aktier i det "egna" bolaget inom en tid av sex månader skulle vara förhindrade att sälja eller återköpa aktier med samma rättigheter utan att behöva lämna ifrån sig ett belopp motsvarande den vinst förfarandet medfört honom. Den vinst som görs vid en sådan affär

---

<sup>15</sup> Se ovan avsnitt 2.1.

<sup>16</sup> SOU 1989:72, s 183.

föreslogs, utan någon direkt motivering, tillfalla bolaget och i konsekvens härav skulle det i första hand ankomma på bolaget att föra talan om vinsten. För att förhindra att personer med insynsställning missbrukar sitt inflytande i bolaget föreslogs även åklagare ha en möjlighet att efter anmälan från bankinspektionen föra talan om att vinsten skall inbetalas till bolaget. Att man valde just sex månader som tidsperiod förklarades dels med att den överensstämde med den i USA och Finland och dels att med en kortare tid skulle tanken på att söka främja långsiktiga placeringar hos personer med ledande ställning i aktiebolaget gå förlorad. Den regel som föreslogs följde den amerikanska modellen och var inte ett straffstadgande. Man förklarade detta med att även situationer som inte är klandervärda i egentlig mening kommer att omfattas av regeln, varför man av kriminalpolitiska skäl bör undvika nykriminaliseringar.

### **3.1.2 Prop. 1990/91:42**

I de remissyttranden som föregick prop. 1990/91:42 blev Värdepappersmarknadskommitténs förslag föremål för ganska livlig kritik även om flera instanser uttalade sin anslutning till grundtankarna. Följande kritik bygger på den redogörelse för remissinstansernas inställning som återges i prop. 1990/91:42, sidorna 167-171.

Ett flertal remissinstanser invände att det inte är lämpligt att åklagare skall föra den här typen av civilrättslig talan. Istället föreslogs talerätten läggas över på dåvarande Bankinspektionen, nu Finansinspektionen. Vidare ansågs att vinsten inte skulle inbetalas till bolaget då detta inte fått vidkänna någon kostnad. Istället föreslogs att medlen skulle tillfalla staten. Som ytterligare kritik mot den föreslagna regeln framfördes att förbudet när det ursprungligen infördes i USA under 1930-talet var riktat mot den utpräglat spekulativa handel som föregick den stora börskraschen 1929 och alltså inte i första hand var fråga om att stoppa missbruk av insiderinformation. Vidare framhölls här att det i Sverige inte fanns något som tydde på att insiders i snäv bemärkelse skulle ägna sig åt kortsiktiga affärer i större utsträckning än andra på aktiemarknaden. I övrigt framhölls av remissinstanserna att EG inte hade några regler om korttidshandel, och att förslaget skulle ge upphov till ett tungadministrerat och svåröverblickbart system.

I prop. 1990/91:42 anförde föredragande statsrådet att regeln avsevärt skulle försvåra möjligheterna att göra otillåtna affärer, men framhöll samtidigt att det kan antas att helt legitima affärer riskerar utebli. Vidare instämde i remissinstansernas anföranden att det väntas uppstå vissa svårigheter vid tillämpningen av bestämmelsen. Precis som i flertalet

remissyttranden tycks det faktum att regeln saknade motsvarighet i EG:s direktiv om insiderhandel också ha spelat roll. Sammanfattningsvis synes nackdelarna med förbudet ha vägt tyngst och föredragande statsrådet valde i propositionen därför att inte lägga fram något förslag till förbud mot korttidshandel.<sup>17</sup>

### **3.1.3 Prop. 1995/96:215**

I samband med en utredning, SOU 1994:68, där man hade att överväga vissa specifika frågor avseende insiderlagstiftningen dök återigen frågan om ett förbud mot korttidshandel upp. I utredningen ifrågasattes flera av de antaganden som föreföll ligga till grund för Värdepapperskommitténs förslag och utredningen påpekade att området istället var bättre lämpat för självreglering. Trots att insiderutredningen i sitt betänkande valde att inte lägga fram något förslag till förbud mot korttidshandel, och de remissinstanser som yttrat sig instämde i utredningens bedömning<sup>18</sup>, behandlades dock frågan vidare i prop. 1995/96:215. Man redogjorde i propositionen åter för den kritik mot förslaget som lades fram i den föregående utredningens betänkande, men valde ändå en annan linje. Det förslag som lades fram i propositionen ledde sedermera till det lagstadgade korttidshandelsförbud som trädde i kraft den 1 januari 1997 och som med viss revision gäller än idag.<sup>19</sup> De argument som låg till grund för förslaget presenterades i propositionen sidorna 64-69 och redogörs för nedan.

Mot bakgrund av den självreglering som då var gällande på området, FFFS 95:59, samt Fondhandlareföreningens rekommendationer<sup>20</sup>, förde man i propositionen fram en mängd positiva argument för en reglering. Sammanfattningsvis framfördes en mängd argument om korttidshandelsförbudets syfte som komplement till insiderregleringen. Att regeln skulle stärka allmänhetens och aktörernas förtroende för marknaden fördes också fram.

Anmärkningsvärt är att man inte nämnde förbudets syfte att uppfylla den allmänna strävan att förmå personer i ledande ställning i bolaget att investera långsiktigt, vilket enligt min uppfattning synes vara ett av de ursprungliga syftena bakom förbudet mot korttidshandel. Min slutsats är härmed att detta syfte olyckligtvis har gått förlorat i förarbetet till förbudets inträde i svensk rätt. Jag återkommer dock till denna aspekt längre fram i denna framställning.<sup>21</sup>

---

<sup>17</sup> Prop. 1990/91:42, s 73 f.

<sup>18</sup> Prop. 1995/96:215, s 64.

<sup>19</sup> Regleringens innehåll och utformning redogörs för i kapitel 4

<sup>20</sup> Se vidare avsnitt 3.2.

<sup>21</sup> Se vidare avsnitt 8.4.

### **3.1.4 Ändringar i förbudet mot korttidshandel**

I prop. 1997/98:71 klargjorde man att förbudet mot korttidshandel inte bara ska omfatta de transaktioner där antalet förvärvade och sålda aktier överensstämmer. Man framhöll att förbudet skulle bli tämligen verkningslöst om det inte skulle omfatta alla överlåtelser intill det antal aktier som förvärvats.<sup>22</sup>

I samband med att man införde reglerna om noterade publika bolags rätt att förvärva och överlåta sina egna aktier införde man, efter förslag i prop. 1999/00:34, vissa åtgärder avseende förbudet mot korttidshandel. För att förebygga att aktiemarknadsbolag med stöd av insiderinformation ska spekulera i kortsiktiga kursförändringar genom att förvärva och överlåta egna aktier i nära anslutning till offentliggörande av en kurspåverkande omständighet utvidgade man förbudet mot korttidshandel till att gälla även vid ett bolags handel med egna aktier.<sup>23</sup>

I prop. 1999/00:109 var förslaget om att dela upp insiderlagen (1990:1342) till två lagar behandlades redogjorde man endast kortfattat för förbudet mot korttidshandel. Förbudet verkar inte ha varit föremål för några större övervägningar utan överfördes till lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument i ett stort sett oförändrat skick.

## **3.2 Övrig reglering**

Värdepappersmarknaden är ett område där utvecklingen av självreglering och andra regler är mycket stor. Förbudet mot korttidshandel är inget undantag från denna typ av reglering och som kommer att framgå nedan var självregleringen i detta fall en föregångare till lagregleringen. Många bolag och myndigheter, såsom exempelvis Riksbanken och Finansinspektionen, har idag även utvecklat egna interna föreskrifter om förbud mot korttidshandel för anställda.

### **3.2.1 Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd**

I Finansinspektionens författningssamling (FFFS) ges till lagar och förordningar kompletterande regler i form av föreskrifter, som är bindande, och allmänna råd ut. Som exempel på ett tidigt allmänt råd inom det aktuella området kan anföras det cirkulärbrev som

---

<sup>22</sup> Prop. 1997/98:71, s 101.

<sup>23</sup> Prop. 1999/00:34, s 82.



bankinspektionen, nu Finansinspektionen, år 1974 sände till verkställande direktörer i de bolag som omfattades av dåvarande insiderlagen. I detta framhöll inspektionen att det generellt sett ter sig iögonfallande, när en s.k. insider över huvud taget befinner sig i marknaden under en känslig period före publicerandet av betydelsefull information. Vidare framhöll inspektionen att s.k. insiders helt bör anhålla sig från affärer under en period omfattande minst 30 dagar före publicerandet.<sup>24</sup> Redan under 1970-talet kan man hos inspektionen således finna de tankegångar som är högaktuella i och med det förslag som idag ligger på bordet om ändringar i dagens lagstadgade korttidshandelsförbud.<sup>25</sup>

I artikel 10 i investeringstjänstedirektivet från år 1993<sup>26</sup> föreskrevs att medlemsstaterna skulle införa sundhetsregler för värdepappersföretag och att dessa regler bl.a. skulle ålägga sådana företag att ha en internkontrollfunktion som särskilt innehåller regler för affärer som genomförs av anställd personal. Finansinspektionen antog mot denna bakgrund föreskrifter om bl.a. sundhets- och uppföranderegler avseende handel och tjänster på värdepappersmarknaden (FFFS 1995:59).<sup>27</sup> Dessa regler, som gäller för värdepappersinstitut och således även är grunden för den självreglering som idag finns avseende dessa, har sedermera reviderats och idag återfinns reglerna i FFFS 2002:7, som trädde i kraft den 1 juli 2002.

I FFFS 1995:59 sades att sådana institut inom sin organisation skulle införa regler rörande anställdas och närståendes egna affärer med finansiella instrument och utländsk valuta. Vidare angavs i föreskrifterna tvingande anvisningar om vad dessa regler skulle innehålla. Bl.a. föreskrevs ett korttidshandelsförbud innebärande att, för anställda och deras närstående, innehavstiden för marknadsnoterade värdepapper och andra finansiella instrument måste överstiga tre månader. I och med revisionen år 2002 kortades den föreskrivna innehavstiden ner till en månad.

### **3.2.2 Självreglering**

Självreglering innebär att exempelvis bransch- eller intresseorganisationer fastställer regler, vilka får genomslagskraft genom att värdepappersmarknadens aktörer i avtal eller genom medlemskap i förening förbinder sig att efterleva dessa. Med andra ord skapar marknadens

---

<sup>24</sup> SOU 1984:2, s 78.

<sup>25</sup> Se vidare kapitel 6 samt SOU 2004:69, s 172 ff.

<sup>26</sup> Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

<sup>27</sup> Prop. 1995/96:215, s 66.

aktörer regler som de själva är överens om att följa. Tongivande självreglering för det område som är ämnet för denna framställning är Svenska Fondhandlareföreningens rekommendationer, varför jag nedan valt att lägga fokus på dem.

I prop. 1995/96: 215 s 65 framhöll regeringen den, för värdepappersinstitutens del, omfattande självreglering som fanns i form av de rekommendationer som getts ut av Svenska Fondhandlareföreningen<sup>28</sup>. Vid denna tid föreskrevs i den rekommendation som behandlade ett korttidshandelsförbud att, för anställda inom fondhandeln och deras närstående, innehavstiden för marknadsnoterade värdepapper och andra finansiella instrument måste överstiga tre månader. I propositionen redogjordes för rekommendationens regler mycket noggrant och det är enligt min uppfattning dessa regler som låg till grund för utformningen av det lagstadgade korttidshandelsförbudet.

Svenska Fondhandlareföreningens regler från 1991 har varit utsatta för revision och ersattes i juni 2002 av den idag gällande rekommendation, Regler om värdepappers- och valutaaffärer mm gjorda av anställda i värdepappersinstitut för egen eller närståendes räkning från 2002-06-30. Här framgår att reglerna utgör en gemensam standard för föreningens medlemsföretag, vilka är värdepappersinstitut<sup>29</sup>. Vidare framhålls att reglerna är minimiregler och att de kan göras mer långtgående av respektive företag.

I och med att den nya rekommendationen trädde i kraft år 2002 inskränktes den föreskrivna innehavstiden, från tidigare gällande tre månader till en månad. Vad gäller beräkningen av innehav enligt denna ”enmånadsregel” skiljer sig denna från lagregleringen på så sätt att aktieinnehav räknas post för post. Innebörden av detta återkommer jag till i samband med att jag nedan beskriver den tolkningsproblematik som är förknippad med det lagstadgade förbudet.<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> Här avsågs Svenska Fondhandlareföreningens då gällande Regler om egna och närståendes värdepappersaffärer för anställda i bank och värdepappersbolag från 1991.

