

Mårten Knuts

Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

- sammanfattning

Mårten Knuts är advokat och delägare vid advokatbyrå Krogerus i Helsingfors, där han rådgör klienter i aktiemarknadsrättsliga uppdrag och rättegångar och skiljeförfaranden i marknadskontext. Knuts doktorerade i aktiemarknadsrätt om kursmanipulation på värdepappersmarknaden 2010 vid Helsingfors universitet och publicerade en separat monografi om insiderhandel 2011. Knuts har praktisk arbetserfarenhet från advokatbyråer i England och Danmark och är en ofta anlita föreläsare i aktiemarknadsrätt i internationella sammanhang. Mårten Knuts är även utbildad ekonomie magister.

Förord

Svensk insiderlagstiftning har under senare år diskuterats flitigt. Det har framförts kritik att den svenska regleringen inte är lika kraftfull som i andra länder och att den därför bör skärpas. Samtidigt är den EU-reglering som svensk rätt baserar sig på för närvarande under översyn. Europeiska kommissionen presenterade nyligen sitt förslag till en reformerad och utökad marknadsmissbrukslagstiftning.

Mot bakgrund av diskussionerna kring det svenska regelverket och det pågående reformarbetet inom EU har Finansmarknadskommittén gett juris doktor och advokat Mårten Knuts i uppdrag att utvärdera den svenska insiderlagstiftningen, dels i sin nuvarande form, dels i relation till EU-Kommissionens förslag.

Rapporten har diskuterats vid ett seminarium och vid möten i Finansmarknadskommittén.

Det är min förhoppning att rapporten ska medverka till en ökad kunskap och även fungera som ett värdefullt bidrag i debatten om marknadsmissbrukslagstiftning utformning, både i Sverige och EU.

Detta är en sammanfattning av rapporten Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet. För det bakomliggande resonemanget hänvisas till den fullständiga rapporten. Slutsatserna i rapporten är författarens egna.

Stockholm 6 december 2011

Johanna Lybeck Lilja

Statssekreterare

Ordförande Finansmarknadskommittén

UTVÄRDERING AV DET SVENSKA INSIDERHANDELSFÖRBUDET

- SAMMANFATTNING

1. INLEDNING

Bakgrunden till denna utvärdering är att insiderhandel är förbjuden för att den stör marknaden för finansiella instrument och har en negativ inverkan på marknadsaktörers förtroende för marknaden. Det svenska insiderhandelsförbudet har under senare år allt oftare varit föremål för en kritisk diskussion och samtidigt har en global finanskris lett till en ökad reglering av marknaden. Konkret har detta utmynnat i att Europeiska kommissionen den 20 oktober 2011 publicerat ett förslag till revidering av det tidigare marknadsmissbruksdirektivet (2003/6/EG) inom ramen för den nya marknadsmissbruksförordningen och därtillhörande direktiv.¹ Därför har Finansmarknadskommittén valt att låta utföra en objektiv utvärdering om den svenska insiderregleringen och dess funktionsduglighet.

Syftet i denna utvärdering är att analysera den svenska insiderlagstiftningen, dels i sin nuvarande form, dels i relation till Kommissionens förslag. Genom detta eftersträvas att säkerställa den svenska insiderlagstiftningens konkurrenskraft – därmed även den svenska finansmarknadens konkurrenskraft – i förhållande till andra länder som tävlar med Sverige om positionen som en ledande nordeuropeisk marknad för finansiella instrument. Denna utvärdering genomförs genom att analysera statistiska data om rättsfall gällande insiderhandel och studier avseende mörkertal gällande insiderhandel på aktiemarknaderna i Sverige, Finland, Norge, Danmark, Tyskland, England och USA. Vidare analyseras de juridiska reglerna i nämnda länder. Dessutom detaljgranskas det svenska insiderhandelsförbudet för att undersöka om det finns särdrag i den svenska lagstiftningen som

¹ Se förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) Bryssel den 20.10.2011, KOM(2011) 651 slutlig, 2011/0295 (COD). Det är skäl att påpeka att det råder en gemenskapsrättslig distinktion mellan de rättsakter direktiv och förordningar är. Direktiv bör implementeras i nationell rätt genom ett nationellt lagstiftningsförfarande, medan förordningar är direkt tillämpliga även nationellt.

påverkar det svenska insiderhandelsförbudets funktionsduglighet på ett negativt sätt.²

