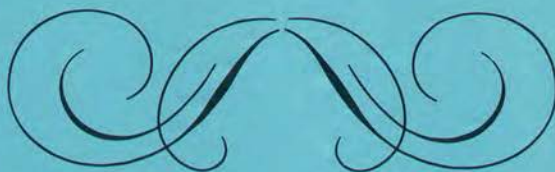


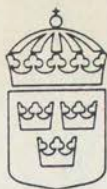
Ref

Värdepappers- marknaden



Betänkande av värdepappers-
marknadsutredningen

SOU_{1984:2}



Statens offentliga utredningar
1984:2
Finansdepartementet

Värdepappers- marknaden

Betänkande av värdepappersmarknadsutredningen
Stockholm 1984

Omslag Johan Ogden

ISBN 91-38-08047-8

ISSN 0375-250X

Minab/Gotab Stockholm 1984 76535

Till statsrådet och chefen för finansdepartementet

Med stöd av regeringens bemyndigande den 28 juni 1979 förordnade chefen för ekonomidepartementet, dåvarande statsrådet Mundebo, den 4 september 1979 regeringsrådet Göran Wahlgren att utreda frågor angående tillsynen av värdepappersmarknaden.

Att såsom sakkunnig biträda utredningsmannen förordnades den 29 januari 1980 bankspektören, numera verkställande direktören Hans Henrik Abelin.

Att såsom experter biträda utredningsmannen förordnades samma dag bankdirektören Bo Damberg och hovrättsassessorn, numera byråchefen Håkan Wunderman.

Till sekreterare förordnades den 15 oktober 1979 hovrättsfiskalen Göran Svensson.

Under utredningsuppdragets gång har utredningen avgivit remissyttranden i lagstiftningsfrågor till justitiedepartementet och finansdepartementet.

Sedan uppdraget nu har slutförts överlämnas härmed betänkandet Värdepappersmarknaden.

Stockholm i november 1983

G Wahlgren

/Göran Svensson

Innehållsförteckning

<i>Förkortningar</i>	9
<i>Sammanfattning</i>	11
<i>Författningsförslag</i>	19
1 <i>Inledning</i>	35
1.1 Direktiven	35
1.2 Arbetets uppläggning och dispositionen av betänkandets innehåll	38
2 <i>Allmänt om värdepappersmarknaden</i>	41
2.1 Funktionerna m.m.	41
2.2 Regleringen	43
2.3 Tillsynen	47
2.4 Utvecklingen	49
3 <i>Allmänt om insiderspekulation</i>	53
3.1 Några begrepp	53
3.2 Något om synen på insiderspekulation	54
3.3 Insiderspekulation som informationsproblem	55
4 <i>Vissa normer för företagens informationsgivning</i>	57
4.1 Författningsbestämmelser	57
4.1.1 Bokföringslagen	57
4.1.2 Aktiebolagslagen	57
4.1.2.1 Redovisningsregler	57
4.1.2.2 Bestämmelser om emissionsprospekt	59
4.1.2.3 Andra bestämmelser i ABL	59
4.1.3 Medbestämmandelagen m.m.	60
4.1.4 Andra författningsbestämmelser	62
4.2 Avtal och rekommendationer m.m.	63
4.2.1 Inregistreringskontrakten	63
4.2.2 Avtal om OTC-notering	64
4.2.3 Rekommendationer av Stockholms fondbörs	65
4.2.4 Rekommendationer av andra organ	66
4.3 Bankpraxis angående vissa emissionsprospekt	67

5	<i>Regler till skydd mot insiderspekulation</i>	69
5.1	Allmän civil- och strafflag	69
5.1.1	Avtalslagen	69
5.1.2	Skadeståndslagen m.m.	70
5.1.3	Brottsbalken	70
5.2	Börs- och fondkommissionslagstiftningen	71
5.3	Insiderlagen	71
5.4	Bestämmelser avseende vissa personkategorier	73
5.4.1	Ledningen för och anställda hos Stockholms fondbörs	73
5.4.2	Offentliga funktionärer	74
5.4.3	Ledningen för och anställda hos fondkommissionär	75
5.4.4	Advokater	75
5.4.5	Revisorer	76
5.4.6	Journalister	76
5.4.7	Finansanalytiker	77
5.5	Rekommendationer av bankinspektionen och Näringslivets börskommitté	78
5.5.1	30-dagarsregeln	78
5.5.2	Förhållande vid visst samgående	78
6	<i>Rättsläget i andra länder</i>	79
6.1	USA	79
6.2	Storbritannien	83
6.3	Frankrike	85
6.4	Västtyskland	87
6.5	Norge	88
6.6	Danmark	90
7	<i>Erfarenheter av och synpunkter på insiderlagen</i>	91
7.1	Statistiska uppgifter	91
7.2	Massmedias bevakning av insideraffärer	92
7.3	Något om lagens effektivitet	94
7.4	Frånvaron av förbud och effektiv kontroll	95
7.5	Initierade utanför insiderkretsen	96
7.5.1	Anställda m.fl.	96
7.5.2	Stora aktieägare	98
7.5.3	Insiders i koncernbolag	99
7.5.4	Personer informerade om samgående	100
7.5.5	Offentliga funktionärer	101
7.5.6	Mottagare av tips m.fl.	102
7.5.7	Sammanfattande anmärkningar	103
7.6	Begränsningen till vissa värdepapper	104
7.7	Bolagens medverkan vid bestämmandet av insiderkretsen	105
7.8	Anmälningsskyldigheten	106
8	<i>Utredningens slutsatser och förslag</i>	107
8.1	Inledning	107
8.2	Allmänt om förbudens avgränsning	109

8.3	Förbud mot handel inför offentligt erbjudande om aktieförvärv	111
8.4	Förbud mot annan handel	114
8.4.1	Allmänna anmärkningar	114
8.4.2	Begränsningen till vissa värdepapper	115
8.4.3	Personkretsens avgränsning	117
8.4.4	Väsentlighetsrekvisitet	122
8.5	Följder av att förbud överträds	123
8.5.1	Straffansvar	123
8.5.2	Ekonomisk sanktion	125
8.6	Registreringsskyldigheten	128
8.7	Bankinspektionens övervakning	130
9	<i>Skyddet för investerare i uppdragsförhållanden</i>	133
9.1	Inledning	133
9.2	Förvaltaruppdragen	133
9.3	Den s.k. Trend-affären	136
9.4	Nuvarande reglering	137
9.4.1	Verksamhet under bankinspektionens tillsyn	137
9.4.2	Verksamhet utanför bankinspektionens tillsyn	140
9.4.3	Allmän civil- och strafflag	142
9.4.4	Kompetensfördelningen mellan bankinspektionen och KO/KV	142
9.5	Överväganden och förslag	145
10	<i>Skyddet för investerare i övrigt och marknadsövervakningen</i>	151
10.1	Inledning	151
10.2	Frågan om förbättrad marknadsinformation	152
10.2.1	Gällande ordning	152
10.2.2	Hur ägarförändringar rapporteras i några andra länder	154
10.2.3	Överväganden och förslag	156
10.3	Värdepappersmarknadens övervakning. Bankinspektionens befogenheter och åligganden	163
10.3.1	Tidigare förslag	163
10.3.2	Överväganden och förslag	164
11	<i>Några skilda frågor</i>	173
11.1	Fondhandelslagen	173
11.1.1	Motiven för en översyn av lagen	173
11.1.2	Lagens nuvarande innehåll	174
11.1.3	Avräkningsnotornas betydelse för skattekontrollen	174
11.1.4	Överväganden och förslag	175
11.2	Fondkommissionslagen	178
11.2.1	39-41 §§ fondkommissionslagen	178
11.2.1.1	Innebörden av reglerna och motiven till dem m.m.	178
11.2.1.2	Framställningen om lagändring	180