<sup>29</sup> Med värdepappersinstitut avses värdepappersbolag, banker och filialer till utländska företag med tillstånd att driva värdepappersrörelse i Sverige.

<sup>30</sup> Se avsnitt 4.1.1.

## 4 Gällande rätt<sup>31</sup>

I det följande kommer det att redogöras för rekvisiten i det lagstadgade förbudet mot korttidshandel. Jag kommer även att ge kommentarer till viss del av regleringen för att underlätta förståelsen för förbudet. I redogörelsen har jag valt att inte göra alltför många djupdykningar då huvudfrågeställningen för min framställning är förbudets existens snarare än dess tillämpning.

### 4.1 15§ - förbudet

Enligt 15 § förhindrar korttidshandelsförbudet en utvald personkrets med insynsställning, som har förvärvat aktier i bolaget, från att mot vederlag avyttra aktier av samma slag upp till motsvarande antal tidigare än tre månader efter förvärvet.

Den krets som enligt paragrafens första stycke träffas av förbudet är ledamot och suppleant i bolagets styrelse, verkställande direktör och vice verkställande direktör, revisor och revisorssuppleant. Det samma gäller för innehavare av nämnda poster i bolagets moderföretag. Kretsen är snävare än den personkrets som omfattas av anmälningsskyldighet. Skäl för detta är att förbudet mot korttidshandel är mer ingripande för den enskilde, varför man vid regelns utformning valde att göra en avgränsning. I författningskommentarerna till det ursprungliga förbudet kan man läsa att endast sådana förvärv och överlåtelser som sker efter det att anställningen eller uppdraget påbörjas skall omfattas av förbudet.<sup>32</sup> En konsekvens av detta är att aktier som innehas när anställningen eller uppdraget påbörjas skall anses vara innehavda i tre månader. Förbudet är däremot tillämpligt då överlåtelse sker efter det att anställningen eller uppdraget avslutats, om förvärvet skett medan anställningen eller uppdraget varade.

För att förhindra att reglerna kringgås omfattas även närstående till den särskilda personkretsen av förbudet. Enligt paragrafens andra stycke första punkten omfattas därför även make, sambo och omyndiga barn som står under vårdnad av personen med insynsställning. Vidare omfattas vissa juridiska personer som denne har väsentligt inflytande

---

<sup>31</sup> Med nedan angivna lagparagrafer avses Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument om inte annat anges.

<sup>32</sup> Prop. 1995/96:215, s 85.

i. Som redogjorts för tidigare träffas även ett aktiemarknadsbolags förvärv av sina egna aktier av förbudet.

Med aktier likställs i anmälningsskyldighetslagen, 2 §, aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin. Denna definition gäller således även för korttidshandelsförbudet. Med transaktioner som sker mot vederlag avses avyttring och byte. Gåva omfattas däremot inte av förbudet.

Till skillnad från vad som gäller det generella handelsförbudet i insiderstrafflagen ställs här inget krav på att de transaktioner som träffas av förbudet måste ske på värdepappersmarknaden. Handel direkt mellan två personer träffas alltså också av korttidshandelsförbudet. Jag utgår från att detta är ytterligare ett medel för att undvika kringgående av regleringen. Detta står även i samklang med den nya utvidgningen i dir. 2003/6/EG, där det generella handelsförbudet skall omfatta även direkta transaktioner.

I samklang med dåvarande självreglering begränsades i förslaget som ledde fram till en reglering även den tidsrymd som avses med korttidshandel från tidigare diskuterade sex månader till tre månader. Korttidshandelsförbudet omfattar vidare endast transaktioner där man först förvärvar och sedan avyttrar inom tre månader och inte den situationen där man först avyttrar och sedan förvärvar. Den senare transaktionen kan vara ett sätt att undvika ett kursfall och på så sätt bespara sig en förlust, men en transaktion av detta slag omfattas således inte av förbudet. Trots att det kan kännas tveksamt att någon använder pengar man tjänat på att undvika en förlust till att återköpa aktier av samma slag till mycket låg kurs har lagstiftaren valt att inte göra någon åtskillnad mot det fallet att man använder pengarna till något annat. Tydligt är här att man i arbetet som ledde fram till regleringen tog del av den kritik som den föregående utredningen framställde.<sup>33</sup>

#### **4.1.1 Svårigheter vid tolkningen av 15 §**

Det tydligaste tolkningsproblemet som förbudet tycks vara förknippat med uppstår i situationer när aktier köpts in i flera omgångar varefter en del av aktierna avyttras inom tre månader från det senaste förvärvet. Här ställs även lagstadgandets formulering ”aktier av

---

<sup>33</sup> SOU 1994:68, s 65-66.

samma slag upp till motsvarande antal” på sin spets. Skall förvärv som görs beräknas post för post eller gör ett förvärv inom tre månader från ett tidigare förvärv att även det tidigare sätts i någon ny form av tremånaderskarantän? Denna tolkningsproblematik är enligt min uppfattning en naturlig följd av att lagstiftaren vid sin utformning av förbudet inte i tillräcklig utsträckning uppmärksammade det faktum att aktier på värdepappersmarknaden inte är identifierbara, varför man inte kan urskilja exakt vilken aktie som köpts när. I de förarbeten som ligger till grund för regleringen har frågan föga belysts. I doktrin<sup>34</sup> redogörs för inställningen att försäljning av en aktie inte får ske förrän den sist förvärvade aktien av samma slag innehafts under minst tre månader. En konsekvens av detta är att alla tidigare förvärvade aktier av samma slag hamnar i tre månaders karens om ytterligare en aktie förvärvas.

Den aktuella frågan prövades nyligen av Kammarrätten i Stockholm och i dess dom meddelad 2004-03-26<sup>35</sup> synes förbudet, vid en första granskning, ha tolkats på tre olika sätt i de tre berörda instanserna. Finansinspektionens inställning, såsom den framställs i domen,<sup>36</sup> är likt den som framhålls i doktrin att ett köp av aktier blockerar förvärvarens hela innehav av aktier av samma slag under tre månader. Länsrätten fann dock i sina domskäl<sup>37</sup> att korttidshandelsförbudet endast får anses omfatta ett antal aktier som motsvarar det antal aktier som förvärvats inom tre månader före överlåtelsen och således inte alla aktier av samma slag. Detta innebär enligt länsrätten att korttidshandelsförbudet inte hindrar att aktier överläts så länge minst så många aktier finns i behåll som har förvärvats de senaste tre månaderna. Kammarrättens tolkning av förbudet framstår i domen som avvikande från såväl länsrättens som Finansinspektionens uppfattning då kammarrätten i sina domskäl skriver att bestämmelsen hindrar att aktier av samma slag som förvärvats innan den aktuella tremånadersperioden avyttras under samma period, dock med den begränsningen att förbudet omfattar endast ett visst antal aktier, motsvarande det antal som förvärvats under perioden i fråga.<sup>38</sup> Kammarrättens dom har överklagats och beviljats prövningstillstånd i Regeringsrätten. Av Finansinspektionens yttranden till Regeringsrätten klargörs, vilket enligt min mening ej klart framgått vid tidigare instanser, att Finansinspektionen är av samma

---

<sup>34</sup> Kågerman, Värdepappersmarknadens regelssystem, s 175 f, Beckman m. fl., Lagarna på värdepappersområdet, s 480.

<sup>35</sup> Kammarrättens i Stockholm dom 2004-03-26, mål nr 2135-03.

<sup>36</sup> A dom s 4.

<sup>37</sup> Länsrättens i Stockholms län dom 2003-02-28, mål nr 17061-02, s 6.

<sup>38</sup> Kammarrättens i Stockholm dom 2004-03-26, mål nr 2135-03, s 5 f.

uppfattning som Kammarrättens och följaktligen anser sig ha tolkat och tillämpat förbudet på detta sätt.<sup>39</sup>

För att tydliggöra kammarrättens – som tills Regeringsrätten prövat saken ännu är ledande instans - inställning i frågan vill jag här återge min uppfattning av hur förbudet i enlighet med domen bör tolkas vid sin tillämpning med ett exempel. Antag att A sedan fem månader tillbaks äger tio aktier och idag förvärvar ytterligare en aktie. Det sista aktieköpet hindrar honom inte från att sälja aktier inom den kommande tremånadersperioden med mindre än att han blir skyldig att erlägga sanktionsavgift beräknad utifrån den senast förvärvade aktien. Om han vill avyttra fem aktier imorgon blir han alltså skyldig att erlägga sanktionsavgift beräknad utifrån en av aktierna medan resterande fyra kan avyttras fritt.

Intressant i sammanhanget är att förbudet i Finansinspektionens och Fondhandlareföreningens regler<sup>40</sup> istället tillämpas post för post. Innebörden av detta är att man ser varje köp av aktier som en post oavsett antalet aktier som vid tillfället köps, varför det är viktigt att kunna bevisa exakt hur många aktier som köpts vid ett tillfälle och följaktligen ses som en post. Om du köper en post med aktier är det tillåtet att under karenstiden på en månad<sup>41</sup> avyttra aktier så länge man kan visa att aktieposten man vill avyttra motsvaras av en tidigare förvärvad aktiepost. Jag vill med följande exempel ytterligare tydliggöra självregleringens tolkning. Antag att A sedan ett halvår tillbaks är innehavare av två aktieposter om fem aktier respektive tolv aktier. Idag förvärvar A en aktiepost om sju aktier. Om A imorgon vill sälja aktier, utan att bryta mot förbudet, kan han välja att sälja en post om antingen fem aktier eller tolv aktier. Vid närmare granskning av post för post-tillämpningen väcks för min del många frågor till liv, men då denna framställning tar sikte på den svenska lagregleringen faller en större djupdykning i övrig reglering utanför ramen för detta arbete.

I ljuset av den tolkningsproblematik som redogjorts för ovan uppstår även problem vid själva beräkningen av sanktionsavgiften. För att undvika ett alltför tungrovt material har jag dock valt att utelämna denna problematik.

---

<sup>39</sup> Finansinspektionens yttrande 2004-08-30 och 2004-10-27.

<sup>40</sup> FFFS 2002:7, Svenska Fondhandlareföreningens regler från 2002.

<sup>41</sup> Karenstiden inom nämnd reglering är en månad till skillnad från lagregleringens tre månader, se ovan avsnitt 3.2.1 och 3.2.2.

## 4.2 16§ - undantagen

Då det i vissa situationer skulle vara oskäligt att hindra en försäljning inom tremånadersfristen görs från korttidshandelsförbudet i 16 § undantag för vissa i paragrafen uppräknade situationer. Vidare stadgas här att Finansinspektionen vid synnerliga skäl får medge ytterligare undantag från förbudet.

Den första situation man gjort undantag för är det fall att avyttringen resulterar i en förlust. Detta faller sig naturligt då det vore oskäligt att införa en regel som generellt förbjuder försäljning av aktier när kursen fallit. Ett sådant förbud skulle ju inte falla in under förbudets syfte då detta är att förhindra att folk med insynsställning gör obehöriga vinster. Att någon med insynsställning köpt aktier precis innan ett kursfall ser jag vidare som ett tecken på att personen inte handlat efter tillgång på insiderinformation, åtminstone inte korrekt sådan.

Vad gäller det andra undantaget har det här inte ansetts vara rimligt att ledande befattningshavare inte får avyttra sina aktier i aktiemarknadsbolaget i enlighet med villkoren i ett offentligt uppköpserbudande. Enligt min mening skulle en av motiveringarna till detta undantag kunna vara att det i detta fall inte är personen med insynsställning som är den aktive. Det är inte han som söker upp någon för att sälja, vilket annars torde vara den situation man har i åtanke med förbudet. För att dra det till det yttersta kan tänkas att om insynspersonerna var förhindrade att sälja skulle det offentliga uppköpet kunna resultera i en situation av tvångsinlösen där personerna ändå tvingas sälja sina aktier. Detta är enligt min mening en effekt som bör undvikas då en tvångsinlösenssituation följaktligen bromsar uppköpet och aktiehandeln i stort. Jag vill här dock gärna påpeka att insiderstrafflagens bestämmelser hela tiden är gällande parallellt, varför en transaktion som är undantagen enligt punkt två skulle falla under insiderstrafflagens handelsförbud om någon köper på sig aktier med vetskap om ett kommande uppköpserbudande.