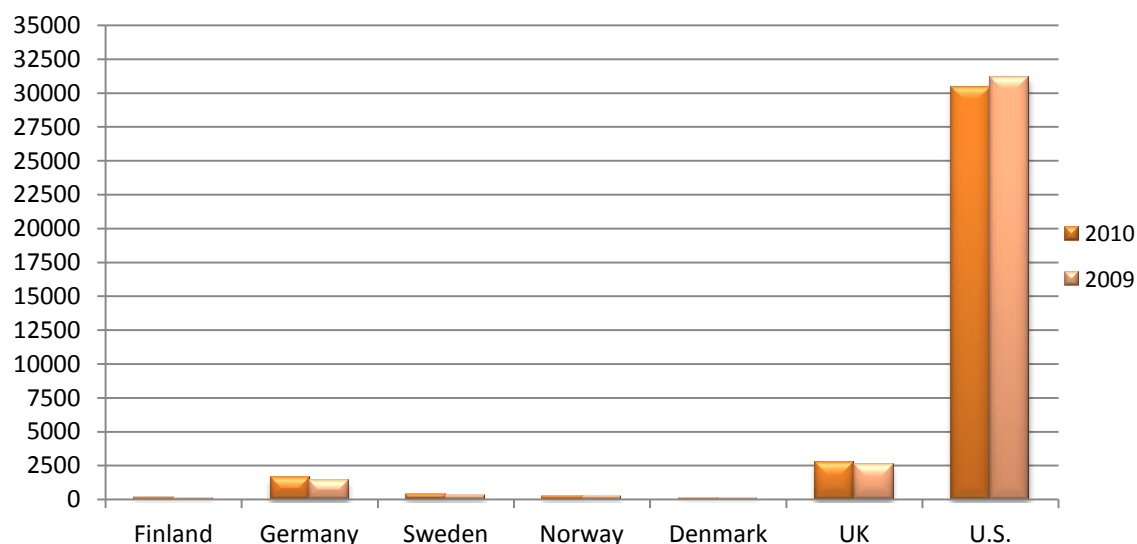
Detta är en sammanfattning av rapporten Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet. För det bakomliggande resonemanget hänvisas till den fullständiga rapporten.

2. RÄTTSFALLSSTATISTIK

2.1 Jämförbarheten i de undersökta länderna

Det är ovanligt att i juridiska undersökningar dra långtgående slutsatser på basis av rättsfallsstatistik, eftersom det är svårt att jämföra olika rättsfall sinsemellan. Däremot finns en viss logik i att jämföra olika liknande rättssystem med varandra. På aktiemarknaden bör dock beaktas att marknaderna kan vara av väldigt olika storlek, vilket då måste beaktas i jämförelsen. Så är även fallet i utvärderingen av de länder som undersöks här:

Diagram 1 – Tradingvolym (mrd USD) i olika länder år 2009 och 2010³



² Denna utvärdering granskar däremot inte övriga förbud i insiderrätten som röjandeförbudet eller rådgivningsförbudet. Här granskas heller inte förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan.

³ Data baserar sig på uppgifter från World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org/about-wfe>) och NASDAQ OMX Nordic Statistics 2010, 4.1.2011.

2.2 Misstänkta transaktioner

Parter som misstänker att en transaktion kan innefatta insiderhandel har en skyldighet att anmäla transaktionen hos den ansvariga myndigheten. Marknadsaktörer har därför en skyldighet att hjälpa myndigheter att upptäcka insiderhandel.

Diagram 2 – Anmälningar från marknaden om transaktioner där man misstänker insiderhandel

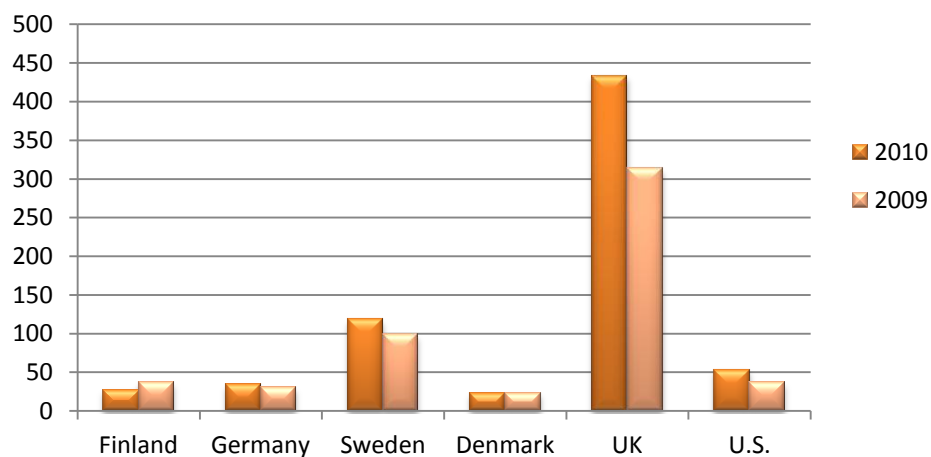
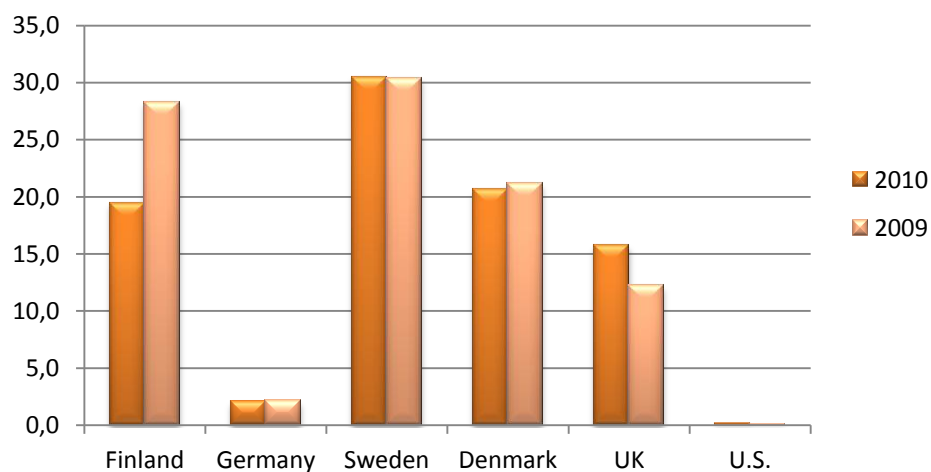