11.2.1.3	Överväganden och förslag	180
11.2.2	21 § fondkommissionslagen	183
11.3	Sekretesslagen	183
11.4	Ikraftträdande av lagen om värdepappersmarknaden	185
11.5	Kostnader och finansiering	186
12	<i>Aktiebolagslagens låneförbud</i>	187
12.1	Utredningens uppgift	187
12.2	Innebörden av ABL:s låneförbud	187
12.3	Motiven till förbudsbestämmelserna	188
12.4	Bestämmelsernas räckvidd m.m.	190
12.5	Kreditjävsbestämmelserna i banklagstiftningen	191
12.6	Kreditgivande aktiebolag	192
	12.6.1 Kreditaktiebolagen	192
	12.6.2 Finansbolagen	193
	12.6.3 Fondkommissionsbolagen	193
12.7	Överväganden	194
	12.7.1 Avgränsning av problemet	194
	12.7.2 Behovet av lagändring	195
	12.7.3 Frågan om en obegränsad långivningsrätt	198
	12.7.4 Banklagstiftningen som regelmodell	200
	12.7.5 Slutsatser och förslag	201
13	<i>Specialmotivering</i>	207
13.1	Förslaget till lag om värdepappersmarknaden	207
13.2	Förslag till annan lagstiftning	239
	13.2.1 Ändringar i fondkommissionslagen (1979:748)	239
	13.2.2 Ändringar i lagen (1980:2) om finansbolag	242
	13.2.3 Ändringar i lagen (1963:76) om kreditaktiebolag	243
	13.2.4 Ändringar i sekretesslagen (1980:100)	243
	Bilaga 1 A <i>Inregistreringskontrakt</i>	247
	Bilaga 1 B <i>Avtal angående OTC-notering</i>	251
	Bilaga 2 <i>Iakttagelser beträffande insideraffärer 1979</i>	255
	Bilaga 3 <i>Summary in English</i>	259

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AVL	Lagen (1971:112) om förbud mot oskäligen avtalsvillkor
aktiefondsförordningen	Förordningen (1974:936) om tillsyn över fondbolag och aktiefonder m.m.
aktiehanteringslagen	Lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering
BFN	bokföringsnämnden
BL	Bokföringslagen (1976:125)
BrB	Brottsbalken
banklagen	Lagen (1955:183) om bankrörelse
börslagen	Lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs
COB	Commission des Opérations de Bourse
FAR	Föreningen Auktoriserade Revisorer
FHL	Lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper
insiderlagen	Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav
KkrL	Konsumentkreditlagen (1977:981)
KO	konsumentombudsmannen
KV	konsumentverket
kommissionslagen	Lagen (1914:45) om kommission, handelsagentur och handelsresande
Lu	Lagutskottets betänkande
MBL	Lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet
MM	market maker (= fondkommissionär som åtagit sig att ställa kursen i aktie i ett aktiebolag)
NASD	National Association of Securities Dealers
NBK	Näringslivets börskommitté
NJA	Nytt juridiskt arkiv
NO	näringsfrihetsombudsmannen
NOU	Norges offentlige utredninger
Nu	Näringsutskottets betänkande
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OTC	over the counter (= handel vid sidan av fondbörsen med fondpapper)

RB	Rättegångsbalken
rskr	riksdagsskrivelse
SCB	statistiska centralbyrån
SEC	The Securities and Exchange Commission
SFS	Svensk författningssamling
SOU	Statens offentliga utredningar
SRS	Svenska Revisorsamfundet
TT	Tidningarnas Telegrambyrå
VPC	Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag
VPC-förordningen	Förordningen (1970:601) om tillsyn över Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag

Sammanfattning

Med stöd av regeringens bemyndigande den 28 juni 1979 utfärdade chefen för ekonomidepartementet samma dag direktiv för särskild utredare att utreda frågor angående tillsynen över värdepappersmarknaden m.m. Resultatet av utredningsarbetet redovisas i detta betänkande.

I betänkandet föreslås bl.a. införande av en ny lag, nämligen lag om värdepappersmarknaden. Denna avses bli ett komplement till de lagar som nu finns på värdepappersmarknadens område: fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. I den föreslagna lagen har inarbetats bestämmelser som nu finns i lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav (insiderlagen) och i lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper (fondhandelslagen). Utredningens förslag innebär därför också ett upphävande av de båda sistnämnda lagarna. Vid sidan av bestämmelser som har motsvarigheter i dessa lagar förekommer i lagförslaget ett antal regler utan motsvarighet i gällande rätt.

Den centrala delen av lagförslaget utgörs av bestämmelser som har till syfte att motverka s.k. insiderspekulation. Begreppet insiderspekulation i förslaget omfattar ett förfarande som innebär att personer med särskild anknytning till ett företag köper eller säljer aktier i företaget med utnyttjande av sådan information om företaget som inte är tillgänglig för allmänheten.

Även den nu gällande insiderlagen har till syfte att motverka insiderspekulation. Lagen föreskriver att de i ett börsbolag som normalt erhåller förtrolig kännedom om väsentliga förhållanden i bolaget (VD, styrelseledamöter m.fl.) skall till bankinspektionen anmäla egen och närståendes handel med aktier i bolaget. Tanken bakom införandet av anmälningsskyldighet var att de anmälningsskyldiga skulle avstå från sådana affärer som inte tål "offentlighetens ljus".

Bankinspektionen, som kontrollerar insiderlagens efterlevnad, har inte att befatta sig med om insiderspekulation som sådan ägt rum eller inte. Vad som för kontrollen är av intresse är endast om anmälningsskyldigheten fullgjorts på rätt sätt.

I lagförslaget behålls anmälningsskyldigheten, men den får en mera underordnad betydelse än förut. Det huvudsakliga i den föreslagna lagstiftningen, såvitt denna rör skyddet mot insiderspekulation, är nämligen att personer med nära anknytning till ett börsbolag eller ett bolag som är introducerat på den s.k. OTC-marknaden förbjuds att handla med aktier i

det "egna bolaget" då de känner till en händelse i bolaget som inte offentliggjorts. Ett särskilt förbud föreslås gälla i den situationen, att en juridisk person avser att lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva aktierna i ett aktiemarknadsbolag (ett s.k. take-over-bid).

Överträdelse av förbud mot handel i de här avsedda fallen kan i allvarliga fall medföra straff för insiders. Både utsträckningen av lagregleringen till OTC-bolag och kriminaliseringen av insiderspekulation är nyheter i förhållande till vad som nu gäller.

Utredningen redovisar i korthet följande skäl för förslaget. Det finns indikationer på att insiderspekulation förekommit. Eftersom förfarandet som sådant hittills inte har omfattats av samhällssanktioner, saknas emellertid offentligt material som belägger att insiderspekulation verkligen ägt rum. Utredningen har dock funnit att redan misstanken om att insiderspekulation förekommer på ett så allvarligt sätt rubbar förtroendet för värdepappersmarknaden att en samhällssanktion redan på grund härav bör finnas. Även andra omständigheter talar för en lagstiftning av föreslagen art. Det har t.ex. visat sig att personer som är anmälningsskyldiga enligt insiderlagen, trots bankinspektionens klara avståndstaganden därifrån, i oacceptabel utsträckning gör affärer med aktier i eget bolag i nära anslutning till offentliggörande av kursdrivande information. Då sådana affärer, som skadar förtroendet för marknaden, inte synes kunna utmönstras på frivillighetens väg, är enligt utredningens mening förbudsvägen den enda möjliga. Det bör nämnas att under utredningsarbetets gång handeln med aktier på Stockholms fondbörs, både i fråga om omsättning och kursutveckling, undergått en dramatisk utveckling: fondbörsen har vuxit till en av de tio största i världen. Det är angeläget att det på en marknad av denna dimension finns en reglering likvärdig med den som förekommer internationellt på utvecklade marknader. I såväl USA, England som Frankrike har sålunda insiderspekulation kriminaliserats.