Det tredje och sista undantaget bygger även det på en skälighetsbedömning där man anser att det vore oskäligt om en person är förhindrad att sälja ett teckningsrättsbevis, om han eller hon köpt aktierna inom tre månader före teckningstidpunkten.<sup>42</sup> En sådan situation skulle annars kunna resultera i att personen var tvungen att avstå från teckningsrättens värde om denne saknar ekonomisk förmåga att teckna aktierna.

---

<sup>42</sup> Prop. 1995/96:215, s 69.

I paragrafen ges en möjlighet för Finansinspektionen att medge undantag i vissa situationer där det skulle vara uppenbart oskäligt att hindra en försäljning inom tremånadersfristen. I författningskommentarerna ges exempel på situationer i vilka synnerliga skäl skall kunna anses ligga för handen. Såsom exempel nämns nödvändiga förmögenhetsdispositioner i samband med äktenskapsskillnad eller arvsskifte, eller vid generationsskiftet i företag.<sup>43</sup>

### **4.3 20§ p3, 21§ p4 – sanktionsavgiften**

Eftersom förbudet infördes för att minska incitamenten att begå insiderbrott är korttidshandelsförbudet utformat som en ordningsföreskrift förenat med en avgiftssanktion i stort sett motsvarande den vinst som affären har medfört. För det fall någon avyttrar aktier i strid mot förbudet skall således Finansinspektionen enligt 20 § besluta att en särskild avgift skall tas ut. Denna avgift skall enligt 21 § beräknas såsom 90 procent av skillnaden mellan förvärvs- och avyttringspriset. Vidare stadgas i paragrafen att avgiften skall uppgå till lägst 15 000 och högst 350 000 kronor.

Om någon avyttrar aktier mot förbudet skall man således betala en särskild avgift till Finansinspektionen. Denna särskilda avgift är inte att jämföras med böter då böter förutsätter att ett brott begåtts, och förbudet mot korttidshandel endast är ordningsföreskrifter. Det har inte varit helt självklart att avgiften ska erläggas till just Finansinspektionen då avgiften i exempelvis USA ska erläggas till bolaget.<sup>44</sup> Det tyngsta argumentet för att avgiften skall erläggas till Finansinspektionen och inte till bolaget är, enligt min mening, att bolaget faktiskt inte är det som lider förlust av transaktionen. Direkt drabbad part är istället, vid sidan av allmänhetens förtroende som indirekt kan få sig en törn, aktieägaren som står på andra sidan av transaktionen.

Avgiften om 90 procent beräknas såsom skillnaden mellan det senast betalda inköpspriset – det lägsta pris som säljaren betalat under tremånadersfristen – och försäljningspriset. Genom att man valt en modell där man inte konfiskerar hela den vinst som uppstått vid en otillåten korttidsaffär beaktas de transaktionskostnader som varit förenade med affären. Till frågan varför man valt att begränsa avgiften till att uppgå till minst 15 000 och högst 350 000 kronor ges ingen förklaring i förarbetena. I propositionen som låg till grund för förbudet<sup>45</sup> klargjordes

---

<sup>43</sup> A.prop.s 87.

<sup>44</sup> SOU 1989:72, s 184.

<sup>45</sup> Prop. 1995/96:215, s 69.



att någon avgift vid korttidsaffärer inte borde tas ut om förseelsen samtidigt utgör överträdelse av insiderlagens handelsförbud. Då vinningen av insiderbrott i regel skall förklaras förverkad framhåller man att det inte borde komma i fråga att både förverka vinsten av en affär och att ta ut en sanktionsavgift.

I sammanhanget kan nämnas att kritik förts mot att avgiften är för hög rent generellt.<sup>46</sup> Naturligtvis måste en sanktionsavgift, oavsett storlek, kännas omotiverad för den som handlat utan insiderinformation. I Sverige utgår dock sanktionsavgift endast på reell vinst, vilket kan jämföras med regleringen i USA där sanktionsavgiften riskerar bli större än den vinst personen i fråga faktiskt gjort.<sup>47</sup> Således riskeras, enligt den svenska modellen, åtminstone inte att personen blir skyldig att erlägga större avgift än den vinst som gjorts.

---

<sup>46</sup> Finansinspektionen 2004-11-09.

<sup>47</sup> Se nedan, avsnitt 5.1.

## 5 En internationell utblick

I det material som ligger till grund för det svenska förbudet mot korttidshandel finner man att det är ett förbud med få internationella föregångare. USA och Finland synes vara de enda länder som har eller har haft ett liknande förbud och även här finns det skillnader från den svenska lagstiftningen. Då det är av stort intresse att se vad förbudet har för utländska motsvarigheter kommer jag nedan att kort redogöra för regleringens utformning inom USA, EU och Norden.

### 5.1 USA

Efter en genomgång av de förarbeten som resulterade i det svenska förbudet mot korttidshandel finner man att den i den amerikanska Securities Exchange Act section 16(b) s.k. insiders short-swing profits rule fungerat som en förebild. I USA finns, liksom i Sverige, inget straffstadgat förbud mot korttidshandel, men en persons vinst kan under vissa förutsättningar förverkas. Den personkrets som träffas av regleringen är snarlik den svenska.

Behovet av lagstiftning på aktiemarknadsområdet blev i USA akut under 1920-talets ekonomiska kris. Redan år 1933 tillkom därför den federala Securities Act och året därpå Securities Exchange Act, även den federal. Dessa lagar är endast två av de sju federala börslagar, Federal Securities Laws, som infördes fr.o.m. år 1933.<sup>48</sup> I samband härmed tillskapades även Securities and Exchange Commission, SEC, vilket är ett administrativt organ med uppgift att reglera och övervaka värdepappershandel.<sup>49</sup>

Till en början var det främsta vapnet mot insiderhandel bestämmelsen om s.k. short swing trading i Securities Exchange Act section 16(b)<sup>50</sup>, vilket alltså är förebilden till det svenska korttidshandelsförbudet. 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. Denna regel kan således jämföras med anmälningsskyldigheten i den svenska regleringen. Section 16(b) innehåller en obligatorisk förverkanderegulering beträffande förtjänster som nämnd personkrets gjort på transaktioner inom

---

<sup>48</sup> Nilsson, Insiderlagen, s 87.

<sup>49</sup> Löfmarck, Insiderbrott och svindleri, s 12.

<sup>50</sup> A.a.s 12.

en tidsperiod på mindre än sex månader. Till skillnad från den svenska regleringen omfattas såväl köp med efterföljande försäljning som försäljning med efterföljande återköp.

Erfarenhetsmässigt har domstolarna i USA valt att räkna ut förtjänstens storlek genom att matcha det lägsta inköpspriset med det högsta försäljningspriset under perioden. Denna metod kan slå väldigt hårt då man genom att använda denna metod kan räkna fram en ”vinst” även i situationer där någon under perioden genomfört ett flertal transaktioner som resulterat i en total förlust. Kritik har därför förts mot att denna uträkningsmetod inte kan rättfärdigas av bestämmelsens syfte.<sup>51</sup>

En stor skillnad från den svenska regleringen är att det i USA endast är bolaget som kan åberopa section 16(b), och det är bolaget som erhåller den förverkade summan. I Sverige tillfaller den förverkade summan Finansinspektionen och bolaget står alltså utan ekonomisk kompensation.<sup>52</sup>

Den aktuella bestämmelsen framhölls länge som ett mönsterstadgande men det har emellertid visat sig att den kan kringgås på flera sätt, t ex genom att låta tidsfristen gå ut eller att aktieägare minskar ner sitt aktieinnehav i ett första steg till under 10%, så att ingångsinnehavet inte är tillräckligt för att regeln skall bli tillämplig när sedan ett stort köp med åtföljande försäljning görs.<sup>53</sup> År 1942 tillskapades därmed den s.k. rule 10b-5, vilken 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.<sup>54</sup> Regeln förbjuder envar att vid värdepappersaffärer som genomförs på någon amerikansk fondbörs eller med hjälp av federal handelsinrättning eller postverket svikligen uppge eller förtiga väsentliga fakta eller i övrigt ta del i bedrägligt förfarande. Till skillnad från short swing rule finns till rule 10b-5 ett straffbud som alltså tar sikte på insiderförfaranden i allmänhet.

Exakt vad rule 10b-5 förbjuder är inte helt klart, men regeln omfattar en stor variation av insiderhandel som går bortanför section 16:s område. Till stor del på grund av detta har

---

<sup>51</sup> Hazen, *The Law of Securities regulation*, s 723.

<sup>52</sup> Se vidare avsnitt 4.3.

<sup>53</sup> Löfmarck, *Insiderbrott och svindleri*, s 13.

<sup>54</sup> A.a.s 13.

section 16 på senare år hamnat i skymundan i debatten om riktigheten och lagligheten av insiderhandel grundad på icke-offentlig information.<sup>55</sup>

I preambeln till section 16(b) framgår att regelns syfte är att förhindra orättvist brukande av insiderinformation. För att komma till rätta med detta missbruk valde lagstiftaren således ett strikt ansvar, vilket följaktligen träffar även legitima affärer.<sup>56</sup> Bestämmelsen om short swing trading har sedermera blivit utsatt för mycket kritik. Den största kritiken ligger i att regeln tillåter många med insiderinformation att handla förtjänstfullt medan många personer som saknar insiderinformation avhålls från att handla alls.<sup>57</sup> Samtidigt framhålls att regelns enkelhet tveklöst har haft en påtagligt avhållande effekt. Fåtalet rapporterade överträdelser anses inte vara talande för det antalet korttidsaffärer som förbudet fångat upp eller genom dess existens förebyggt.<sup>58</sup>

Steve Thel<sup>59</sup> bemöter i sin artikel, *The Genius of Section 16*, en del av kritiken mot regeln och ger samtidigt en annan syn på den. Han menar att förbudet avhåller många företagsledare från manipulerande företagsaffärer för deras egen skull och istället uppmuntrar dem till att ha ett personligt intresse i den långtida framgången för företaget.<sup>60</sup> Han medger att section 16(b) delvis ämnar att förhindra handel, men inte så mycket att förhindra handel byggande på insiderinformation som att förhindra handel i spekulationssyfte.<sup>61</sup> Sammanfattningsvis kan sägas att Thel menar att regelns primära syfte är att företagen skall styras på ett bättre sätt, snarare än att hindra insiders från att handla. Regeln ämnar att motverka problem med att ägande och företagsledande är två olika objekt i publika bolag.<sup>62</sup> Förbudet kan i detta ljus ses som ett steg mot en corporate governance reglering och det är, enligt Thel, just detta grundarna till section 16 hade i åtanke.<sup>63</sup>

---

<sup>55</sup> Thel, *The Genius of Section 16*, s 2.

<sup>56</sup> Hazen, *The Law of Securities regulation*, s 716 f.

<sup>57</sup> Thel, *The Genius of Section 16*, s 2.

<sup>58</sup> Loss, *Fundamentals of Securities regulation*, s 612.

<sup>59</sup> Professor vid Fordham University School of Law.

<sup>60</sup> Thel, *The Genius of Section 16*, s 2.

<sup>61</sup> A.a.s 9.

<sup>62</sup> A.a.s 3.

<sup>63</sup> A.a.s 4 f.

## 5.2 Norden

Vid en internationell utblick är det naturligtvis alltid av intresse att se över gränsen till våra närmaste grannländer. Vi har i Norden en stor kultur- och värdegemenskap, varför vi inom många områden har en liknande lagreglering. Vad gäller korttidshandelsförbudet finns idag inga direkta motsvarigheter att finna i våra grannländers lagregleringar, även om man kan skönja att det även där förts liknande tankegångar. I den nordiska framställningen har jag utelämnat Island då utvecklingen av en värdepappersmarknad här tog fart långt senare än i övriga Norden och därmed enligt min mening är av liten betydelse i sammanhanget.