Diagram 3 – Relativ anmälningsfrekvens



Om man relaterar anmälningarna för misstänkta transaktioner till respektive marknads storlek uttryckt i handelsvolym (diagram 1 ovan) får Sverige anses vara bäst i gruppen på att anmäla misstänkta transaktioner.

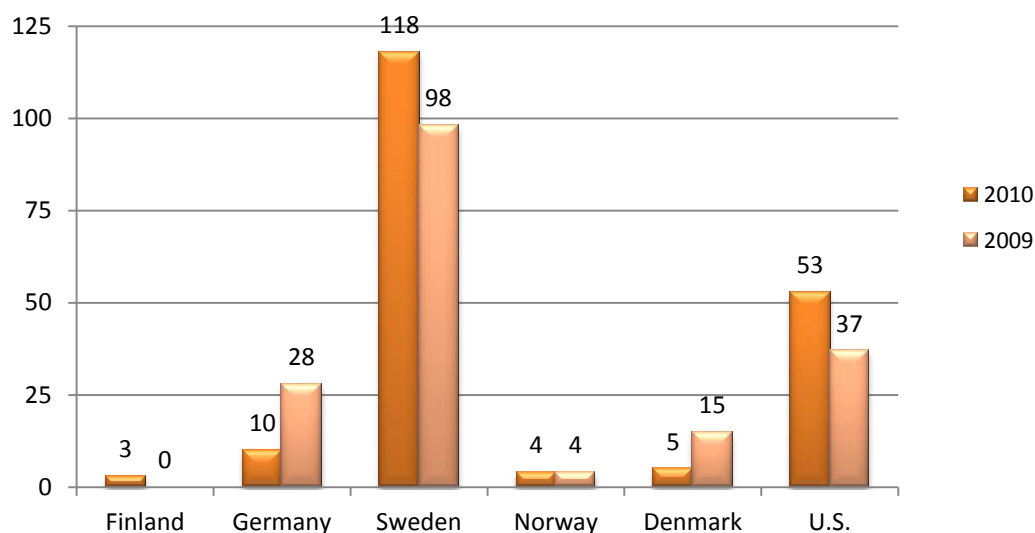
Diagrammet presenterar anmälningar om misstänkt insiderhandel från marknadsaktörer till myndigheter per tradingvolym på 100 miljarder USD. Sverige har den högsta anmälningsfrekvensen. Statistiken visar dock inte nödvändigtvis att det skulle förekomma väldigt mycket insiderhandel på den svenska marknaden. Anmälningströskeln är låg. Samma transaktion kan anmälas av flera parter och samma misstänkta transaktion syns då flerfaldigt i statistiken. Dessutom är alla de undersökta ländernas statistik inte helt jämförbar till sitt innehåll. Sverige är därtill det enda undersökta landet, där den som underlåter att anmäla en misstänkt transaktion själv kan bli bestraffad för denna underlåtenhet.

2.3 Från anmälan till eventuell ansvarsrättegång

Sveriges system gör att FI sällar väldigt lite bland de fall som marknaden anmält före ärendet vidareförmedlas till åklagaren. Denna utredningsprocess är ovanlig i den grupp som undersökts och leder följaktligen till att ett stort antal anmälningar sker från FI till åklagaren, utan att det för den skull betyder att frekvensen av insiderhandel skulle vara högre i Sverige än i andra länder. Till exempel i Finland utför Finansinspektionen en långtgående sällning av anmälningar som ofta leder till en avskrivning av ärenden.

Sverige saknar precis som Norge, Danmark och Tyskland administrativa sanktioner för brott mot insiderhandelsförbudet. Det faktum att Sverige saknar administrativa sanktioner är inte relevant för funktionsdugligheten i insiderhandelsförbudet, eftersom de länder som har administrativa sanktioner (Finland och England) antingen inte alls använder dem (Finland) eller allt tydligare övergår till att hellre använda straffrättsliga sanktioner än de administrativa sanktionerna (England).