De av utredningen föreslagna straffsanktionerna knyter sig alltså till två slags förbud. Det första förbudet träder till i den situationen att fråga väckts i ett företag (erbjudande företaget) om att erbjuda aktieägarna i ett aktiebolag (erbjudna bolaget) att förvärva deras aktier. Den som har kännedom om planerna får då, enligt förslaget, inte handla med aktier i det erbjudna bolaget eller i det erbjudande företaget, om detta är s.k. aktiemarknadsbolag, förrän erbjudandet offentliggjorts eller förfallit. Flera begränsningar finns beträffande förbudets tillämpningsområde. Förvärvserbjudandet måste avse aktier i aktiemarknadsbolag, dvs. börsbolag eller bolag vars aktier introducerats på den s.k. OTC-marknaden. Vidare gäller förbudet endast dem som fått kännedom om planerna i egenskap av arbets- eller uppdragstagare i något av de båda inblandade företagen eller deras moderbolag eller moderföretag jämte större aktie- eller andelsägare i något av de av erbjudandet berörda företagen. Med större aktie- eller andelsägare förstås innehavare av minst 5 procent av aktierna eller andelarna eller så många aktier eller andelar som motsvarar minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier eller andelar. Med handel för egen räkning likställs handel för annans räkning eller att med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda annan till köp av aktierna.

Det andra förbudet är av mera allmän karaktär, så till vida att det gäller så

snart i ett aktiemarknadsbolag eller dess moderbolag eller moderföretag inträffat en omständighet som är av beskaffenhet att väsentligt påverka kursen på aktie i aktiemarknadsbolaget då den blir allmänt känd. Utredningen har i denna del knutit an till inregistreringskontraktet för börsbolag och föreliggande avtal med OTC-bolag, som stadgar informationsskyldighet för bolagen i motsvarande situation. Den som har kännedom om omständigheten och har s.k. insynsställning i aktiemarknadsbolaget får i ett sådant läge inte handla med aktier i bolaget, förrän omständigheten offentliggjorts. Likaså avses det bli förbjudet att med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda annan till handel med sådan aktie. Det är företrädesvis de som nu är anmälningsskyldiga enligt insiderlagen som anses ha insynställning, dvs. styrelseledamot eller suppleant, verkställande eller vice verkställande direktör, revisor eller suppleant samt innehavare av sådan ledande befattning som normalt kan anses medföra kännedom om kurspåverkande händelser i bolaget. Kretsen föreslås emellertid bli något utvidgad. Med ledande befattningshavare jämställs den som har ett kvalificerat uppdrag av stadigvarande natur för bolaget. Den som har befattning eller uppdrag som nu sagts i bolagets moderbolag eller moderföretag har i förslaget också getts insynsställning i aktiemarknadsbolaget. Detsamma är fallet med den som är bolagsman (dock ej kommanditdelägare) i ett handelsbolag som är moderföretag till aktiemarknadsbolaget. Slutligen hänförs fysisk person med stort innehav av aktier i aktiemarknadsbolaget till insiderkretsen. Ett sådant stort innehav föreligger om aktierna motsvarar minst 5 procent av aktiekapitalet eller minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget.

Begreppet insynsställning är en lagteknisk term. Det är ofrånkomligt att icke offentliggjord, kursdrivande information kan nå utanför den krets som getts insynsställning. Allmänt sett har dock den angivna kretsen ett informationsförsprång i förhållande till andra. Vid urvalet av vilka som skall anses ha insynsställning har också beaktats, att de angivna kategorierna har en sådan ställning eller funktion att särskilda krav kan ställas på dem. Deras förhållande till bolaget gör också att insiderspekulation av dem är mera ägnad att rubba förtroendet för marknaden än då informationen utnyttjas av någon som mera av en tillfällighet fått tillgång till den. För att kunna utöva erforderlig kontroll är det också nödvändigt att kretsen inte görs alltför stor.

Som nyss nämnts behålls i förslaget den nuvarande anmälningsskyldigheten enligt insiderlagen i princip. Detta beror i första hand på att anmälningarna ansetts vara värdefulla för kontrollen av förbudsbestämmelserna. Skyldigheten att göra anmälningar kan härjämte fylla en återhållande funktion vid sidan av de föreslagna förbuden.

I förslaget är anmälningsskyldigheten utformad på väsentligen samma sätt som hittills. Några ändringar har dock föreslagits. Anmälan skall sålunda göras inom 14 dagar i stället för såsom nu inom en månad. Vidare har anmälningsskyldigheten föreslagits bli slopad i de fall innehavet eller ändring i innehavet understiger 50 aktier. Detsamma gäller då innehavet ökat till följd av fondemission.

Bankinspektionen har i utredningens förslag tilldelats rollen som övervakare av lagstiftningen i sin helhet. När det gäller fall av misstänkt

insiderspekulation får inspektionen befogenhet att inhämta uppgifter för utredning av förhållandena. Det är dock endast berört företag eller dess moderbolag/moderföretag eller den som kan antas ha överträtt ett förbud som omfattas av uppgiftsskyldigheten. Kvarstår antagande om brott efter bankinspektionens undersökning, kan inspektionen göra åtalsanmälan. Denna rätt är vad man kallar exklusiv, vilket innebär att åtal inte får väckas om inte anmälan från inspektionen föreligger. I praktiken torde detta också innebära, att polisutredning inte påbörjas, såvida inte inspektionen föranstaltat därom.

Finner domstol vid sin prövning att något av de här redovisade förbuden överträtts och att detta skett med uppsåt, skall enligt förslaget dömas för ekonomiskt missbruk av förtrolig företagsinformation till böter eller fängelse i högst sex månader. Är brottet på grund av omsättningens storlek eller annan omständighet grovt, kan domen bli fängelse i högst två år. Om någon överträtt förbud av grov oaktsamhet, dömes för ovarsamt ekonomiskt utnyttjande av förtrolig företagsinformation till böter. Att straff inte begränsats till de fall där någon uppsåtligen brutit mot ett förbud, beror på att svårigheten att styrka uppsåt alltför mycket skulle begränsa möjligheten att ingripa mot klandervärda affärer. Vidare skulle en sådan begränsning ge uttryck för en alltför stor tolerans mot mycket försumliga insiders. Då förbud överträtts genom mera harmlösa affärer kan dock påföljd undvaras. I ringa fall skall sålunda ej dömas till ansvar. Ansvarsfrihet föreslås även för den som kan ha medverkat till straffbelagd gärning.

Utöver straffpåföljd kan domstolen låta helt eller delvis förverka värdet av den vinning som uppkommit till följd av brottet. Det kan framhållas, att sådant förverkande i vissa fall kan drabba också den som inte kan göras straffrättsligt ansvarig för insiderspekulation. Förutsättningen är dock alltid att brott blivit begånget. Typexemplet är att en person i insynsställning på ett otillåtet sätt, t.ex. genom lämnande av tips, föranlett annan till sådan aktiehandel som "insidern" inte fått göra själv; den tipsades vinning kan då förverkas. För att inte oskäligen resultat skall uppstå får dock förverkandeförklaring underlåtas om sådan framstår som obillig.

Normalt sett torde redan bankinspektionens utredningsbefogenhet ha gynnsam effekt när det gäller att motverka insiderspekulation. Överlämnande till åtal torde endast komma att ske undantagsvis och i huvudsak endast i allvarliga fall.

Vid sidan av bestämmelser till motverkande av insiderspekulation upptar förslaget bl.a. regler till skydd för enskilda investerare i värdepapper. Reglerna omfattar dem som yrkesmässigt förvaltar fondpapper för annans räkning utan att stå under bankinspektionens tillsyn.

Medan fondkommissionärs förvaltning av fondpapper för annans räkning är omgärdad av ett stort antal regler till uppdragsgivares skydd, åtnjuter den som lämnat ett förvaltningsuppdrag till annan förvaltare inte annat skydd än det den konsumenträttsliga lagstiftningen eller annan allmän lag ger. Fall har inträffat som visar att kundförlusterna till följd av alltför spekulativa inslag i förvaltningsverksamhet varit betydande. Även om såvitt är känt missförhållanden f.n. inte förekommer finns skäl att samhället genom det marknadsövervakande organet får möjlighet till insyn i verksamheten och tillfälle att påverka denna i önskvärd riktning, om behov därav skulle uppkomma.