### 5.2.1 Danmark

Danmarks insiderlagstiftning är precis som i övriga Norden av relativt sent datum och det var först år 1986 som det i lag om Köbenhavns fondbörs intogs en lagregel, 39 §, som direkt berör insiderhandel.<sup>64</sup> Alltsedan 1930-talet har det dock i den danska aktiebolagslagen, 53 §, funnits en generell regel som förbjuder styrelsemedlemmar och andra i ledningen av ett bolag att spekulera i det egna bolagets aktier eller i aktier hos bolag i samma koncern. Denna bestämmelse är således inte begränsad till börsbolag utan gäller för alla publika bolag. Vid bedömningen av om en transaktion är att se som spekulationshandel skall hänsyn tas till karaktären av transaktionen, d.v.s. om den är långsiktig eller kortsiktig, samt till den aktuella personens tidigare handlingsmönster.<sup>65</sup> Sanktionen vid överträdelse av regeln är böter. Överträdelse av förbudet har lagförts i endast ett fall, vilket skedde för över 30 år sedan. Till detta kommer att den generella uppfattningen är att regeln blivit överflödig i och med införandet av ett förbud mot insiderhandel.<sup>66</sup>

Utöver det generella förbudet mot spekulationshandel som står att finna i den danska aktiebolagslagen saknas i Danmark lagregler som kan liknas med ett förbud mot korttidshandel. Här finns dock en branschkodex som bland annat riktar sig mot analytiker och som innehåller rekommendationer om ett handelsförbud, vilket bär element av den amerikanska s.k. short swing profit rule. Vidare återfinns i Köpenhamnsbörsen rekommendationer regler om att ledningen i börsbolag endast skall få handla i bolagets aktier under en period av sex veckor efter offentliggörandet av viktiga rapporter.<sup>67</sup>

---

<sup>64</sup> Nilsson, Insiderlagen, s 102.

<sup>65</sup> Andersen, Clausen, Introduktion til børsretten, s 240.

<sup>66</sup> Hansen, Nordic Financial Market Law, s 117.

<sup>67</sup> A.a.s 118.

### 5.2.2 Finland

Den finska regleringen var, vid sidan av den amerikanska, en viktig förebild vid korttidshandelsförbudets inträde i svensk rätt. Finland saknar idag motsvarighet till förbudet men hade fram till år 1996 ett korttidshandelsförbud, vilket kommer att redogöras för nedan då det i förarbetena till det svenska förbudet tydligt framgår att man granskat den finska föregångaren.<sup>68</sup>

Finland saknade i princip lagstiftning om värdepappershandeln fram till år 1986, då det tillsattes en kommitté för att se över den finska värdepappersmarknaden. Kommittén såg ett behov av reglering på värdepappersmarknaden och år 1989 trädde den finska värdepappersmarknadslagen (495/1989) i kraft. Bland annat kunde man här finna bestämmelser om otillåten insiderhandel samt ett förbud mot korttidshandel. Värdepappersmarknadslagen gäller, efter viss revision, än idag.

Likt den i USA s.k. insiders short-swing profit rule förbjöd de finska bestämmelserna, värdepappersmarknadslagens 5 kapitel, vissa personer med insynställning i ett bolag att förvärva eller mot vederlag överlåta värdepapper i bolaget för att sedan mot vederlag överlåta eller förvärva aktier av samma slag utan att låta minst sex månader förflyta. Förbudet träffade dock bara offentlig handel och inte direkta transaktioner mellan två personer. Till skillnad från den amerikanska, och sedermera även den svenska, regleringen var det finska förbudet straffstadgat. Den som uppsåtligt eller av grov oaktsamhet förvärvade eller överlät värdepapper i strid med bestämmelsen kunde, om gärningen inte var att bedöma som ringa, dömas för värdepappersmarknadsbrott till böter eller fängelse i högst ett år.

Att inte Sverige valde en straffsanktionerad modell som i Finland kan enligt min uppfattning ha sin bakgrund i en medvetenhet om att förbudet även träffar en del legitima affärer och att regeln endast är avsedd att vara ett komplement till insiderstrafflagen. Poängteras bör här att i Finland är även försummelse av anmälningsskyldigheten förknippad med ett straffstadgande som kan leda till böter. Detta straffstadgande gäller alltså än idag.

År 1996 skedde till följd av EG:s investeringstjänstedirektiv<sup>69</sup> en översyn över den finska lagstiftningen på området. I reg.prop 7/1996 redogjordes för hur man i lagstiftningen anpassar

---

<sup>68</sup> Se exempelvis SOU 1989:72, s 184-186 och SOU 1994:68, s 64-65.

<sup>69</sup> Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

sig till direktivens minimikrav. I propositionen föreslogs en del ändringar vilket bland annat resulterade i att förbudet mot korttidshandel trädde ut ur den finska regleringen. Någon motivering till varför regleringen föreslogs försvinna gavs inte i propositionen. Enligt min uppfattning kan en av anledningarna vara att den finska Finansinspektionen ansåg att förbudsbestämmelsen var svårtillämpad och ofta medförde behov av dispens, varför ett avskaffande av förbudet tidigare kommit på förslag från inspektionen.<sup>70</sup>

Även i Finland finns en utbredd självreglering och här står än idag motsvarigheter till förbudet mot korttidshandel att finna. Då det centrala i detta arbete är den statliga regleringen har jag dock valt att inte fördjupa mig i den finska självregleringen.

### **5.2.3 Norge**

Norge fick genom lov om verdipapirhandel den 15 oktober 1985 en reglering av insiderhandel som avser missbruk av förtrolig aktiebolagsinformation. Lagen innehöll såväl ett förbud mot insiderhandel som en anmälningsskyldighet för aktiebolaget. År 1997 ersattes denna lag av en ny lag, lov (1997 nr 79) om verdipapirhandel, i vilken man kan finna 1985 års insiderregler i ett i stort sett oförändrat skick.

Under 1988 utarbetades ett förslag till ändringar i de norska reglerna om insiderhandel. Det förslag som lades fram innehöll en regel mot korttidsspekulation, vilken i vissa delar motsvaras av den i USA förekommande s.k. insiders short-swing profit rule.<sup>71</sup> Detta förslag resulterade dock inte i något korttidshandelsförbud och man finner idag ingen motsvarighet till förbudet i den norska lagstiftningen.

Även om någon lagstiftning inte står att finna rekommenderar Oslobörsen att insiders avstår från att handla med aktier de sista två månaderna innan offentliggörandet av årsredovisningen och en månad före offentliggörandet av delårsrapporter. Flera börsbolag har vidare utvecklat liknande regler i sina interna föreskrifter.<sup>72</sup>

---

<sup>70</sup> SOU 1994:68, s 65.

<sup>71</sup> SOU 1989:72, s 153 f.

<sup>72</sup> Andenæs, Bjørland, Børsregler, s 176.

### 5.3 EG-reglering

EU:s väg mot en reglering om insiderhandel påbörjades på 1960-talet då den s.k. Segrérapporten (1966) påbjöd en reglering av bolagsledningars handel med bolagets värdepapper. Syftet med regleringen var att undvika ledande befattningshavares utnyttjande av informationsfördelar. Det förslag som Kommissionen år 1970 framställde innehöll bl.a. regler om tystnadsplikt och en s.k. short swing profit rule, ett förbud mot korttidsaffärer, efter amerikansk modell.<sup>73</sup>

Kommissionens inställning till missbruk av information var vägledande, och i de europeiska länderna rådde i princip enighet om att insiderhandel var oacceptabelt.<sup>74</sup> Kommissionens förslag till insiderdirektiv antogs 1989 och reglering mot insiderhandel började växa fram inom EU. Insiderdirektivet<sup>75</sup> saknade regler om förbud mot korttidshandel och någon sådan bestämmelse synes inte heller ha anammats i de olika ländernas regelverk.

I det investeringstjänstedirektiv, 93/22/EEG, som antogs 1993 fanns föreskrivet att medlemsstaterna skulle införa vissa sundhetsregler för värdepappersföretag. Detta direktiv resulterade, som nämnts<sup>76</sup>, i Finansinspektionens föreskrifter, FFFS 1995:59, vilka bl.a. innehöll en regel om korttidshandelsförbud för anställda. Investeringstjänstedirektivet torde således vara det direktiv, i vilket man finner den närmsta motsvarigheten till ett korttidshandelsförbud inom EG-rätten.

År 1999 påbörjades en inventering av den dåvarande lagstiftningen inom marknadsmissbruksområdet i Europa. På grundval av denna översyn utformade Kommissionen ett förslag som resulterade i det s.k. marknadsmissbruksdirektivet<sup>77</sup>. En tydlig nyhet i direktivet är att man utvidgar insiderlagstiftningen till att även omfatta direkta transaktioner mellan två parter, såväl fysiska som juridiska. Denna typ av transaktioner har tidigare överlämnats till den övriga civilrättens reglering. I sitt arbete att effektivisera lagstiftningen inom EU har man dock inte fastnat för modellen med förbud mot korttidshandel, varför direktivet saknar bestämmelser om detta.

---

<sup>73</sup> Sandeberg, Marknadsmissbruk, s 55.

<sup>74</sup> A.a.s 55.

<sup>75</sup> Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.

<sup>76</sup> Se avsnitt 3.2.1.

<sup>77</sup> Europaparlamentet och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).



## 6 Förbudet i framtiden

Just nu pågår ett stort arbete som väntas leda till viss revision av vår svenska reglering.

Genom dir. 2003:91 fick en utredningsgrupp, marknadsmissbruksutredningen, i uppdrag att se över frågor som rör insiderlagstiftningen. Huvuduppgiften var att analysera de ändringar som krävs i den nuvarande regleringen för att genomföra marknadsmissbruksdirektivet, 2003/6/EG. Vidare hade utredningen att göra en total översyn av samt föreslå de lagändringar som finnes nödvändiga för en effektiv bekämpning av marknadsmissbruk.

Utredningsgruppens arbete resulterade i betänkande SOU 2004:69, vilket offentliggjordes i juli i år.

### 6.1 Förslaget i SOU 2004:69

Något förbud mot korttidshandel står ej att finna i EG:s direktiv och just detta förbud föreslås av marknadsmissbruksutredningen bli föremål för en omfattande förändring. Utredningen framställer i betänkandet, sidorna 172-173, en mängd kritik som framförts mot förbudet och ställer sig frågan om korttidshandelsförbudet bör upprätthållas. Det framhålls att förbudet uppfattats som svårtolkat, svårtillämpat och relativt lätt att kringgå. För att framhålla regelns inkonsekvens beskriver man hur man kan komma runt förbudet genom s.k. blankningsaffärer (aktielån). Sådana blankningsaffärer, där man återköper samma aktier inom tre månader från försäljningen, är alltså tillåtna, förutsatt att de sålda aktierna lånats in tidigare än tre månader. Till detta kommer att det inte är kursen vid lånetillfället som avgör om den som blankar gör vinst eller förlust utan aktiekursen vid den tidpunkt han köper in aktier för att återbetala aktielånet. Att marknadsmissbruksdirektivet inte innehåller några regler motsvarande det svenska förbudet förs även det fram mot förbudet.

Utredningen hänvisar vidare till två andra viktiga preventiva och utredningsunderlättande bestämmelser – bestämmelser om insiderförteckning och rapporteringsskyldighet - som bör verka avhållande från insiderhandel och som väntas införas till följd av direktivet.

Utredningens uppfattning synes vara att korttidshandelsförbudet, i ljuset av dessa preventiva åtgärder, kan anses överflödigt.

I den utformning som marknadsmissbruksutredningen föreslår föreskriver bestämmelsen om insiderförteckning att emittenter och personer som handlar på deras vägnar eller för deras

räkning skall upprätta förteckningar över personer som jobbar för dem och som har tillgång till insiderinformation om bolaget eller bolagets finansiella instrument. Denna insiderförteckning skall innehålla personer som har tillgång till insiderinformation oavsett om detta gäller regelbundet eller endast vid enstaka tillfällen. Det är således inte fråga om en förteckning över personer som normalt sett har tillgång till insiderinformation, då en sådan förteckning redan finns i Finansinspektionens insynsregister. Förteckningen skall istället ange vem som vid en viss tidpunkt har tillgång till insiderinformation och vad informationen består i.<sup>78</sup>

Vad gäller rapporteringsskyldigheten föreskrivs enligt det av utredningen framlagda förslaget att värdepappersinstitut, kreditinstitut samt börser och auktoriserade marknadsplatser utan dröjsmål skall meddela Finansinspektionen om personen har skäl att misstänka att en transaktion utför insiderhandel eller otillbörlig kurspåverkan. Finansinspektionen skall sedan enligt förslaget i sin tur överlämna rapporten till Ekobrottsmyndigheten.<sup>79</sup>

I utredningen framhålls vidare att det ofta uppfattas som mycket positivt att ledande befattningshavare i ett aktiebolag markerar sitt förtroende för bolaget genom att köpa dess aktier. Man anför även att aktiehandel av personer med insynsställning ger en viktig signal till marknaden. När personer med insynsställning ägnar sig åt en kontinuerlig insiderhandel som ett led i en förmögenhetsförvaltning riskerar dock förtroendet för värdepappersmarknaden att skadas, varför utredningen föreslår att en inskränkning i ledande befattningshavares möjligheter att handla med bolagets aktier bör behållas.<sup>80</sup>

För att effektivisera och förenkla tillämpningen föreslår utredningen ett mer generellt förbud att handla med bolagets aktier under vissa känsliga perioder. I och med denna ändring tillmötesgår man den kritik<sup>81</sup> som förts fram mot att förbudet endast omfattar köp med efterföljande avyttring och inte avyttring med efterföljande köp. De personer som idag omfattas av korttidshandelsförbudet föreslås vara förbjudna att handla med bolagets aktier under en månad före offentliggörandet av bolagets olika rapporter. Samma begränsning som för ledande befattningshavare föreslås gälla för aktiemarknadsbolags handel med egna aktier. Den föreslagna regeln anses av utredningen vara enklare att tillämpa och leva efter än dagens

---

<sup>78</sup> SOU 2004:69, s 109 f.