Diagram 4 – Anmälningar till polis eller åklagare för brott mot insiderhandelsförbudet⁴

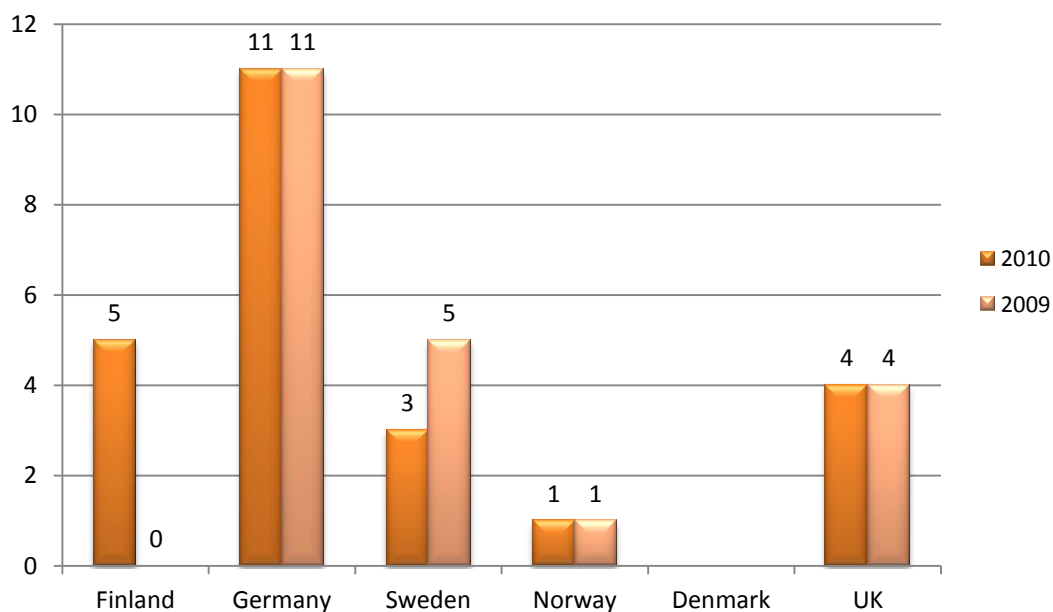


2.4 Avgjorda insiderärenden

Följande led i ansvarsprocessen är att ett insiderärende anhängiggörs i domstol, vilket även leder till att ärendet avgörs av en domstol. Detta sker överlag förhållandevis sällan och i ytterst få av alla de fall där en anmälan om misstanke gjorts. Speciellt i Sverige väcks åtal i endast en bråkdel av de fall som överförs från FI till åklagarmyndigheten. Med hänvisning till att däremot en stor del av alla av FI mottagna anmälningar vidarebefordras till åklagaren, innebär detta att den faktiska sällningen i Sverige (till skillnad från många andra länder) utförs av åklagarämbetet. I sak torde inte denna struktur alls påverka funktionsdugligheten i det svenska insiderhandelsförbudet.

⁴ England publicerar inte statistik om denna del i utredningsfasen och har i direkta diskussioner för denna utvärdering avböjt att kommentera detta led.

Diagram 5 – Antal avgjorda insiderärenden i respektive jurisdiktion



Jämfört med marknadens storlek anhängiggörs och avgörs flest insiderfall i Sverige och Finland av alla undersökta europeiska länder. Antalet avgjorda ärenden per marknadsstorlek är dock överlag nästan lika i de undersökta länderna, i synnerhet om i den engelska statistiken tillgodoräknas även administrativa avgöranden som fördubblar antalet, och i synnerhet om man periodiserar de finska domarna 2010 (5 st) över en tid som täcker även 2009 (då Finland hade 0 st fällande domar).⁵

2.1 Friande eller fällande domar i Sverige

Man bör vara mycket kritiskt till att statistiskt utvärdera utfallen i rättsfall, speciellt om antalet rättsfall (därmed även utfall) är förhållandevis lågt. Ändå kan för Sveriges del konstateras att framgången mätt i bifallna åtal per åtalad person för åklagarsidan i insiderärenden år 2009 var mycket god, medan framgången år 2010 var dålig. År 2010 förklaras den uteblivna framgången främst av att Stockholms tingsrätt ogillade åtalen i ett uppmärksammat och omfattande insiderfall 2010.⁶

⁵ Statistik saknas tillsvdare för Danmark (2009 och 2010).

⁶ Fallet är det s.k. Ringen-fallet där åtalen förkastades i ett mål handlagt av Stockholms tingsrätt.