Mot denna bakgrund föreslås, att den som yrkesmässigt förvaltar fondpapper för annans räkning är skyldig att på begäran av bankinspektionen lämna inspektionen uppgifter om förvaltningsverksamheten. Finner bankinspektionen, att sådan förvaltningsverksamhet bedrivs i former som äventyrar enskildas kapitalinsatser eller annars är otillbörlig mot uppdragsgivare, får bankinspektionen göra skriftlig framställning till förvaltaren att denne skall vidta sådan åtgärd för att åstadkomma rättelse som är skälig med hänsyn till omständigheterna. Om inte sådan framställning iakttas får bankinspektionen i beslut göra anmärkning om missförhållandet. Möjligheten till sådant beslut, som föreslagits med 31 § andra stycket fondkommissionslagen som förebild, kan tjäna som ett påtryckningsmedel. Beslutet kan också ha funktionen att varna allmänheten för att ta förvaltarens tjänster i anspråk och därmed begränsa befarade kundförluster. Beslutet kan överklagas till regeringen. I de fall ett missförhållande kan angripas med åtgärd enligt den konsumenträttsliga lagstiftningen förutsätts att bankinspektionen samråder i ärendet med konsumentverket/konsumentombudsmannen (KO). Framkommer vid sådant samråd att KO skall ta upp ärendet är detta avslutat för bankinspektionens del.

I betänkandet understryks vikten av att marknaden snabbt får tillgång till den information som behövs för att underbyggda placeringsbeslut skall kunna göras. Med utgångspunkt från nämnda intresse diskuteras behovet av lagstiftning för att förbättra informationen till investerarna. En skiljelinje dras mellan å ena sidan information om marknadsläget och information om aktiemarknadsbolagens situation och å andra sidan övrig information som kan påverka bedömningen av aktierna på marknaden. Det anses i första hand vara en uppgift för styrelsen för Stockholms fondbörs att tillse eller verka för att information av det förstnämnda slaget håller godtagbar standard.

Såvitt gäller övrig information anses informationen om väsentliga ägarförändringar i ett aktiemarknadsbolag kunna förbättras. Då stora ägarförändringar kan vara kursdrivande och då en offentlighetsprincip gäller på området, föreslås därför en skyldighet att anmäla större aktieinnehav och senare väsentliga förändringar i dessa till bankinspektionen. För att informationen snabbt skall nå marknaden föreslås att bankinspektionen genast skall underrätta Stockholms fondbörs om innehållet i mottagna anmälningar. Gäller anmälan innehav i ett OTC-bolag skall bankinspektionen även underrätta den fondkommissionär (market maker) som enligt avtal med bolaget fastställer kursen på bolagets aktier. I syfte att allmänheten alltid skall ha möjlighet att på ett enkelt sätt skaffa sig en bild av de väsentliga ägarförhållandena i ett bolag föreslås vidare att anmälningarna hos bankinspektionen skall sammanföras i ett s.k. ägarregister.

Enligt förslaget skall tre olika slag av aktieinnehav rapporteras. Som förutsättning gäller att innehavet har ett röstvärde som motsvarar minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget (gränsvärdet). Anmälningsskyldigheten gäller 1) aktier som ägs av en juridisk person, 2) aktier som ägs tillsammans av två eller flera företag som ingår i samma koncern samt 3) aktier som ägs av två eller flera som med varandra träffat avtal om att anskaffa aktier i bolaget. I sistnämnda fall är det alltså förekomsten av ett s.k. konsortialavtal som medför anmälningsskyldighet, förutsatt att avtalsparterna tillsammans äger aktier som har ett röstvärde motsvarande det förut

nämnda gränsvärdet.

Anmälningsskyldighet uppkommer så snart ett aktieinnehav som nu sagts föreligger samt härefter vid varje tillfälle som innehavet, sedan senast gjord anmälan, ökat eller minskat med vad som motsvarar 5 procent eller mera av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Anmälningar skall alltså göras trappstegsvis.

Den nu berörda anmälningsskyldigheten är i förslaget samordnad med den särskilda skyldigheten att anmäla aktieinnehav och förändringar däri som gäller person med insynsställning. I s.k. insideranmälan skall sålunda särskilt anges om innehavet motsvarar minst 5 procent av rösterna i bolaget. Även uppgifter om sådana innehav skall införas i det omnämnda, av inspektionen förda ägarregistret. Innebär insideranmälan väsentlig ändring i vad som kan antas vara känt i fråga om ägarförhållandena i ett aktiemarknadsbolag, skall vidare Stockholms fondbörs och, i förekommande fall, OTC-bolagets s.k. market maker underrättas. Att underrättelse inte skall lämnas om alla anmälningar av detta slag, beror på att person med insynsställning är skyldig att anmäla också sådana förändringar i innehavet som är av mindre omfattning. Det kan här göras en påminnelse om att bl.a. fysiska personer med större aktieinnehav skall anses ha insynsställning i ett aktiemarknadsbolag. Genom förslagets utformning sörs alltså för att alla rättssubjekts större innehav av aktier i aktiemarknadsbolag och väsentliga förändringar däri kommer till offentligheten.

Genom förslaget ökas bankinspektionens befogenheter och möjligheter till insyn på värdepappersmarknaden. Tidigare har nämnts att bankinspektionen får möjlighet att inhämta viss information till ledning för bedömningen av om insiderspekulation i förslagets mening skett. Vidare ges inspektionen förutsättningar att informera sig om och påverka sådan yrkesmässig förvaltningsverksamhet som bedrivs av annan än den som nu står under inspektionens tillsyn. Härutöver ger förslaget bankinspektionen tillfälle att på ett mera allmänt plan spela en attitydpåverkande eller etikskapande roll till gagn för utvecklingen på marknaden.

Grundläggande för denna allmänna uppgift är en allmänt hållen bestämmelse i förslaget med innehållet, att handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas, så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden bevaras och enskildas kapitalinsatser inte äventyras. I förslaget ges inspektionen befogenhet att meddela de allmänna rekommendationer som behövs för tillämpningen av bestämmelsen. Nämnda befogenhet har kommit till för att undvika en lagreglering som är alltför detaljrik. Det förutsätts att rekommendationerna i huvudsak skall kunna ersätta lagstiftning. Det är också förutsatt att bruket av rekommendationer skall ske så att en lämplig samordning med börsstyrelsens uppgifter på börshandels område kommer till stånd.

För att bankinspektionen skall kunna följa upp om givna rekommendationer har avsedd verkan, föreslås att inspektionen får inhämta besked huruvida rekommendation iakttagits. Någon obegränsad rätt att utöva en sådan frågerätt föreligger dock inte enligt förslaget. Den begränsning som gjorts innebär, att besked får inhämtas av juridisk person som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar eller handlar med fondpapper eller av

annan som i betydande omfattning bedriver sådan handel eller förvaltning.

I anslutning till frågan om utökad insyn och utökade befogenheter för bankinspektionen aktualiseras om behov föreligger att kartlägga och i förekommande fall ingripa mot vad som benämns utnyttjande av marknadsinformation.

Då kursen på aktie med nödvändighet påverkas av tillgång och efterfrågan på aktien är det naturligt att den som har vetskap om förestående stora köp eller försäljningar kan utnyttja sin information till egen vinning. Sker detta avviker förfarandet från insiderspekulation endast på det sättet att det är en annan typ av exklusiv information som utnyttjas, nämligen den om orderläget. Lagstiftning mot företeelsen som sådan kan väl övervägas, men utredningen har avstått från förslag därom, bl.a. med hänsyn till att det torde finnas förutsättningar att komma till rätta med problemet genom frivilliga åtaganden. Det bedöms emellertid vara av vikt att inspektionen ges förutsättningar till bedömning av företeelsens förekomst eller utbredning. Utredningen föreslår därför att juridisk person som gjort stora köp eller utförsäljningar med inverkan på kursen på begäran skall lämna bankinspektionen uppgift om dem som kände till att affären eller affärerna skulle genomföras. Som förutsättning för uppgiftsskyldighet gäller dock bl.a. att väsentlig kursändring skett.