<sup>79</sup> A.bet.s 111 f.

<sup>80</sup> A.bet.s 173.

<sup>81</sup> Finansinspektionen, 2004-11-09.

korttidshandelsförbud, samtidigt som den tar bort ledande befattningshavares möjligheter till affärer med aktier i bolaget under de perioder då dessa typiskt sett kan ha tillgång till insiderinformation.<sup>82</sup>

## 6.2 Remissinstansernas inställning

Av de remissinstanser som valt att yttra sig över marknadsmissbruksutredningens betänkande har endast ett fåtal tagit ställning till den föreslagna ändringen i förbudet mot korttidshandel. Sammanfattningsvis kan sägas att merparten är positiva till att ersätta förbudet mot korttidshandel med ett generellt handelsförbud i samband med vissa känsliga tider.

Länsrätten i Stockholm tillstyrker den föreslagna ändringen och instämmer i att det nuvarande förbudet är svårtolkat och har medfört tillämpningssvårigheter.<sup>83</sup> Även Svenskt Näringsliv tillstyrker utredningens förslag men ifrågasätter dock om det inte är alltför strängt att rätten att åter handla skall börja först dagen efter den aktuella rapporten.<sup>84</sup>

Stockholmsbörsen anser att ändringen framstår som välgrundad men tillägger att bestämmelsen möjligen bör kompletteras med en hänvisning till reglerna om insiderbrott så att en person som omfattas av handelsförbudet inte får intrycket av att handel alltid är tillåtet utanför de i förslaget angivna perioderna.<sup>85</sup> Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen och Fondbolagen Förening instämmer i sitt yttrande i vad utredningen anför om korttidshandelsförbudet och delar uppfattningen att det bör ersättas med ett förbud att handla under vissa känsliga tider, då man anser att ett sådant förbud torde vara betydligt enklare att tillämpa. Vidare framhålls i yttrandet att den föreslagna bestämmelsen ”bör träffa den utvidgade krets, innefattande icke reglerade marknader, som utredningen föreslår i fråga om insiderbrott”<sup>86</sup>. För att säkerställa detta framhåller man att bestämmelsen möjligen borde placeras i den straffrättsliga lagen än lagen om anmälningsskyldighet. Kritiken från dessa två remissinstanser är kritik som skulle kunna föras mot förbudet även såsom det är utformat idag. Naturligtvis är det viktigt att det framgår att det generella förbudet mot insiderhandel är gällande parallellt med det särskilda förbudet oavsett om det är utformat som ett

---

<sup>82</sup> SOU 2004:69, s 173 f.

<sup>83</sup> Länsrättens i Stockholms län remissyttrande 2004-10-13, s 2.

<sup>84</sup> Svenskt Näringslivs remissyttrande 2004-10-26, s 2.

<sup>85</sup> Stockholmsbörsens remissyttrande 2004-10-14, s 6.

<sup>86</sup> Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen och Fondbolagens Förenings remissyttrande 2004-10-13, s 4.

korttidshandelsförbudet eller ett handelsförbud i särskilt känsliga tider. Jag vill dock här framhålla att det faktum att förbudet utformas till att omfatta även direkta transaktioner utanför den reglerade marknaden inte är någon nyhet då detta gäller även för förbudet mot korttidshandel såsom det är utformat idag.

Intressant är att tre remissinstanser tillstyrker förslaget att ersätta korttidshandelsförbudet med ett handelsförbud i känsliga tider, samtidigt som de föreslår en annan lösning för att på ett effektivt sätt hindra insynskretsen från att utnyttja den eventuella insiderinformation som de kan ha innan exempelvis en delårsrapport offentliggörs. Aktiespararna framhåller i sitt yttrande att ett handelsförbud under en månad före offentliggörandet av varje rapport är alltför kort. För att motivera detta framhålls att det av Stockholmsbörsens noteringsavtal framgår att de noterade bolagen skall offentliggöra delårsrapporter kvartalsvis. Rapporteringen skall vidare ske senast inom två månader efter utgången av rapporteringsperioden. Aktiespararna framhåller att bolagen alltså har två månader på sig att arbeta med rapporten innan den måste offentliggöras och att det under denna period finns avsevärd risk för att ledande befattningshavare som arbetar med rapporten får del av insiderinformation. Som exempel på varför en månads handelsförbud är alltför kort tid anges den situation att huvuddragen i rapporten blir klara redan efter två veckor men bolaget ändå väljer att inte offentliggöra resultatet förrän efter två månader. För att komma till rätta med detta problem föreslår Aktiespararna i sitt yttrande att handelsförbudet skall gälla under två månader före rapport.<sup>87</sup>

Ekobrottsmyndigheten belyser likt Aktiespararna problemet med att det inte är ovanligt att information som tas in i en delårsrapport finns framtagen tidigare än en månad före offentliggörandet av rapporten och att insynspersoner därmed inte sällan kan antas ha insiderinformation i förtid. Som lösning på detta problem föreslår Ekobrottsmyndigheten att det i stället för ett förbud att handla en månad innan en ordinarie delårsrapport offentliggörs borde gälla att personerna i fråga endast får handla från och med dagen efter offentliggörandet av rapporten och en månad framåt. Att Ekobrottsmyndigheten föreslår att berörda personer endast borde få handla från och med dagen efter offentliggörandet förklarar den med att övriga investerare bör få en reell möjlighet att reagera på informationen i delårsrapporten innan insynspersonerna börjar handla.<sup>88</sup> Även Finansinspektionen framställer i sitt yttrande att ett bättre förslag är att tillåta transaktioner direkt efter att en rapport lämnats och 30 dagar

---

<sup>87</sup> Aktiespararnas remissyttrande 2004-10-18, s 7 f.

<sup>88</sup> Ekobrottsmyndighetens remissyttrande 2004-10-20, s 4 f.

därefter. Till skillnad från de av utredningen samt Ekobrottsmyndigheten framlagda förslagen upphör, enligt Finansinspektionens förslag, handelsförbudet direkt efter rapportens inlämnande. Finansinspektionen tycks härmed, likt Svenskt Näringsliv, vara av uppfattningen att det är för strängt att tillåta handel först dagen efter offentliggörandet av rapporten. I sitt yttrande poängterar Finansinspektionen vidare att handeln under 30-dagarsperioden naturligtvis inte är tillåten i de fall transaktionen utgör ett marknadsmissbruk eller strider mot andra bestämmelser.<sup>89</sup>

Finansförbundet är den enda remissinstansen som i sitt yttrande avstyrker förslaget om att byta ut det nuvarande förbudet mot korttidshandel mot ett generellt förbud. Finansförbundet framställer att förslaget i praktiken kan leda till ett yrkesförbud för dess medlemmar och att det under alla förhållanden kan få oerhörda konsekvenser för dess medlemmar. För att klargöra sin inställning framhåller förbundet att vissa banker redan idag utvidgat kretsen av anmälningsskyldiga till att omfatta samtliga anställda. Det anförs att det därför finns en uppenbar risk att bankerna inte kommer att begränsa handelsförbudet till den angivna kretsen av insynspersoner utan utvidga kretsen för att vara säkra på att de håller sig inom lagens gränser.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Finansinspektionens remissyttrande 2004-10-15, s 6 f.

<sup>90</sup> Finansförbundets remissyttrande 2004-10-08, s 2 f.

## 7 Argument för respektive mot ett förbud mot korttidshandel

I detta kapitel kommer att redogöras för de argument som i debatten förts fram för respektive mot ett korttidshandelsförbud. Då förbudet idag är aktuellt för förändring anser jag det vara av stor vikt att man belyser de argument ligger till grund för förbudets existens, för att kunna ge en god motivering till varför ändringar i förbudet bör eller inte bör göras. Bland de argument som behandlas nedan har flertalet redan berörts, medan en del är nya för denna framställning. De argument som nedan belyses är de jag anser vara relevanta utifrån den position korttidshandelsförbudet har idag. Jag har i detta kapitel valt att utelämna de argument som direkt berör förbudets lagtekniska utformning då dessa i större utsträckning hänför sig till frågan om ändringar i förbudet.<sup>91</sup>

### 7.1 Argument som talar för

#### 7.1.1 Stärkt förtroende för marknaden

Handeln på värdepappersmarknaden vilar bl.a. på grunden att de som deltar i handeln liksom allmänheten i stort, såväl inom som utom landet, känner förtroende för den svenska marknads sätt att fungera. Detta antagande är det som enligt min mening legat till grund för det främsta argument som förts för såväl en insiderreglering i stort som för ett korttidshandelsförbud. Löfmarck ansåg att hennes förslag till utformning av ett korttidshandelsförbud kunde motiveras med att lagstiftaren, liksom vid andra rena handlingsbrott, bör kunna utgå från att alla korttidstransaktioner är ”farliga” i det med insiderregleringens avsedda hänseendet, då de äventyrar den investerande allmänhetens tilltro till värdepappersmarknaden.<sup>92</sup>

Insikten om att ledningen i bolag nästan alltid innehar viss insiderinformation kan leda till att det väcks en misstanke hos allmänheten, om att handeln grundats på insiderinformation, i varje fall där en person i insynställning utför en transaktion.<sup>93</sup> Genom att ställa upp en regel som förhindrar denna personkrets att korttidshandla, i vilken situation frestelsen att bruka insiderinformation torde vara som störst, får detta anses stärka allmänhetens förtroende.

---

<sup>91</sup> En vidare utveckling av egna synpunkter och reflektioner har jag valt att lämna till den avslutande analysen.

<sup>92</sup> Löfmarck, Insiderbrott och svindleri, s 91.

<sup>93</sup> SOU 1989:72, s 184 f.

Till detta kommer att allmänhetens och aktörers förtroende för och investeringsvilja på värdepappersmarknaden är av stor vikt för en god marknadseffektivitet och likviditet på marknaden.

### **7.1.2 Fördelar ur bevissynpunkt**

Som nämnts tidigare har det varit svårt att lagföra insiderbrott.<sup>94</sup> En av svårigheterna ligger i att upptäcktsrisken vid sådan brottslighet är låg, eftersom brottet inte riktar sig direkt mot någon enskild. Det finns således inte någon självklar målsägande som kan ge in en brottsanmälan.<sup>95</sup> Än större torde dock problemet vara med att utredningar kring insiderbrott ofta innefattar betydande bevissvårigheter. Att informationen erfarenhetsmässigt väsentligt skall påverka kursen är svårt att bevisa. Definitionen av väsentlig kurspåverkan medför vidare problem för utredare och domstolar. Åklagaren har även att visa att den person som handlat i strid med insiderförbudet varit medveten om att han varit i besittning av insiderinformationen, även om det i viss utsträckning är möjligt att föra bevisning genom indicier.<sup>96</sup>

Genom att korttidshandelsförbudet förbjuder alla korttidsaffärer genomförda av utvalda personer i insynställning undgår man de svårigheter som ligger i att bevisa att en person som har genomfört en affär av detta slag har haft tillgång till insiderinformation av sådant slag att insiderbrott förelegat. En sådan regel kan därmed utgöra ett värdefullt komplement till det generella handelsförbudet, då man kan anta att det är vid dessa affärer incitamenten att missbruka insiderinformation är som störst.<sup>97</sup>

### **7.1.3 Förebygger insiderhandel**

En direkt preventiv effekt med korttidshandelsförbudets utformning är att den vinst som görs vid en korttidshandelsaffär fråntas personen som genomfört affären. Denna preventiva effekt förstärks av att tillämpningen av regeln inte förutsätter att handeln faktiskt skett med stöd av insiderinformation.<sup>98</sup>

---

<sup>94</sup> Mellan 1991-2002 resulterade av 46 åklagaranmälda brott endast sex i fällande domar.