Diagram 6 – Avgjorda insiderärenden relaterade till marknadens storlek

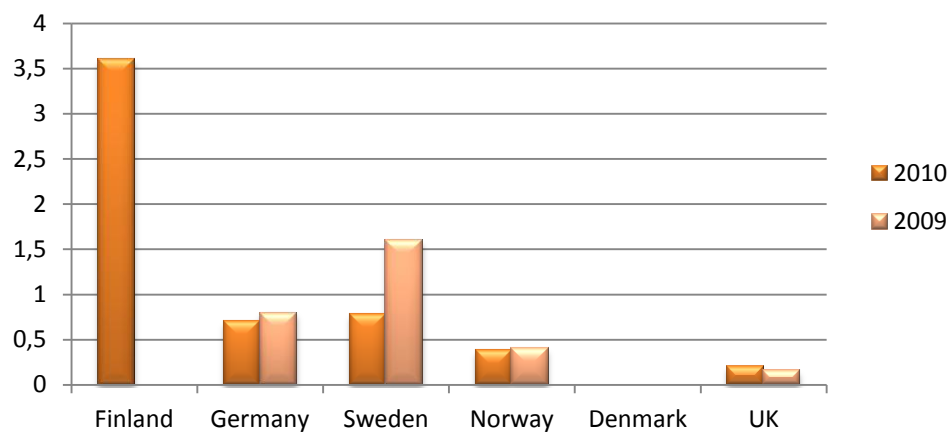
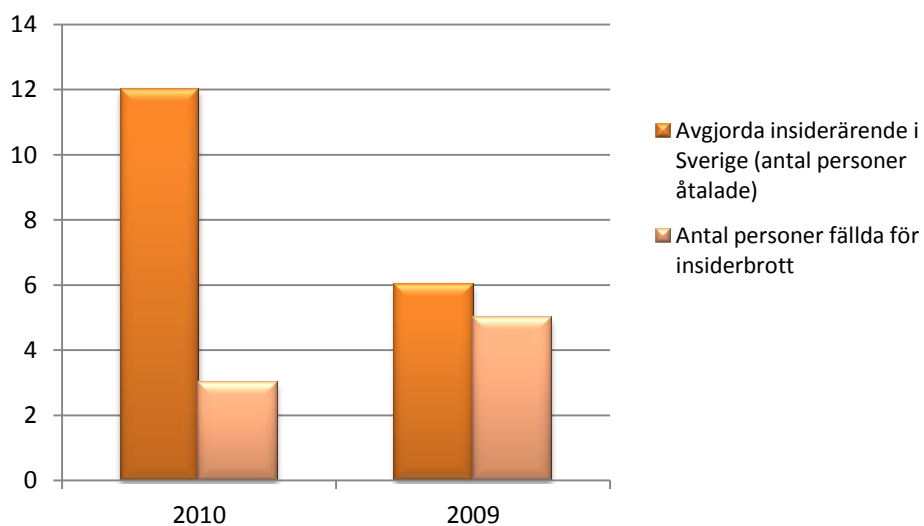


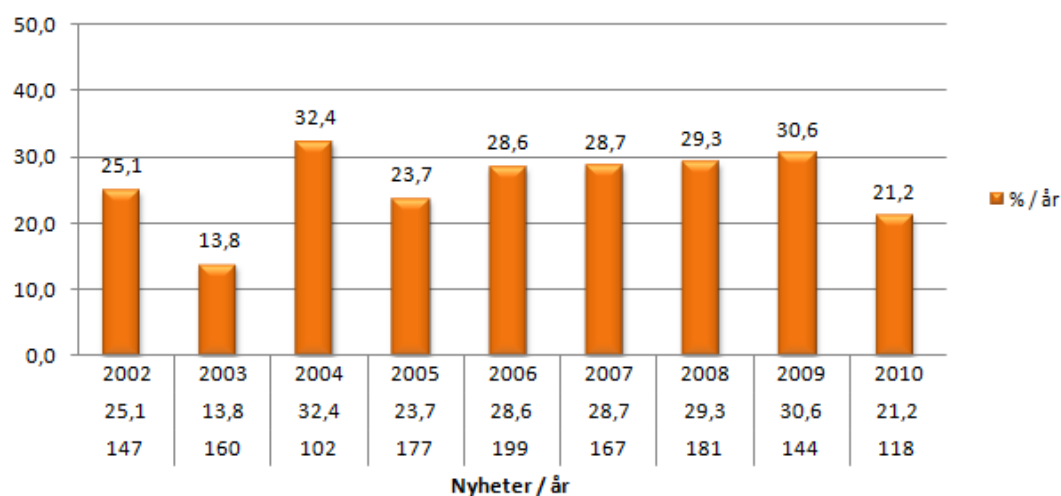
Diagram 7 – Granskning av utgången i insiderärenden i Sverige



3. MÖRKERTAL

I England och Sverige har s.k. market cleanliness-undersökningar utförts för att försöka konstatera om det finns ett mörkertal av insiderhandel, dvs. sådan insiderhandel som finns, fast den inte leder till rättsfall. Statistiken är inte helt tillförlitlig och kan kritiseras, men är ändå intressant i ett jämförande perspektiv, även om den engelska och svenska studien inte undersökt exakt samma sak. Undersökningarna analyserar om börskurserna rör sig kraftigt och i insiderinformationens riktning en kort tid före informationen offentliggörs. Man menar att om så är fallet, kan kursrörelsen vara driven av det faktum att insiders handlar på informationen, fastän det inte har en laglig rätt att gör detta.