I gällande rätt är det i första hand med stöd av lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper (fondhandelslagen, FHL) som bankinspektionen kan få inblick i enskilda fondpappersaffärer. Enligt fondhandelslagen skall uppgifter om affärer med fondpapper dokumenteras i s.k. avräkningsnotor, som bankinspektionen kan infordra.

Utredningen anser att ett system med avräkningsnotor inte kan avvaras. Skyldigheten att upprätta nota, som nu är allmän, inskränks dock att gälla fondkommissionärer. I fråga om vilka uppgifter som skall framgå av avräkningsnota görs endast smärre justering och hanteringen av notorna föreslås gå till på i princip samma sätt som nu. Detta hindrar inte att ett antal bestämmelser i fondhandelslagen ansetts kunna slopas. De kvarvarande har i reviderat skick överförts till den värdepappersmarknadslag som föreslås.

Vid sidan av de nu redovisade förslagen till lagbestämmelser, vilka alla är avsedda att ingå i lag om värdepappersmarknaden som föreslås träda i kraft den 1 juli 1984, föreslås i betänkandet vissa andra lagstiftningsåtgärder.

Den bestämmelse i fondkommissionslagen (39 §) som tillkommit för att motverka att befattningshavare och andra som har en nära anknytning till fondkommissionär gör egna aktieaffärer i strid med uppdragsgivarens intressen eller med utnyttjande av sin exklusiva kännedom om orderläget föreslås få en ändrad utformning. I fortsättningen skall gälla, att nämnda kategori, i motsats till vad fallet i praktiken är nu, skall kunna gå ur en placering redan efter ett år och att förvärv av värdepapper, inom vissa gränser, skall kunna finansieras med kredit. Samtidigt görs den skärpningen, att den som nu omfattas av 39 § inte får förvärva sådana fondpapper som fondkommissionären åtagit sig att köpa, om fondkommissionärens köp kan antas höja kursen på fondpapperen. Motsvarande skall gälla i fråga om försäljning.

En annan bestämmelse i fondkommissionslagen, 21 §, föreslås också

ändrad, så att även aktier som introducerats på den s.k. OTC-marknaden vid sidan av börspapper skall kunna godtas som säkerhet vid kredit som fondkommissionär lämnar.

I betänkandet förekommer vidare ett förslag – utan närmare anknytning till värdepappersmarknaden – att kreditaktiebolag, finansbolag och fondkommissionsbolag inte skall omfattas av 12 kap. 7 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385). Sistnämnda bestämmelse innebär att aktiebolag inte får lämna penninglån till aktieägare, styrelseledamot eller verkställande direktör i bolaget eller i annat bolag inom den koncern bolaget tillhör. Förbudet omfattar även en omfångsrik krets som är nu nämnda personer på visst sätt närstående. Syftet med förbudet är dels att förebygga en urholkning av ett aktiebolags bundna kapital och dels att hindra den form av skatteflykt som yttrar sig i att aktieägare eller personer i ledande ställning i ett bolag tar lån från detta för privat konsumtion.

Skälet till att nyssnämnda typer av aktiebolag föreslås undantagna från låneförbudet är att kreditgivning ingår som ett normalt led i bolagens verksamhet och att det därför kan antas att lån från "egna bolaget" är ett fullt legitimt utnyttjande av bolagets tjänster. Härtill kommer att bolagen har haft svårt att förebygga att låneförbudet överträds, vilket är en följd dels av mängden kreditärenden hos bolagen och dels den vittomfattande krets som är utestängd från lån.

I stället för det absoluta förbudet enligt aktiebolagslagen föreslås att det i de speciallagar som gäller för här aktuella slag av aktiebolag skall införas en bestämmelse av innebörd att bolagen till styrelseledamöter och andra med inflytande i bolagen inte får lämna lån på andra villkor än dem som normalt uppställs vid lån från respektive bolag. Förslaget anknuter delvis till banklagstiftningens bestämmelser på motsvarande område. Den "förbjudna kretsen" är betydligt snävare bestämd än i aktiebolagslagen. Av förslaget följer bl.a. också, att beslut om lån till någon i den angivna kretsen skall fattas av bolagets styrelse och uppgifter om lånen införas i en särskild förteckning. De senare bestämmelserna främjar effektiviteten i tillsynen, vilken beträffande alla bolagen utövas av bankinspektionen.

För fondkommissionsbolagens del föreslås ytterligare uppmjukning av gällande regler. Enligt förslaget skall nämligen fondkommissionsbolag inte heller omfattas av det i 12 kap 7 § tredje stycket aktiebolagslagen intagna särskilda förbudet mot lämnande av penninglån i syfte att gäldenären eller honom närstående skall förvärva aktier i bolaget eller i annat bolag inom samma koncern. Vidare föreslås att bestämmelsen i 7 kap. 1 § aktiebolagslagen inte skall utgöra hinder för fondkommissionsbolag att som säkerhet för lån motta aktie i moderbolag. Förslagen medför, att fondkommissionsbolag fortsättningsvis skall kunna belåna aktie i bolag inom samma koncern som fondkommissionsbolaget, förutsatt att aktien är eller inom viss tid sannolikt kommer att inregistreras vid Stockholms fondbörs eller är introducerad på den s.k. OTC-marknaden. Rätten att använda sådan aktie som pant har dock inte gjorts obegränsad. Avsikten med den föreslagna uppmjukningen av restriktionerna är att så långt som möjligt undanröja de olika förutsättningar för bolagens verksamhet som gäller och som har sin grund i att vissa fondkommissionsbolag ingår i samma koncern som börsbolag medan andra – de flesta – inte gör det.

Författningsförslag

1 Förslag till Lag om värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs följande

Inledande bestämmelser

1 § Denna lag äger tillämpning på handel med och förvaltning av fondpapper samt förfaranden som har samband därmed. Lagen gäller endast i den mån inte annat föreskrivs i annan lag.

2 § Handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden bevaras och enskildas kapitalinsatser inte äventyras.

3 § Bankinspektionen övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag.

Bankinspektionen får i sin övervakningsverksamhet, utöver de särskilda befogenheter som tillkommer inspektionen enligt denna lag, meddela de allmänna rekommendationer som behövs för tillämpningen av 2 §.

Definitioner m.m.

4 § I denna lag förstås med

1. *fondpapper*: aktie, annat bevis om delaktighet i bolag, obligation, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsett för allmän omsättning samt andel i aktiefond,

2. *fondkommissionär*: den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse enligt fondkommissionslagen (1979:748),

3. *aktiemarknadsbolag*: svenskt aktiebolag som utgivit eller trätt i stället för utgivare av aktie som är inregistrerad vid Stockholms fondbörs (börsbolag) eller som är bundet av avtal med fondkommissionär som innebär att fondkommissionären på begäran av envar skall ange kursen på och till denna kurs köpa eller sälja aktier i bolaget (OTC-bolag),

4. *värdepapperscentralen*: Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag.

Vad som föreskrivs om aktie i aktiemarknadsbolag äger motsvarande tillämpning på emissionsbevis, interimbevis, konvertibelt skuldebrev,

skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis som utgivits av aktiemarknadsbolag eller av annan i vars ställe aktiemarknadsbolaget trätt.

Ägs aktier i aktiemarknadsbolag av två eller flera med samäganderätt, skall vid tillämpningen av denna lag delägare anses själv vara ägare till så många av aktierna som svarar mot hans lott i det samfällda innehavet.

5 § Äger juridisk person så många aktier eller andelar i annan svensk eller utländsk juridisk person att den har mer än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar, är vid tillämpningen av denna lag den förra moderföretag och den senare dotterföretag. Äger dotterföretag eller äger moderföretag och ett eller flera dotterföretag tillsammans eller äger flera dotterföretag tillsammans aktier eller andelar i annan juridisk person i den omfattning som angetts nu, är även den sistnämnda juridiska personen dotterföretag till moderföretaget.