<sup>95</sup> Prop. 1995/96:21, s 66.

<sup>96</sup> Sandeberg, Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation, s 124.

<sup>97</sup> Prop. 1995/96:215, s 66 f.

<sup>98</sup> SOU 1989:72, s 184.

Då korttidshandelsförbudet riktas mot personer som har särskilt goda förutsättningar att få tillgång till information som är kurspåverkande borde regeln ha en viss förebyggande effekt. Frestelsen att utnyttja insiderinformation torde för den personkrets som på grund av sin ställning har särskilda förutsättningar att begå insiderbrott minska, då den förhindras att utnyttja denna information för att spekulera i kortsiktiga kursförändringar. Utnyttjande av insiderinformation för långsiktiga placeringar är naturligtvis lika illa men det är i kortsiktigt perspektiv som insiderinformationen normalt har störst betydelse, eftersom kurssättningen på värdepapper under en längre tidsperiod måste bedömas som mer osäker. Ett förbud mot korttidshandel torde således minska incitamenten till att utnyttja insiderinformation och därmed begå insiderbrott.<sup>99</sup>

#### **7.1.4 Främjar långsiktiga placeringar**

Att korttidshandelsförbudet främjar långsiktiga placeringar är ett argument som framför allt framställdes i det tidiga skedet av korttidshandelsförbudets framväxt. Värdepapperskommittén framhöll att en karantänsbestämmelse för ledningen i ett aktiebolag understryker den allmänna strävan som finns, inte minst hos näringslivet, att främja långsiktiga placeringar av ledande personer i det egna aktiebolaget.<sup>100</sup> Att personer i ledande ställning investerar i det egna bolaget är ju inget eget ont, tvärtom visar det på förtroende för företagets affärer, förutsatt att de egna transaktionerna inte stannar vid endast kortsiktiga transaktioner som ett led i en uppbyggnad av den egna förmögenheten. Det är i dessa senare situationer misstankar väcks om intressekonflikter mellan bolaget och egna intressen, vilket riskerar skada förtroendet hos övriga aktieägare och allmänheten i stort. Med en regel som förhindrar kortsiktig handel blir en företagsledning som vill visa på sitt förtroende för bolaget tvungen att investera långsiktigt. Detta kan, som framförts ovan, i sin tur leda till ett ökat förtroende hos allmänheten.

Vidare kan nämnas att Thel, i sin artikel om den amerikanska motsvarigheten till korttidshandelsförbudet, för fram strävan att uppnå långsiktiga placeringar hos ledningen som ett av huvudargumenten bakom den amerikanska lagstiftningen<sup>101</sup>, vilken fungerade som en förebild för den svenska regleringen.

---

<sup>99</sup> Prop. 1995/96:21, s 67.

<sup>100</sup> SOU 1989:72, s 185.

<sup>101</sup> Se vidare avsnitt 5.1.



### **7.1.5 Moralskapande**

Trots avsaknaden av domstolspraxis får förbudet mot insiderhandel antas ha en moraluppbyggande effekt. Kammarrätten i Stockholm framhöll i sitt remissyttrande till Värdepapperskommitténs förslag att det, för att moralen på värdepappersmarknaden ska kunna upprätthållas, är nödvändigt att reglerna mot insiderhandel är effektiva.<sup>102</sup>

När mindre pålitliga personer i insynställning kan utnyttja brister i kontrollsystemet riskerar dock denna moraluppbyggande effekt att urholkas. Förbudet mot korttidshandel kan antas i viss mån täcka till dessa luckor i systemet och på så sätt bibehålla den moraluppbyggande effekten.<sup>103</sup>

### **7.1.6 Aktiemarknadsbolagen omfattas inte av självregleringen**

Sedan länge omfattas värdepappersinstituten av en omfattande självreglering, såsom exempelvis Svenska Fondhandlareföreningens regler. Naturligtvis finns inget som hindrar att aktiemarknadsbolag som vill införa en begränsning av korttidshandelsförbudet gör detta, vilket även har gjorts på många håll. Då denna reglering endast stannar på frivillig basis torde dock, enligt min uppfattning, den naturliga följden bli att denna fråga faller utanför den interna regleringen hos många bolag. Till detta kommer att det torde vara själva vetskapen om att det finns lagregler, som direkt förhindrar ledande personer i alla bolag att korttidshandla, som verkar förtroendestärkande för allmänheten. För att de argument jag ovan redogjort för skall få full genomslagskraft krävs således, enligt min mening, att ett korttidshandelsförbud upprätthålls genom lagreglering.

## **7.2 Argument som talar mot**

### **7.2.1 Förbudet saknar träffsäkerhet**

Värdepappersmarknadskommittén belyste i sin utredning det faktum att ett korttidshandelsförbud omfattar även de situationer som i egentlig mening inte är klandervärda utan där fråga endast är om överträdelse av en ordningsföreskrift.<sup>104</sup> Detta är också, enligt min mening, det främsta argument som förts mot förbudet. Att förbudet träffar även helt legitima affärer kan av rättssäkerhets- och rättviseskäl anses vara ett hinder mot en dylik reglering.

---

<sup>102</sup> Prop. 1990/91:42, s 167.

<sup>103</sup> SOU 1989:72, s 184.

<sup>104</sup> A.bet.s 185.

Argumentet stöds även av det faktum att det inte finns något som tyder på att personer i insynsställning särskilt ofta skulle göra otillåtna affärer.<sup>105</sup> Tvärtom framhölls i remissbehandlingen till nämnd utredning att statistiken tyder på att insynspersonernas omsättningshastighet understiger börsens genomsnitt. Vidare framhölls att principiella skäl talar för att samma sanktionsregler skall tillämpas för alla typer av aktörer.<sup>106</sup>

### **7.2.2 Negativa effekter på marknaden**

Att en reglering där företagsledningen begränsas i sina möjligheter att handla kan leda till negativa effekter på marknaden är ett argument som förts mot såväl insiderregleringen i stort som regleringen av korttidsaffärer. Genom ett korttidshandelsförbud görs aktier mindre likvida och därmed mindre intressanta som placeringsform för insiders, vilket kan leda till att börsens effektivitet generellt minskar. Vidare riskerar marknaden gå miste om den värdefulla information som korttidshandel av insiders kan ge.<sup>107</sup>

Att insiders handlar med aktier i deras ”egna” bolag kan anses visa på ett förtroende för bolaget, vilket i sig torde kunna leda till en ökad investeringsvilja hos allmänheten och sedermera ett gynnande för bolaget på sikt. Genom ett korttidshandelsförbud riskerar denna positiva effekt att utebli.

### **7.2.3 Förbudet saknar lyckade internationella förebilder**

Som framförts ovan finner man sannolikt endast en internationell motsvarighet till det svenska korttidshandelsförbudet, nämligen den s.k. insiders short swing profit rule i den amerikanska lagstiftningen. Det har framförts att det saknas belägg för att denna regel skulle ha bidragit till att hindra missbruk av insiderinformation i USA på senare år.<sup>108</sup> Vidare har förbudet visat sig förhållandevis lätt att kringgå.<sup>109</sup> Att omvärlden saknar motsvarigheter kan ses som en misstro på förbudet. Denna misstro kan vara ett tecken på att förbudet inte har den styrka som det här antas ha.

---

<sup>105</sup> SOU 1994:68, s 65.

<sup>106</sup> Prop. 1990/91:42, s 171.

<sup>107</sup> A.prop.s 171.

<sup>108</sup> A.prop.s 171.

<sup>109</sup> Löfmarck, Insiderbrott och svindleri, s 13.

Ett argument som under korttidshandelsförbudets tidiga framväxtskede synes ha vägt tungt var att förbudet saknade motsvarighet inom EG-rätten.<sup>110</sup> Än idag saknas regler som direkt begränsar möjligheterna till korttidsaffärer och man har i det aktuella marknadsmissbruksdirektivet beslutat om andra åtgärdsmodeller som delvis kan anses fylla korttidshandelsförbudets syfte, då det genom sin preventiva karaktär bör verka avhållande från insiderhandel. Då dessa regler inom kort skall implementeras i svensk rätt kan det svenska förbudet anses bli överflödigt.<sup>111</sup>

#### **7.2.4 Området täcks upp av självreglering**

I samband med att man i tidigare förarbeten valde att inte lägga fram något förslag till lagstiftning beträffande korttidsaffärer anfördes att frågan istället bör lösas genom självreglering.<sup>112</sup> För värdepappersinstitutens del finns en omfattande reglering i form av Finansinspektionens föreskrifter och Svenska Fondhandlareföreningens rekommendationer. Ett flertal företag och myndigheter har följt samma linje och upprättat motsvarande regler i sina interna föreskrifter. Till detta kommer att området för värdepappersmarknaden i många andra delar lämnats över till aktörerna själva för reglering.

Om aktörerna på marknaden känner ett behov av att införa dylika regler finns det naturligtvis ingenting som hindrar att aktiemarknadsbolag i avtal med företagsledningen överenskommer att vinsten av korttidsaffärer skall tillfalla bolaget. Vidare har framhållits en möjlighet att i bolagsordningen ta in ett särskilt insiderförbehåll av samma innebörd.<sup>113</sup>

---

<sup>110</sup> Prop. 1990/91:42, s 170-172.

<sup>111</sup> SOU 2004:69, s 173.

<sup>112</sup> SOU 1994:68, s 66.

<sup>113</sup> A.bet.s 66.

## 8 Avslutande analys

Förbudet mot korttidshandel har under hela sin framväxt varit föremål för blandad kritik. I föregående kapitel har jag redogjort för de argument som förts för och mot förbudets existens och jag kommer även i detta kapitel att belysa en del av dessa argument, då jag utvecklar mina egna reflektioner. Den problemställning som idag synes mest aktuell är dock om förbudet skall bli föremål för ändringar snarare än om det skall försvinna. Avslutningsvis kommer jag därför att behandla denna fråga samt redogöra för min inställning.

### 8.1 Verkar förbudet kompletterande?

Statistiken visar att antalet åtalsanmälda insiderbrott och väckta åtal inte har minskat sedan korttidshandelsförbudet infördes år 1997. Under åren 1991-1996 anmäldes 15 fall till åklagare och fyra åtal väcktes. Mellan åren 1997-2002 åtalsanmäldes 32 fall, varav sex ledde till åtal.<sup>114</sup> Enligt min uppfattning kan man dock inte låta dessa siffror tala vid utvärderingen av korttidshandelsförbudets styrka som komplement till insiderstrafflagen. För att kunna bygga en sådan bedömning på statistiska uppgifter skulle man behöva uppgifter om hur många insideraffärer som faktiskt ägt rum under tidsperioden, och inte bara uppgifter som bygger på de insideraffärer som upptäckts. Utöver detta skulle naturligtvis behövas uppgifter på hur många som avstått från att göra insideraffärer till följd av förbudet. Vidare kan det föreligga ett flertal olika omständigheter som inte kan läsas fram ur denna statistik. Kanske beror ökningen på att kontrollsystemet har förbättrats? Kanske har åtminstone antalet insideraffärer vid kortsiktiga handel minskat? En utvärdering av detta slag faller således utanför den uppgift jag tagit mig an i denna framställning.

Korttidshandelsförbudet är utformat på så sätt att alla som omfattas av förbudet är förhindrade att utföra korttidsaffärer, även om personen i fråga inte haft tillgång till insiderinformation. På annat sätt kan man uttrycka det så att den som bryter mot förbudet presumeras ha utnyttjat insiderinformation utan att på något sätt i efterhand kunna motbevisa detta. Naturligtvis måste detta vara frustrerande för de personer som i egentlig mening inte gjort något mer klandervärt än att bryta mot denna ordningsregel, men i kampen mot insiderhandeln anser jag detta vara något nödvändigt ont. Förbudet har en del undantag och Finansinspektionen kan lämna dispens i vissa situationer, varför det enligt min uppfattning finns visst utrymme för hederliga

---

<sup>114</sup> Sandeberg, Strikt ansvar vid insiderbrott, s 876.

korttidsaffärer, även om detta utrymme är relativt begränsat. Att regeln är utformad på så sätt att den träffar även helt legitima affärer är enligt min mening dess styrka och samtidigt en nödvändighet för att undgå den bevisproblematik som annars är förknippad med insiderregleringen.