Diagram 8 – Frekvensen av abnorma prisökningar före kursdrivande nyheter.⁷

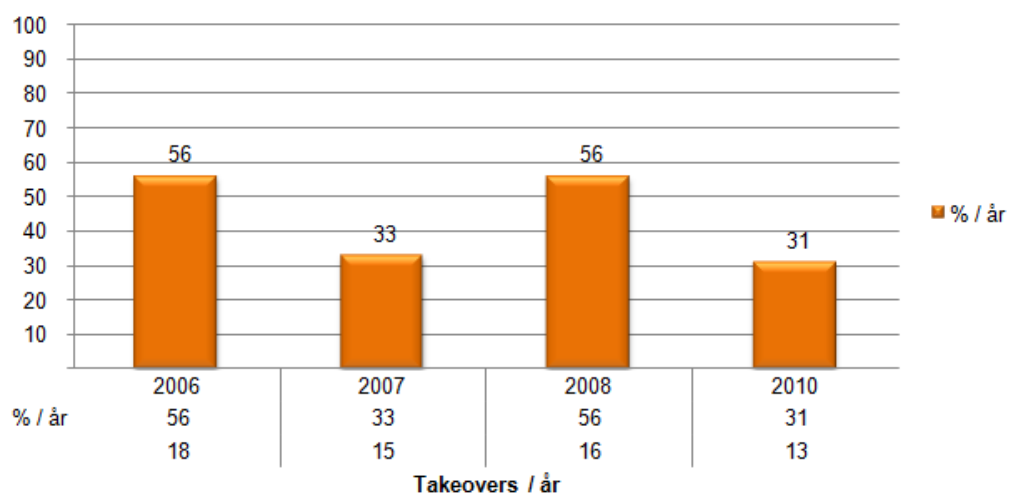


Av undersökningarna framgår att det finns ett förhållandevis stort antal abnorma kursrörelser i kommande nyheters riktning på marknaden. Båda *market cleanliness*-undersökningar ger således belägg för att det finns ett potentiellt mörkertal av insiderhandel i samband med takeovers i både Sverige och England. Dessutom förekommer ett mörkertal i samband med negativa nyheter i England, vilket inte undersökts i Sverige.

⁷ Market cleanliness-undersökning utförd av FSA.

Ändå förefaller inte den svenska insiderlagstiftningens funktionsduglighet vara sämre än den engelska insiderlagstiftningens funktionsduglighet. Slutsatsen gäller trots att England kan tillgripa även administrativa sanktioner för insiderhandel, vilket Sverige inte kan.

Diagram 9 – Frekvensen av abnorma prisökningar före takeovers⁸



⁸ Market cleanliness-undersökning utförd av PwC.

4. JÄMFÖRELSE MELLAN OLIKA LÄNDERS RÄTTSSYSTEM

Den utförda jämförelsen mellan olika länders rättssystem kan sammanfattat återges i tabellform.

Komparation av rättssystem och variabler					
Rättssystem	Sanktionssystem	Rekvisitet för förbjuden gärning			Rekvisitet för personligt ansvar
		Transformationskrav?	Återtagande förbjudet?	Kausalitet	
Sverige	Enkelt	Ja	Nej	Nej	Uppsåt och vållande
Finland	Dubbelt ⁹	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
Danmark	Enkelt	Nej	Nej	Nej	Uppsåt och vållande
Norge	Enkelt	Nej	Nej	Nej	Uppsåt och vållande
Tyskland	Enkelt ¹⁰	Ja	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
UK	Dubbelt	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
USA	Dubbelt	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
Direktivet	Endast admin	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
Förordningen	Dubbelt	Nej	Ja	Ja	Uppsåt och vållande

⁹ Så som ovan konstaterats har administrativa sanktioner inte tillgripits för insiderhandel i Finland, trots att en legal möjlighet existerar.

¹⁰ Tyskland har i och för sig ett dubbelt sanktionssystem för marknadsmissbruk, men det tyska systemet tillåter inte administrativa sanktioner för insiderhandel.

5. SANKTIONSSYSTEMET

Sverige saknar administrativa sanktioner för brott mot insiderhandelsförbudet. Det finns ett tryck mot att eventuellt införa sådana, trots att empirin ovan visat att det inte råder ett samband mellan administrativa sanktioner och en ökad funktionsduglighet i insiderhandelsförbudet.

Eventuella administrativa sanktioner i Sverige måste för att vara effektiva och avskräckande struktureras så att Europeiska människorättskonventionen (EKMR) kommer att tillämpas på sanktionerna. Detta gör att administrativa sanktioner inte kommer att vara någon lösning som märkbart ökar funktionsdugligheten i insiderhandelsförbudet. Istället leder EKMR till att flera juridiska begränsningar måste beaktas vid designen av det svenska administrativa sanktionssystemet.

Sanktionerna måste handläggas inför en oberoende domstol. Ändå finns inget juridiskt hinder för att tillsätta en specialdomstol eller en sanktionsnämnd för insiderärenden.