Har juridisk person i annat fall på grund av aktie- eller andelsinnehav eller avtal ensam ett bestämmande inflytande över annan juridisk person och en betydande andel i resultatet av dess verksamhet, är den förra moderföretag och den senare dotterföretag.

Moderföretag och dotterföretag utgör tillsammans en koncern.

6 § Insynsställning i ett aktiemarknadsbolag har den fysiska person som är

1. styrelseledamot eller suppleant i bolaget eller dess moderföretag,
2. verkställande direktör eller vice verkställande direktör i bolaget eller dess moderföretag,
3. revisor eller suppleant i bolaget eller dess moderföretag,
4. bolagsman i handelsbolag som är bolagets moderföretag, dock ej kommanditdelägare,

5. innehavare av annan ledande befattning i eller annat kvalificerat uppdrag av stadigvarande natur för bolaget eller dess moderföretag, om befattningen eller uppdraget normalt kan antas medföra förtrolig information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktie i bolaget,

6. ägare av så många aktier i bolaget som motsvarar minst fem procent av aktiekapitalet eller rösterna i bolaget eller ägare av aktier i denna omfattning tillsammans med sådan fysisk eller juridisk person som är aktieägaren närstående på det sätt som anges i 11 § första stycket 2-4.

Bankinspektionen skall på begäran av bolaget eller dess moderföretag pröva fråga om befattningshavare eller uppdragstagare har en sådan ledande ställning eller ett sådant kvalificerat uppdrag som avses i första stycket 5.

Bestämmelser till skydd mot obehörigt utnyttjande av förtrolig företagsinformation

7 § Har svensk juridisk person beslutat att till en vidare krets lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i aktiemarknadsbolag eller har fråga om ett sådant erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos annan som kan fatta beslut om erbjudandet, gäller följande. Den som erhållit kännedom om beslutet eller den väckta frågan i sin egenskap av

arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon till sådant köp innan erbjudandet offentliggjorts eller den väckta frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall motsvarande gälla beträffande köp och föranledande till köp av aktie i detta bolag.

Vad i första stycket sägs gäller även annan som har kännedom om beslutet eller den väckta frågan och som innehar andelar eller aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget, om innehavet utgör minst fem procent av samtliga sådana andelar eller aktier eller har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av rösterna för samtliga sådana andelar eller aktier.

Vid beräkningen av innehav enligt andra stycket skall medräknas de andelar eller aktier som ägs av den som är andels- eller aktieägaren närstående på sätt i 11 § första stycket 2-4 sägs. Härjämte skall medräknas lott i samfällt aktie- eller andelsinnehav på det sätt som sägs i 4 § tredje stycket.

8 § Är omständighet som inträffat i ett aktiemarknadsbolag eller i dess moderföretag av annat slag än som avses i 7 § och är omständigheten av beskaffenhet att väsentligt förändra kursen på aktie i aktiemarknadsbolaget då den blir allmänt känd, gäller följande. Den som har insynsställning i bolaget och som har kännedom om omständigheten får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja aktie i bolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda annan till handel med sådan aktie förrän omständigheten offentliggjorts.

Första stycket gäller dock inte den som avses med 6 § första stycket 5 om denne inte erhållit underrättelse enligt 15 § tredje stycket eller 16 §.

9 § Bestämmelserna i 7 eller 8 § gäller inte för befattningshavare hos fondkommissionär i fråga om köp eller försäljning för fondkommissionärens räkning av aktier i OTC-bolag, till vilket fondkommissionären står i ett sådant avtalsförhållande som avses i 4 § första stycket 3.

Nämnda bestämmelser utgör inte heller hinder för

1. befattningshavare hos fondkommissionär att i annat fall utföra i fondkommissionsrörelsen mottagen köp- eller säljorder,

2. ledamot av styrelsen för juridisk person eller annan som är ställföreträdare för den juridiska personen att delta i eller verkställa beslut om att den juridiska personen skall köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolag, om styrelseledamoten eller ställföreträdaren inte verkar för tillkomsten av sådant beslut och inte är anmälningsskyldig för den juridiska personens aktieinnehav enligt 11 § första stycket 4,

3. köp då omständighet som i 8 § sägs är av kurssänkande beskaffenhet eller försäljning då omständigheten är av kurshöjande beskaffenhet,

4. försäljning av aktier tillhörande konkursbo.

10 § Den som har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag skall skriftligen anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till värdepapperscentralen.

Anmälningsskyldigheten gäller dock inte

1. innan den som avses i 6 § första stycket 5 mottagit underrättelse enligt 15 § tredje stycket eller 16 §,
2. om innehavet inte uppgår till 50 aktier,
3. om ändring i innehavet efter senast gjord anmälan inte uppgår till 50 aktier,
4. om ökning i innehavet föranletts av fondemission.

Vid beräkningen av om aktieinnehav eller ändring i aktieinnehav har sådan omfattning att anmälningsskyldighet föreligger skall aktier som ägs av den som är den anmälningsskyldige närstående på det sätt som anges i 11 § första stycket 2-4 anses vara den anmälningsskyldiges egna.

11 § Anmälningsskyldigheten omfattar sådana aktier i bolaget som ägs av

1. den anmälningsskyldige,
2. make till den anmälningsskyldige eller annan person med vilken den anmälningsskyldige sammanbor under äktenskapsliknande former,
3. omyndigt barn under den anmälningsskyldiges vårdnad,
4. juridisk person, över vars verksamhet den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande och med vilken den anmälningsskyldige eller någon som avses med 2 eller 3 eller flera av dem tillsammans har en väsentlig ekonomisk gemenskap som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse.

Om flera personer är anmälningsskyldiga för samma aktieinnehav eller för ändring i detta, behöver anmälan endast göras av en av dem.

12 § Anmälan skall innehålla uppgift om

1. den anmälningsskyldiges namn, personnummer och postadress,
2. bolagets firma,
3. vilket slag av insynsställning den anmälningsskyldige har,
4. antal och olika slag av aktier som den anmälningsskyldige tillsammans med närstående enligt 11 § första stycket 2-4 äger i bolaget,
5. storleken av ökningen eller minskningen av aktieinnehavet,
6. tidpunkten för ändringen eller ändringarna,
7. vilken persons aktieinnehav som ändrats och i förekommande fall dennes släktskap med eller anknytning till den anmälningsskyldige.

Har aktieinnehav som avses i första stycket 4 ett röstvärde som uppgår till minst fem procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget skall innehavets röstvärde anges i anmälningen.

Om ändring i aktieinnehavet föranletts av köp eller försäljning som inte förmedlats av fondkommissionär, skall anmälan också uppta motpartens namn och adress samt det pris som avtalats.

13 § Anmälan om aktieinnehav eller ändring i innehavet skall, om inte 10 § andra stycket är tillämpligt, göras senast 14 dagar efter det att

1. aktie i bolaget inregistrerats vid Stockholms fondbörs eller bolaget ingått sådant avtal med fondkommissionär som avses i 4 § första stycket 3,
2. insynsställning uppkommit enligt 6 § första stycket 1-4 eller 6 eller den som avses med 6 § första stycket 5 mottagit underrättelse enligt 15 § tredje

stycket eller 16 §,

3. den anmälningsskyldige eller sådan närstående som avses i 11 § första stycket 2-4 förvärvat eller överlåtit aktie i bolaget eller annan ändring skett i aktieinnehavet.

14 § Värdepapperscentralen skall senast dagen efter det att anmälningen mottagits sända uppgift om anmälningens innehåll dels till bolaget och dels till bankinspektionen.

15 § Aktiemarknadsbolag skall utan dröjsmål upprätta och fortlöpande föra en förteckning över sådana bolagets arbets- eller uppdragstagare som avses i 6 § första stycket 1-3 och 5.

Bolaget skall genast inge avskrift av förteckningen till bankinspektionen och underrätta denna så snart ändring i förteckningen skett.

Bolaget skall genast skriftligen underrätta den som upptagits i förteckningen på grund av bestämmelsen i 6 § första stycket 5 om dennes insynsställning och anmälningsskyldighet.