Förbudet mot korttidshandel begränsar möjligheterna till korttidsspekulationer för de personer som typiskt sett befinner sig i en position i företagen där de har tillgång till insiderinformation. Med insiderinformation som grund är det just vid snabba affärer man kan tillskansa sig stora vinster och då denna möjlighet begränsas genom förbudet torde detta fungera som ett incitament för att inte missbruka informationen. Visserligen synes det inte finnas något belägg för att personer i insynsställning skulle ägna sig åt korttidsspekulationer i större utsträckning än övriga aktörer på marknaden, men om de ändå skulle ha möjlighet att spekulera på kort sikt skulle det, åtminstone hos mig, väcka en misstanke om att de brukat insiderinformation. Förbudet borde mot bakgrund av ovanstående ha förhindrat en del otillbörliga insideraffärer och för varje insideraffär som uteblivit måste man anföra att förbudet mot korttidshandel fungerat som ett komplement till insiderstrafflagen.

De personer som generellt kan anses vara i riskzonen för att begå insiderbrott bör genom korttidshandelsförbudet få upp ögonen för insiderregleringen. Detta kan enligt min mening antas ha en viss moralskapande effekt och frestelsen att missbruka insiderinformation bör därmed lättas. Denna positiva effekt är ytterligare ett exempel på hur förbudet kompletterar insiderstrafflagen.

Vid samtal med Finansinspektionen fick jag beskrivet för mig hur övervakningen av förbudets efterlevnad är organiserad. Vad gäller själva övervakningen finns en enhet som övervakar anmälningskyldighetens, därmed även korttidshandelsförbudets, efterlevnad och en som övervakar den generella insiderhandeln. Över dessa enheter finns en rättsenhet, till vilken tillsynsenheterna skickar upp ärenden för beslut om sanktion m.m. När väl ett sanktionsbeslut tagits i fråga om exempelvis en affär stridande mot korttidshandelsförbudet görs ingen automatisk återsändning till tillsynsenheten för insiderhandel, för kontroll om huruvida insiderinformation missbrukats eller inte. Detta sker endast om det hos någon med total översyn över organisationen väcks misstankar om att ett insiderbrott begåtts.<sup>115</sup> Enligt min

---

<sup>115</sup> Finansinspektionen, 2004-11-09.

uppfattning bör en korttidshandelsaffär ses som ett tecken på att insiderinformation kan ha missbrukats. För att förbudet till fullo skall fungera som det komplement till insiderstrafflagen som det är avsett att vara anser jag därför att man per automatik bör följa upp varje överträdelse av korttidshandelsförbudet.

## **8.2 Vilken betydelse har det att förbudet saknar motsvarigheter inom Europa?**

Ett av de argument som förts fram mot ett korttidshandelsförbud pekar på det faktum att förbudet saknar lyckade internationella förebilder. Visserligen kan framhållas att man i USA finner en motsvarighet i den s.k. short swing profit rule, men mer intressant synes det vara att belysa det faktum att förbudet saknar motsvarighet inom Europa och EG-rätten. Man kan således fråga sig vilken betydelse, för vår svenska reglering, avsaknaden av europeiska motsvarigheter till korttidshandelsförbudet har.

I marknadsmissbruksdirektivet föreskrivs bland annat om regler motsvarande de vi i Sverige redan har om anmälningsskyldighet. I många europeiska länder kommer dock anmälningsskyldigheten att vara en nyhet i den nationella lagstiftningen då den införs genom implementeringen av direktivet.<sup>116</sup> En tanke är att ett korttidshandelsförbud, för lagstiftare i Europa, kan ha känts alltför många steg bort då det rör sig om en helt ny typ av reglering. Med begreppet ny reglering menar jag att även folk som inte har några planer på insiderhandel är tvungna att redovisa för sina affärer. Genom anmälningsskyldighetens inträde i EG-rätten tvingas dock folk att anpassa sig till denna reglering och då kanske ett korttidshandelsförbud inte längre känns så långt bort för Europas lagstiftare. Vad jag menar är således att Europa just nu står i början av en utveckling på anmälningsskyldighetens område. Denna utveckling kan tänkas resultera i att flera länder framöver inför någon form av motsvarighet till det svenska korttidshandelsförbudet. Istället för att leta internationella föregångare till det svenska förbudet kanske vi istället kan få se prov på hur den svenska regleringen kan fungera som en förebild för EG-rätten. Att förbudet idag saknar motsvarigheter i Europa ser jag därför inte som något man bör fästa alltför stor vikt vid.

---

<sup>116</sup> Finansinspektionen, 2004-11-09.

### 8.3 Problematiken med förbudets felträffar

Eftersom korttidshandelsförbudet är en presumtionsregel som inte går att motbevisa riskerar tveklöst även helt legitima affärer att träffas av förbudet. Jag har inte heller funnit något underlag för att personer med insynsställning i större utsträckning än andra spekulerar i bolagets aktier. Tvärtom är det ju dessa personer som har en stärkt lojalitetsplikt gentemot bolaget, vilket talar för att man ska kunna förlita sig på att deras vetskap om att ett agerande från dem kan minska allmänhetens förtroende för bolaget verkar avhållande från otillbörliga affärer. I ljuset av den idag högst aktuella frågan om corporate governance<sup>117</sup> och den mediabevakning som ledande personer i bolagen idag utsätts för kan man därför tycka att det faller sig naturligt att de avhåller sig från att utföra affärer som kan uppfattas som moraliskt klandervärda, utan ett förbud mot korttidshandel.

Att korttidshandelsförbud även träffar helt legitima affärer är enligt min mening ett av de starkaste argument som lyfts fram mot förbudet. Personer i företagsledningar hindras att göra vinster genom korttidsaffärer, på de villkor som övriga aktörer kan göra. För att i viss utsträckning bemöta detta argument vill jag framhålla att man genom förbudet inte begränsat möjligheterna till korttidsaffärer i stort, utan endast denna typ av affärer i det ”egna” bolaget. Vad gäller andra bolag på marknaden är personkretsen mer än välkomna att göra snabba affärer, vilket jag även uppmuntrar då den på detta sätt kan medverka till en ökad likviditet på värdepappersmarknaden. Att företagsledningar inte korttidspekulerar i de egna bolagen är dock enligt min mening viktigt för aktieägarnas och allmänhetens förtroende för bolagen och sedermera huvudobjekten på marknaden. Detta oavsett om det förekommer något missbruk av insiderinformation eller inte.

### 8.4 Korttidshandelsförbudet och Corporate governance

Hösten år 2002 tillsattes av regeringen en Förtroendekommission med uppgift att arbeta fram lösningar för att återupprätta förtroendet för svenskt näringsliv. Denna kommission tog året därpå initiativet att tillsätta en expertgrupp, den s.k. Kodgruppen, med uppdrag att arbeta fram en kod som kan förbättra svensk bolagsstyrning. Kodgruppen lade tidigare i år fram sitt förslag till en svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:46, vilken är avsedd att utgöra ett led i självregleringen inom näringslivet.<sup>118</sup>

---

<sup>117</sup> Se nedan, avsnitt 8.4.

<sup>118</sup> SOU 2004:46, s 8.

Bolagsstyrning, s.k. corporate governance, handlar om att bolagen styrs på ett sätt som uppfyller aktieägarnas krav och därigenom bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt.<sup>119</sup> Diskussionen om corporate governance handlar således om att stärka aktieägarnas inflytande i och förtroende för företagen.

Debatten om corporate governance växte fram i USA i mitten av 1980-talet som en reaktion från de institutionella aktieägarnas sida mot självsvådiga och egenmäktiga bolagsledningar.<sup>120</sup> Som jag anført tidigare finner man dock, enligt Thel, att rötterna till detta corporate governance-synsätt sträcker sig längre tillbaka i tiden.<sup>121</sup> Thel menar att införandet av den s.k. insiders short swing profits rule, motsvarigheten till vårt korttidshandelsförbud, var en åtgärd av lagstiftaren som medvetet var en aktion inom denna corporate governance-anda.<sup>122</sup> Detta framhölls även i remissbehandlingen av Värdepapperskommitténs förslag, där Sveriges Finansanalytikers Förening anförde att regeln när den ursprungligen infördes i USA under 30-talet var riktad mot den utpräglat spekulativa handel som föregick den stora börskraschen 1929, i vilken företagsledningar spelade en stor roll. Förbudet ämnade således inte att i första hand stoppa missbruk av insiderinformation.<sup>123</sup>

Under framväxten av det svenska korttidshandelsförbudet lyftes ursprungligen detta synsätt fram som ett av huvudargumenten då man poängterade den allmänna strävan efter företagsledningars långsiktiga placeringar. I den proposition som senare ledde fram till förbudet återfinns dock inte detta argument. Då jag själv anser argumentet vara ett av de starkast bärande för förbudet finner jag detta mycket anmärkningsvärt. Jag utgår från att detta inte är någon medveten handling utan snarare ett överseende från lagstiftarens sida.

Syftet att främja bolagsledningens långsiktiga placeringar måste enligt min mening gå hand i hand med en strävan att stärka aktieägarnas och i stort allmänhetens förtroende för företagsledningar. Media har på senare år uppmärksammat ett flertal fall där bolagsledningars egenintresse gått före aktieägarnas och bolagets, och detta har lett till att flera i min omgivning uttryckt sin oro. Det förtroende som allmänheten har för vissa av aktörerna på marknaden riskerar således att urholkas, varför jag anser det viktigt att lagstiftaren visar att

---

<sup>119</sup> A. bet. s 7.

<sup>120</sup> SOU 2004:46, s 7.

<sup>121</sup> Se avsnitt 5.1.

<sup>122</sup> Thel, The Genius of Section 16, s 4 f.

<sup>123</sup> Prop. 1990/91:42, s 171.



man gör allt i sin kraft för att motverka detta. Ett korttidshandelsförbud borde i viss mån uppfylla detta corporate governance-syfte då min uppfattning är att det motverkar att bolagsledningen styr informationsflödet och sedermera bolaget på ett sätt som gynnar den egna vinningen snarare än bolagets. Förtroendet för aktörerna och värdepappersmarknaden i stort torde därmed förstärkas, vilket kan antas leda till en ökad investeringsvilja hos allmänheten.

Om man då utgår från att tanken om att aktieägarnas ökade förtroende är en av grundtankarna bakom korttidshandelsförbudet, skulle man kunna anföra som argument mot förbudet att detta syfte idag istället uppfylls genom den corporate governance-kod som nu har arbetats fram. Korttidshandelsförbudet skulle i ljuset av denna kunna anses överflödigt i sammanhanget och därmed förlora en av sina grundpelare. Min inställning är dock den motsatta. Idag är corporate governance-synsättet, genom den föreslagna koden, hetare än någonsin. Att då lyfta fram korttidshandelsförbudet som en del i kampen mot bolagsledningars styrande egenintresse ser jag istället som en möjlighet för lagstiftaren framhålla sin bredd och aktualitet.

## 8.5 Behovet av förändring

Förbudet mot korttidshandel är ett kontroversiellt ämne som just nu är under förändring. Förbudet har ansetts fyrkantigt och svårtillämpat, vilket möjligtvis lett till att det inte fått de effekter man önskat. Den kritik som förts mot förbudet under dess framväxt och tillämpning synes ha påverkat lagstiftaren, som nu väntas genomföra ändringar i förbudet. Är regleringen som infördes så sent som år 1997 nu, mindre än ett decennium senare, på väg att förlora fotfäste i svensk rätt? Som framgår är min uppfattning att ett korttidshandelsförbud bör finnas kvar som ett komplement till insiderstrafflagen. För att förbudet till fullo skall uppfylla sina syften anser jag dock att vissa ändringar måste ske.