- Om ett dubbelspårigt system skapas kan endast antingen administrativa eller straffrättsliga sanktioner utdelas för samma gärning, inte både och.
- Också inom det administrativa systemet måste en part betraktas vara oskyldig, tills det motsatta bevisats med övertygande bevisning.
- Ingen kan åläggas en skyldighet att bidra till att framlägga bevisning som är till den åtalade personens nackdel.
- Även mera generellt råder konstitutionella garantier som skyddar individen mot arbiträr maktutövning från det allmännas sida (legalitetsprincipen).

6. REKVISITET FÖR FÖRBJUDEN GÄRNING

Sverige har vissa val i lagstiftningen som kan förefalla vara omotiverade då man jämför med övriga länder och då man innehållsmässigt analyserar lagstiftningslösningarna. Dessutom kommer Kommissionens förslag till ny marknadsmissbruksförordning att leda till att några av de svenska lagstiftningsvalen sannolikt kommer att försvinna inom några år.

6.1 Transformation

Sverige förutsätter nu att personen med insiderinformation skall ha fått informationen, vilket inte täcker situationer där personen har insiderinformationen för att personen i fråga själv genererat den, utan att informationen för den skall bestå av information om personens egna brottsliga verksamhet. Denna lucka i den svenska lagstiftningen är omotiverad och bör därför täppas till, genom att stryka kravet på att personen ifråga bör ha fått insiderinformationen. Insiderinformation kan utnyttjas på samma skadliga sätt oavsett om personen fått insiderinformationen eller endast har insiderinformationen för att personen själv genererat den.

- Exempel. Den fantastiska VD:n bestämmer sig för att säga upp sig. Nyheten kommer att påverka hans bolags börskurs negativt. Innan han informerar styrelsen och innan bolaget informerar marknaden om uppsägningen, köper VD:n sälj optioner, vars värde är beroende av kursutvecklingen i hans eget (snart f.d.) bolag. Eftersom VD:n inte kan sägas ha fått informationen om att han tänker säga upp sig och eftersom det definitivt inte är brottslig verksamhet att säga upp sig, synes inte ovan beskrivna förfaringssätt vara förbjudet enligt svensk insiderrätt.

6.2 Återkallande

Sverige synes förbjuda den som inte försökt återkalla en redan avgiven order, ifall personen som avgett ordern får tillgång till insiderinformation efter att ordern avgetts, men innan den verkställts. Denna lösning är omotiverad, eftersom den som inte har insiderinformation när ordern avges, inte heller kan ha påverkats av insiderinformationen i sin ordergivning, varför det är onödigt att förbjuda detta i stöd av insiderhandelsförbudet. Däremot är det viktigt att förbjuda att den som

återkallar en order som redan avgivits, men inte verkställt, för att personen får insiderinformation efter avgivandet men före ordern verkstälts. Detta sker även om Kommissionens marknadsmissbruksförordning träder i kraft i föreslagen form.

- Exempel. Exakt kl. 12.00 lägger fondförvaltaren en stor köporder för aktier i en storbank. Han har analyserat banken och anser att dess krediter är betydligt starkare än marknaden uppfattar fallet vara. Därför köper han. Ordern är stor och det tar en timme att genomföra den på marknaden. Om han därefter kl 12.20 får insiderinformation som bekräftar hans analys, påverkar inte denna information, som han får efter att han avgivit sin order, men innan den verkstälts, att informationen kunde ha påverkat hans investeringsbeslut. Om han däremot vid samma tidpunkt får insiderinformation som bekräftar att hans analys var helt fel, och då återkallar den givna ordern, kan insiderinformationen anses ha påverkat hans investeringsbeslut och därför bör den senare situationen förbjudas, men inte den förra.

6.3 Innehav eller utnyttjande

Sverige har idag valt att inte förutsätta att just insiderinformationen som personen har fått har förorsakat beslutet att förvärva eller avyttra finansiella instrument. Modellen kommer att ändras om Kommissionens förslag träder ikraft. Då kommer det att förutsättas att informationen förorsakat transaktionen, fast detta presumeras om personen som gör transaktionen innehaft insiderinformation, vilket gör att förändringen blir rätt liten i praktiken. Skulle Kommissionens förslag inte träda ikraft, är det åtminstone skäl att se över den s.k. svenska undantagskatalogen, som nu är bristfällig. Den bristfälliga undantagskatalogen leder till att det svenska nuvarande förbudet blir onödigt omfattande och detta gör att den svenska finansmarknaden är mindre konkurrenskraftig än vad fallet vore om man tydligare definierade och expanderade undantagen i undantagskatalogen. Ändå innebär inte en expansion av undantagskatalogen att investerarnas förtroende för marknaden försämras.