16 § Aktiemarknadsbolags moderföretag skall utan dröjsmål upprätta och fortlöpande föra en förteckning över dem som har sådan ställning i eller sådant uppdrag för moderföretaget som avses i 6 § första stycket 1-5. Bestämmelserna i 15 § andra och tredje styckena äger motsvarande tillämpning på moderföretaget.

Bestämmelser till främjande av insynen i aktiemarknadsbolags ägarförhållanden

17 § Innehav av aktier i aktiemarknadsbolag skall, utöver vad som annars följer av denna lag, anmälas till bankinspektionen om aktierna har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget och ägs

1. av en juridisk person,
2. tillsammans av två eller flera företag i en koncern,
3. av två eller flera som med varandra träffat avtal om att anskaffa aktier i aktiemarknadsbolaget utan att avtalsparterna är företag som tillhör samma koncern eller är varandra närstående på det sätt som avses i 11 §.

Är avtalspart som avses i första stycket 3 företag som ingår i koncern skall vid tillämpningen av nämnda bestämmelse företagets aktieinnehav anses omfatta också de aktier som ägs av annat företag i koncernen.

18 § Föreligger skyldighet att anmäla aktieinnehav enligt 17 § skall förnyad anmälan om innehavet göras vid varje tillfälle som innehavets röstvärde, sedan anmälan senast gjorts eller skulle ha gjorts, ökat eller minskat med vad som motsvarar fem procent eller mera av rösterna för samtliga aktier i bolaget.

Sådan anmälan skall även i annat fall göras när röstvärdet för aktieinnehav som förut anmälts nedgått så att det inte längre uppgår till fem procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget eller när innehavet avyttrats i sin helhet eller av annan anledning upphört att bestå.

19 § Anmälningsskyldig är

1. aktieägaren beträffande innehav som avses i 17 § första stycket 1,
2. moderföretaget beträffande innehav som avses i 17 § första stycket 2,
3. var och en som är avtalspart beträffande innehav som avses i 17 § första stycket 3.

Har aktieinnehav som föranlett eller bort föranleda anmälan avyttrats i sin helhet eller av annan anledning upphört att bestå, skall anmälningsskyldigheten fullgöras av den som omedelbart före anmälningsskyldighetens inträde ägde eller hade del i aktieinnehavet och som, om anmälningsskyldighet då förelegat, skulle ha varit skyldig att göra anmälan enligt första stycket.

20 § Anmälan skall vara skriftlig och innehålla uppgift om

1. aktiemarknadsbolagets firma,
2. den anmälningsskyldiges namn och adress,
3. antalet aktier som omfattas av innehavet,
4. aktiernas röstvärde i förhållande till röstvärdet för samtliga aktier i bolaget.

Anmälan om sådant innehav som avses i 17 § första stycket 3 skall dessutom innehålla uppgift om varje anmälningsskyldigs namn och adress.

Sådan anmälan som avser aktieinnehav som i sin helhet avyttrats eller som av annan anledning upphört att bestå skall endast innehålla uppgift enligt första stycket 1 och 2.

21 § Anmälan skall göras inom en vecka efter uppkomsten av sådant aktieinnehav som avses i 17 § eller efter sådan ändring eller upplösning av innehavet som avses i 18 §.

22 § Har anmälan enligt 17 eller 18 § inkommit till bankinspektionen, skall inspektionen genast underrätta Stockholms fondbörs härom. Sådan underrättelse skall inspektionen också genast lämna med anledning av anmälan enligt 10 §, om anmälan innehåller uppgift som avses i 12 § andra stycket och innebär väsentlig ändring i vad som kan antas vara allmänt känt i fråga om ägarförhållandena i ett aktiemarknadsbolag.

Avser anmälan innehav av aktier i OTC-bolag, skall underrättelse som i första stycket sägs samtidigt även lämnas till den fondkommissionär som står i sådant avtalsförhållande till bolaget som avses i 4 § första stycket 3.

Skyldighet att upprätta avräkningsnota m.m.

23 § Fondkommissionär skall upprätta avräkningsnota samma dag som denne för egen eller annans räkning slutit avtal om köp, försäljning eller byte av fondpaper.

24 § Avräkningsnota skall innehålla uppgift om

1. köparens och säljares namn och adress,
2. namnen på parterna i bytesavtal och deras adress,
3. vilken dag avtalet skett,

4. det antal och det slag av fondpapper som omsatts,
5. köpeskillingen eller avtalat värde på de fondpapper som omsatts genom byte jämte vid byte avtalad mellanavgift,
6. vilken fondkommissionär som upprättat notan.

Har fondkommissionären handlat för annans räkning, skall fondkommissionären dessutom i avräkningsnota ange uppdragsgivarens (kommittenten) namn och adress samt namnet på kommittentens ombud och dennes adress.

25 § Fondkommissionär skall inom tre dagar efter det att avräkningsnota upprättats, till motparten i avtalet sända en kopia av avräkningsnotan, i vilken kopia utelämnats uppgifter enligt 24 § andra stycket. En annan kopia skall inom samma tid sändas till kommittenten.

Upprättad avräkningsnota skall förvaras betryggande hos fondkommissionären under minst tio år.

26 § Fondkommissionär skall på begäran lämna bankinspektionen uppgift om innehållet i upprättade avräkningsnotor på det sätt bankinspektionen bestämmer.

27 § Avräkningsnota skall upprättas på särskild blankett. Formulär till sådan blankett skall fastställas av bankinspektionen.

Bestämmelser om förvaltning av fondpapper

28 § Den som yrkesmässigt förvaltar fondpapper för annans räkning är skyldig att på begäran av bankinspektionen lämna inspektionen uppgifter om förvaltningsverksamheten.

29 § Finner bankinspektionen att förvaltningsverksamhet som avses i 28 § bedrivs i former som äventyrar enskildas kapitalinsatser eller annars är otillbörlig mot uppdragsgivare, får bankinspektionen göra skriftlig framställning till förvaltaren att denne skall vidta sådan åtgärd för att åstadkomma rättelse som är skälig med hänsyn till omständigheterna.

Har förvaltaren inte iakttagit framställning enligt första stycket, får bankinspektionen i särskilt beslut göra anmärkning om missförhållandet.

30 § Bestämmelserna i 28 och 29 §§ gäller inte förvaltning som är särskilt reglerad i annan lag.

Bestämmelser om bankinspektionens utredande verksamhet

31 § Kan det antas att bestämmelse i 7 eller 8 § överträtts, får bankinspektionen infordra uppgifter i utredningssyfte. Sådana uppgifter får infordras av

1. den som kan antas ha överträtt 7 eller 8 §,
2. det aktiemarknadsbolag i vars aktier kan antas ha skett otillåten handel eller handel som föranletts av otillåten åtgärd,
3. den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,

4. moderföretag till aktiemarknadsbolag som avses i 2 eller till juridisk person som avses i 3.

Kan det antas att någon överträtt annan bestämmelse i denna lag och är överträdelsen belagd med straff, får bankinspektionen i utredningssyfte också infordra uppgifter av denne.

32 § Bankinspektionen får infordra uppgift till ledning för bedömningen av om allmänna rekommendationer, som meddelats med stöd av 3 § andra stycket, har iakttagits. Sådan uppgift får infordras från juridisk person som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar eller handlar med fondpapper eller från annan som i betydande omfattning bedriver sådan handel eller förvaltning.

33 § Juridisk person som genom omfattande handel med aktier i aktiemarknadsbolag kan antas ha föranlett eller i betydande grad bidragit till att kursen på aktien väsentligt ändrats, är skyldig att på begäran lämna bankinspektionen uppgift om vilka personer som deltagit i beslut om handeln eller som annars i sin anställning eller till följd av sitt uppdrag hos den juridiska personen erhållit kännedom om att handeln skulle äga rum.

Registrering av aktieinnehav

34 § Hos bankinspektionen skall föras register som innehåller anmälningar som gjorts enligt 10 § (insynsställningsregister). Hos inspektionen skall även föras register som innehåller anmälningar om sådana innehav som avses i 17 § eller 12 § andra stycket (ägarregister).