På värdepappersmarknaden spelar självregleringen en mycket stor roll. Det är aktörerna på spelplanen som torde ha störst insyn i hur en reglering fungerar. Vad gäller förbudet mot korttidshandel var självregleringen vidare en tydlig förebild för lagregleringen.<sup>124</sup>

Finansinspektionen och Svenska Fondhandlareföreningen begränsade i sina regleringar år 2002<sup>125</sup> karenstiden från tidigare gällande tre månader till nuvarande en månad. Kanske kan detta ses som ett tecken på att tremånadersregeln varit klumpig och att legitima affärer i alltför

---

<sup>124</sup> Se prop. 1995/96:215, s 66 f och avsnitt 3.2.2.

<sup>125</sup> FFFS 2002:7, Svenska Fondhandlareföreningens regler från 2002.

stor utsträckning träffats av förbudet. Visserligen riktar sig självregleringen endast mot värdepappersinstitut, men en förändring i denna reglering kan enligt min bedömning ändå ses som ett tecken på en allmän misstro mot förbudet. Självregleringen på området för värdepappersmarknaden är i stor utsträckning strängare än lagregleringen, varför jag tar självregleringens inskränkning som ett tecken på att lagregleringen bör följa efter med ändringar i korttidshandelsförbudet för att behålla aktörernas förtroende för marknaden och lagstiftaren.

Vidare ser jag ett stort problem med att förbudet såsom det är utformat idag tycks vara öppet för olika former av kringgående. Varje kringgående torde enligt min mening urholka det förtroende allmänheten har byggt upp runt förbudet, samtidigt som det förlorar sitt fotfäste som komplement till insiderstrafflagen. Som exempel på kringgående kan nämnas den problematik som finns runt aktielån och s.k. blankning, vilket även framhålls av marknadsmissbruksutredningen.<sup>126</sup>

Genom att ersätta förbudet med ett mer generellt handelsförbud i vissa känsliga tider uppfyller man enligt min mening regelns kompletterande syfte på ett bättre sätt. ”Svårigheten för oss är att bedöma när informationen blir så pass konkret att den insider som handlar begår ett brott”, säger Alf Johansson, chefsåklagare på Ekobrottsmyndighetens östra avdelning, tidigare i höst i en intervju med Dagens Industri.<sup>127</sup> Som lösning på detta problem hänvisar han till ett kompletterande handelsförbud med den utformning som Ekobrottsmyndigheten lämnat som förslag i sitt remissyttrande till marknadsmissbruksutredningens förslag. Denna utformning, som endast lämnar en möjlighet för personer i insynsställning att handla under en period av 30 dagar efter offentliggörandet av viktiga rapporter, torde enligt även min mening stärka regelns position som komplement till insiderstrafflagen. Genom den föreslagna utformningen förhindrar man troligtvis ett större antal insideraffärer och undgår då samtidigt den bevisproblematik som dessa affärer annars hade varit förknippade med.

Ett exempel på kringgående av korttidshandelsförbudet är de affärer som nyligen genomfördes av flera höga chefer i Alfa Laval. Cheferna sålde i juni aktier i företaget. En och en halv månad senare kom Alfa Laval med en halvårsrapport som resulterade i en kraftig

---

<sup>126</sup> SOU 2004:69, s 172 f.

<sup>127</sup> Svedbom, Insiderreglerna ska skärpas, 2004-11-05, [www.di.se](http://www.di.se).

kursnedgång. Efter detta kursras skedde en del återköp av aktier.<sup>128</sup> För mig är detta ett tydligt exempel på en affär som väcker misstankar om att den berörda personkretsen hade tillgång till insiderinformation mer än en månad före offentliggörandet av rapporten.

Korttidshandelsförbudet kommer inte åt denna affär och det skulle ett handelsförbud med den utformning som föreslås av marknadsmissbruksutredningen inte heller göra. Genom att ersätta det nuvarande korttidshandelsförbudet med en regel som endast tillåter handel, för den aktuella personkretsen, i 30 dagar efter offentliggörandet av rapporten skulle man dock förhindra ovanstående affär och därmed undvika den bevisproblematik och misstro som uppstått.

Oavsett om det rör sig om korttidsaffärer eller långsiktiga affärer är det misstänksamt när en person i insynsställning handlar med det ”egna” bolagets aktier. Misstankarna torde förstärkas då dessa affärer äger rum strax innan offentliggörandet av bolagets rapporter. Det är troligtvis vid just dessa tider man kan utgå från att personerna med insynsställning innehar insiderinformation samtidigt som det torde vara just vid dessa tider som aktiemarknaden är som mest lyhörd och känslig för kursförändringar. Att förhindra personer med insynsställning att spekulera just i tider för rapporter anser jag därför är en bra lösning som kan förstärka allmänhetens förtroende. Att förbjuda handel en månad före rapportering, såsom utredningen föreslår, tror jag dock inte är tillräckligt för att uppnå det förtroendeskapande handelsförbud som eftersträvas. Som framförts av remissinstanser<sup>129</sup> har personer i insynsställning inte sällan tillgång till den information som rapporten bygger på långt innan offentliggörandet. Istället är mitt förslag, som framgått ovan, att den aktuella personkretsen endast tillåts handla med bolagets aktier i 30 dagar efter offentliggörandet av viktiga rapporter.

I en artikel i Dagens Industri kritiseras den regelutformning som jag ovan förespråkar. Det framhålls att Ekobrottsmyndigheten och Finansinspektionens förslag är att ”slå mygg med slägga” då det endast tillåter handel för insiders under fyra enmånadsperioder per år. Istället anförs att insiders bör kunna handla när som helst under året, under förutsättning att de i god tid aviserar förändringarna, då signalvärdet är det som anses viktigast. Vidare framhålls att den föreslagna regeln kan komma att hindra insiders från att göra affärer alls.<sup>130</sup> Visst kan kanske tänkas att regeln ämnar minska antalet affärer gjorda av personer i insynsställning,

---

<sup>128</sup> Svedbom, Insiderreglerna ska skärpas, 2004-11-05, [www.di.se](http://www.di.se).

<sup>129</sup> Se Ekobrottsmyndighetens och Finansinspektionens yttranden, avsnitt 6.2.

<sup>130</sup> Wilke, Signalerna är viktigast, 2004-11-09, [www.di.se](http://www.di.se).

men detta är ett argument som generellt kan föras mot en kompletterande handelsregel oavsett utformning. Som framgått ovan anser jag dock att det finns starkare argument som talar för en sådan regel. Min uppfattning är vidare att man med den i artikeln föreslagna utformning går miste om mycket av det som det av mig förespråkade handelsförbudet ämnar uppfylla. Att insiders signalerar innan handel ökar enligt min mening inte allmänhetens förtroende för att någon insiderinformation inte missbrukats. Inte heller torde det främja långsiktiga placeringar, vilket är en viktig fråga som jag tagit upp tidigare i framställningen. Slutligen anser jag att det krävs en strikt utformad regel som förbjuder handel i vissa lägen, för att man skall undgå den bevisproblematik som insiderhandel annars är förknippad med.

## 9 Slutord

Idérikedomen är, och kommer troligtvis att fortsätta vara, stor hos dem som på ett ohederligt sätt vill tillskansa sig pengar. Om vi kunde förlita oss på att den insiderreglering som finns idag har varit tillräckligt moralskapande skulle vi inte behöva något korttidshandelsförbud för att upprätthålla allmänhetens förtroende. Enligt min mening har vi dock inte uppnått detta stadium ännu, varför jag anser att behovet av ett särskilt förbud är stort. För att vidare understryka förbudets räckvidd anser jag det vara av stort intresse att man framhåller förbudets betydelse som ett instrument i den debatt som faller under corporate governance-regleringens mantel.

I självregleringen på området inskränktes så sent som för två år sedan förbudet mot korttidshandel, vilket tyder på att marknadens aktörer inte har något större förtroende för regleringen, såsom den är utformad idag. Då värdepappersmarknaden såsom samhällsekoniskt fenomen är aktörernas marknad är det därför viktigt att lagregleringen visar lyhördhet för detta. I den utredning som offentliggjordes i juli föreslås lagregleringen följa i självregleringens riktning, vilket jag tycker är förtroendeskapande för vår rättsordning.

Genom att ändra förbudet såsom jag ovan anfört kommer personer i insynställning faktiskt att få en ökad möjlighet att genomföra korttidsaffärer, som genererar vinst vid hastiga kursstigningar direkt efter ett offentliggörande av en rapport. Detta dock under förutsättning att såväl köpet som försäljningen äger rum inom en månad efter offentliggörandet. Dessa korttidsaffärer kommer således att genomföras i en tid där den aktuella personkretsen åtminstone generellt sett har ett minskat innehav av sådan information som allmänheten saknar. Visserligen bereds de med denna modell en möjlighet att genomföra kortsiktiga vinstaffärer men så länge aktieägare och allmänhet har förtroende för att något insiderinformationsmissbruk inte äger rum anser jag inte dessa affärer vara förknippade med den misstro och problematik som man annars sammanknippar korttidsaffärer med.

## **10 Källförteckning**

### **Offentligt tryck**

#### **Propositioner**

Prop 1990/91:42 Ny insiderlag.

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

Prop 1997/98: 71 Förstärkt tillsyn över börser.

Prop 1999/00:34 Förvärv av egna aktier.

Prop 1999/00:109 Ny insiderlagstiftning mm.

Reg.prop 7/1996 rd. (Finland).

#### **Annat riksdagstryck**

Dir. 2003:91 Insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

#### **Betänkanden**

SOU 1984:2 Värdepappersmarknaden.

SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden del II.

SOU 1994:68 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor.

SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning.

SOU 2004:69 Marknadsmisbruk.

#### **EG-direktiv**

Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.

Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

Europaparlamentet och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk).

## Övrigt

Aktiespararnas remissyttrande, 2004-10-18.

Ekobrottsmyndighetens remissyttrande, 2004-10-20.

Finansförbundets remissyttrande, 2004-10-08.

Finansinspektionens remissyttrande, 2004-10-15.

Länsrättens i Stockholms län remissyttrande, 2004-10-13.

Stockholmsbörsens remissyttrande, 2004-10-14.

Svenska Fondhandlarföreningen, Svenska Bankföreningen och Fondbolagens Förenings remissyttrande, 2004-10-13.

## Litteratur

Andenæs, Mads T. og Jan Bjørland, *Børsregler*. Universitetsforlaget AS, Oslo 1991.

Andersen, Paul Krüger og Nis Jul Clausen, *Introduktion til børsretten*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1996.

Beckman m.fl., *Lagarna på värdepappersområdet*. Norstedts Juridik AB, Stockholm 2002.

Hansen, Jesper Lau (ed.), *Nordic Financial Market Law*. DJØF Publishing, Köpenhamn 2003.

Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities regulation*. West Publishing Co, St. Paul, Minnesota 1996.

Kågerman, Pontus, *Värdepappersmarknadens regelsystem: Lagreglering, självreglering och etik*. Norstedts Juridik AB, Stockholm 2001.

Loss, Louis, *Fundamentals of Securities regulation*. Little, Brown and Company, Boston and Toronto 1983.

Löfmarck, Madeleine, *Insiderbrott och svindleri*. Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, Stockholm 1988.

Nilsson, Matts, *Insiderlagen*. Juristförlaget JF AB, Stockholm 1994.

Sandberg, Catarina af, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*. Iustus Förlag AB, Uppsala 2002.

Sandberg, Catarina af, *Strikt ansvar vid insiderbrott – administrativa sanktioner för effektivare brottsbekämpning*. Juridisk Tidskrift 2002-03:4, s 870-885.

Svedbom, Anna, *Insiderreglerna ska skärpas*. Dagens Industri 2004-11-05, [www.di.se](http://www.di.se).

Theil, Steve, *The Genius of Section 16*. Hastings Law Journal, University of California, Hastings 1991.

Wilke, Björn, *Signalerna är viktigast*. Dagens Industri 2004-11-09, [www.di.se](http://www.di.se).

## **Internetkällor**

[www.di.se](http://www.di.se)

[www.fi.se](http://www.fi.se)

[www.fondhandlarna.se](http://www.fondhandlarna.se)

[www.infotorg.se](http://www.infotorg.se)

[www.riksdagen.se](http://www.riksdagen.se)

[www.riksdagen.fi](http://www.riksdagen.fi)

## **Kontaktpersoner**

Andersson, Veronica, Finansinspektionen

Clausen, Nis Jul, Odense Syddanska Universitet

Gustavsson, Andreas, Finansinspektionen

Harju, Ilkka, finska Finansdepartementet

Petterson, Magdalena, svenska Finansdepartementet

Skog, Rolf, Justitiedepartementet