- Exempel. Investeringsbanken X vill sälja en stor equity swap till sin klient som önskar ta en toe hold¹¹ på 29,9 % inför en takeover i ett jättelikt börsbolag. Banken gör bedömningen att den har fått positiv insiderinformation om börsbolaget från sin klient. Eftersom banken har ett kontraktuellt arrangemang med sin klient, vars värde är beroende av kursutvecklingen i börsbolaget, vill banken täcka sin marknadsrisk i arrangemanget (hedging) ända tills equity swopen är deltahedgad¹². Eftersom banken innehar insiderinformation angående börsbolaget och önskar förvärva börsbolagets aktier, kunde man felaktigt tolka att insiderhandelsförbudet förhindrar banken att hedga sin position, om inte undantagskatalogen tydligare beskrev att denna typs transaktioner bör anses vara undantagna på marknaden.

7. REKVISITET FÖR PERSONLIGT ANSVAR

Uppsåt vid insiderhandel föreligger när gärningsmannen har insiderinformation och dessutom insåg att så var fallet. En person som har insiderinformation, utan att inse detta agerar inte uppsåtligt, men i vissa fall kan personen anses agera oaktsamt. Skulle gärningsmannen däremot inte känna till den information som är insiderinformation kan varken uppsåtlig eller oaktsam form av insiderhandel föreligga. Det man inte vet kan helt enkelt inte påverka de affärer man gör.

Frågan om personligt ansvar vid insiderhandel är i praktiken rätt ointressant, eftersom det är realistiskt att anse att den som känner till viktig information om aktiehandel (insiderinformation) även inser att informationen är just insiderinformation. I praktiken är därför insiderhandel av uppsåt den vanligaste formen i rättspraxis både i Sverige och i övriga granskade länder.

Ifall Sverige inför ett administrativt sanktionssystem för insiderhandel är det naturligt att dra gränsen mellan det administrativa och det uppsåtliga systemet vid just gränsen för uppsåt och oaktsamhet. Uppsåtliga brott är generellt mera klandervärda än oaktsamma brott och därför bör uppsåtliga brott primärt beivras genom straffrätt. Eftersom

¹¹ Genom att förvärva en s.k. toe hold försöker en investerare säkerställa att en planerad takeover inte skall kunna hotas av ett konkurrerande bud.

¹² Deltahedge innebär att marknadsrisken i instrumentet är neutraliserad.

insiderhandel av oaktsamhet emellertid i praktiken är ovanligt, är det sannolikt att det tillämpningsområdet för ett administrativt sanktionssystem i praktiken kan bli rätt smalt.

8. UNDERSÖKNINGENS RESULTAT

- Det svenska insiderhandelsförbudet är **åtminstone lika** funktionsdugligt som insiderhandelsförbud i de undersökta länderna.
 - Om storleken på aktiemarknaden beaktas lagförs **flera fall av insiderhandel i Sverige** än i något annat undersökt land.
 - Länder som redan nu har möjligheten att för insiderhandel utdela **administrativa sanktioner** vid sidan av straffsanktioner, uppvisar inte en större funktionsduglighet i insiderlagstiftningen.
 - Det finns få insiderfall och varje fall är unikt. Därför är det **ointressant att jämföra** utgången i de få insiderfall som konstaterats och generaliseringar på basis av fallen är inte vetenskapligt hållbara.
- Sveriges lagstiftning är till **inga delar unik** i det jämförda samplet, även om vissa nationella särarter förekommer i lagstiftningen och dess tolkning.
 - Sverige, Danmark, Norge och Tyskland saknar idag **administrativa sanktionsalternativ** för insiderhandel, medan Finland och England har möjligheten, men utnyttjar den sällan.
 - Införandet av administrativa sanktioner i Sverige **måste beakta EKMR** och Sveriges konstitutionella tradition.

- Det är **osannolikt** att införandet av administrativa sanktioner skulle **öka funktionsdugligheten** i insiderhandelsförbudet.
- Sverige bör **avskaffa det s.k. transformationsrekvisitet** i insiderhandelsförbudet, eftersom det kan leda till att vissa situationer där gärningsmannen handlar på basis av självgenererad insiderinformation (som ändå inte är vetskap om egen kriminell verksamhet) förblir ostraffad.
- Sverige bör **förtydliga tolkningen** av att det är tidpunkten för **avgivandet av en order** som är avgörande för om en person har insiderinformation eller inte. Däremot är det inte avgörande om personen får insiderinformation efter avgivandet men före verkställandet av ordern.
 - Kommissionen föreslår att den omvända situationen, dvs. när en **avgiven order återkallas** på grund av insiderinformation, skall förbjudas.
- Den **svenska innehavsmodellen** står under ett förändringstryck på grund av Kommissionens förslag. En förändring skulle harmonisera lagstiftningen på ett europeiskt plan och förminska regulatoriska kostnader. Dessutom kommer förändringen att förtydliga de tvetydigheter som idag finns inom den s.k. undantagskatalogen.
- Frågan om **uppsåt och/eller vållande är generellt av ringa praktiskt intresse** i insiderhandelsförbudet. Skulle ett administrativt sanktionssystem införas, vore det ändamålsenligt att dra gränsen för tillämpningen av dels det straffrättsliga dels det sanktionsrättsliga systemet vid gränsen för uppsåt och vållande.