Uppgifter i insynsställningsregister avseende sådant aktieinnehav som inte längre omfattas av anmälningsskyldighet får avföras ur registret. Detsamma gäller uppgifter i ägarregister avseende innehav som inte längre har ett röstvärde som uppgår till fem procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Uppgifter som nu sagts skall dock bevaras i minst tio år efter det att de avförts.

Besvär

35 § Talan mot bankinspektionens beslut enligt denna lag föres hos regeringen genom besvär.

Vite

36 § Underlåter någon att fullgöra skyldighet enligt 28 §, 31 § första stycket 2-4, 32 eller 33 § får bankinspektionen förelägga vite.

Ansvar m.m.

37 § Den som uppsåtligen bryter mot förbud enligt 7 eller 8 § döms för ekonomiskt missbruk av förtrolig företagsinformation till böter eller fängelse i högst sex månader eller, om brottet på grund av omsättningens storlek eller annan omständighet är grovt, till fängelse i högst två år.

Den som av grov oaktsamhet bryter mot förbud enligt 7 eller 8 § döms för

ovarsamt ekonomiskt utnyttjande av förtrolig företagsinformation till böter.

I fall som kan antas sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller som eljest är ringa döms ej till ansvar enligt första eller andra stycket.

För medverkan till ekonomiskt missbruk av förtrolig företagsinformation eller ovarsamt ekonomiskt utnyttjande av förtrolig företagsinformation döms ej till ansvar.

38 § Till böter eller fängelse i högst sex månader döms den som uppsåtligen eller av oaktsamhet

1. underlåter att inom föreskriven tid göra anmälan enligt 10, 17 eller 18 §,

2. lämnar oriktig eller vilseledande uppgift vid fullgörande av sin anmälningsskyldighet enligt 10, 17 eller 18 § eller vid fullgörande av uppgiftsskyldighet som avses i 28 §, 31 § första stycket 2-4, 32 eller 33 §,

3. underlåter att fullgöra åliggande enligt 15 eller 16 §.

I ringa fall döms ej till ansvar.

39 § Har till följd av brott enligt 37 § uppkommit vinning för gärningsmannen eller den för vars räkning gärningsmannen köpt eller sålt aktier eller annan som på sätt anges i 7 eller 8 § föränletts till handel med aktier, skall värdet av vinningen förklaras förverkat.

Förverkande skall dock inte ske om detta är obilligt. Vid bedömningen av om så är förhållandet skall bland andra omständigheter beaktas om det finns anledning att anta att skadeersättning kommer att utges av den som beretts vinningen.

Kan bevisning om vad som skall förklaras förverkat inte alls eller endast med svårighet föras, får värdet uppskattas till ett belopp som är skäligt med hänsyn till omständigheterna.

40 § Allmänt åtal för brott enligt denna lag får väckas endast efter anmälan av bankinspektionen.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 1984, då lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav och lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper skall upphöra att gälla.

Förekommer i lag eller annan författning hänvisning till föreskrift som ersatts genom bestämmelse i denna lag, skall hänvisningen i stället avse den nya bestämmelsen.

Den som vid lagens ikraftträdande är skyldig att anmäla innehav av sådana aktier som avses i 11 §, skall före utgången av juli 1984 anmäla innehavet. Har detta förut anmälts enligt lagen om registrering av aktieinnehav och har det därefter inte ökat eller minskat med 50 aktier eller mera, behöves dock anmälan inte ske. Den som är anmälningsskyldig enligt 19 § skall inom tid som nyss sagts göra anmälan om aktieinnehav som avses i 17 §.

2 Förslag till Lag om ändring i fondkommissionslagen (1979:748)

Härigenom föreskrivs att 21 och 39 §§ fondkommissionslagen (1979:748) skall ha nedan angivna lydelse. Härjämte föreskrivs att i lagen skall införas en ny paragraf, 21 a §, av nedan angivna lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

21 §

För kredit som fondkommissionsbolag lämnar skall finnas betryggande säkerhet i fondpapper som har inregistrerats vid fondbörs eller som har utbudits till försäljning under sådana förhållanden att det är sannolikt att de inom ett år från kreditens beviljande kommer att inregistreras vid fondbörs.

Som säkerhet får också godtas aktier, som omfattas av sådant avtal som avses i 4 § första stycket 3 lagen (0000:0000) om värdepappersmarknaden, om säkerheten är betryggande.

Är aktie i moderbolag av det slag som i första eller andra stycket sägs, får fondkommissionsbolag motta aktien som pant för lån utan hinder av bestämmelsen i 7 kap. 1 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385). Aktie i moderbolag eller i annat bolag inom den koncern fondkommissionsbolaget tillhör får dock inte mottas som säkerhet för lån, om det sammanlagda värdet av sådana i pant mottagna aktier härigenom kommer att överstiga ett belopp som svarar mot fem procent av vid tillfället utestående krediter.

Om säkerhet som har ställts vid kreditens beviljande nedgår i värde under kredittiden, får även annan egendom eller borgen godtas som tilläggssäkerhet.

Om säkerhet som har ställts vid kreditens beviljande nedgår i värde under kredittiden, får även annan egendom eller borgen godtas som tilläggssäkerhet. Utan hinder av begränsningen i tredje stycket får också aktie i bolag som tillhör samma koncern som fondkommissionsbolaget godtas som tilläggssäkerhet.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

21 a §

Bestämmelserna i 12 kap. 7 § aktiebolagslagen (1975:1385) rörande förbud mot lämnande av penninglån i vissa fall gäller inte fondkommissionsbolag.

Fondkommissionsbolag får ändå inte på andra villkor än dem som bolaget normalt uppställer för krediter av samma eller motsvarande slag lämna penninglån till

1. verkställande direktör i bolaget eller dennes ställföreträdare,
2. styrelseledamot i bolaget eller styrelsesuppleant,
3. den som ensam eller i förening med annan får avgöra låneärendet för bolagets räkning,
4. den som innehar minst fem procent av aktierna i bolaget,
5. den som är gift med person som anges under 1-4 eller som under äktenskapsliknande former sammanlever med sådan person, om de sammanlevande tidigare har varit gifta med varandra eller har eller har haft barn gemensamt,
6. juridisk person i vilken någon som avses under 1-5 har ett väsentligt ekonomiskt intresse i egenskap av delägare eller medlem.

Vid beräkning av aktieinnehav enligt andra stycket 4 skall medräknas aktier i bolaget som ägs av den som är aktieägaren närstående på sätt som avses i andra stycket 5 eller 6.

Fondkommissionsbolagets styrelse skall avgöra låneärendet som avses i andra stycket. Uppgifter om beviljade lån skall införas i en av styrelsen eller verkställande direktören upprättad förteckning. Av denna skall framgå kredittagarens namn och storleken av krediten.

I bolagets förvaltningsberättelse skall, beträffande de lån som avses i denna paragraf, anges det antal lån som kvarstod vid räkenskapsårets utgång samt det sammanlagda belopp som då återstod att betala på dessa lån.

Vad som enligt denna paragraf gäller beträffande lån skall äga motsvarande tillämpning i fråga om ställande av säkerhet.

39 §

Den som på grund av befattning eller annars *har* anknytning till fondkommissionär får *ej* för egen räkning *genom köp, byte eller därmed jämförligt fång* förvärva fondpapper *annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning, om han* normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer, som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas.

Den som på grund av befattning eller annars *genom sin* anknytning till fondkommissionär normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer, som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas, får *inte* för egen räkning

1. förvärva *sådana* fondpapper som *fondkommissionären åtagit sig att köpa, om fondkommissionärens köp kan antas höja kursen på fondpapperen,*

2. *avyttra sådana fondpapper som*

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

fondkommissionären åtagit sig att sälja, om fondkommissionärens försäljning kan antas sänka kursen på fondpapperen,

3. handla med fondpapper i större utsträckning än som står i skäligt förhållande till hans eller hennes inkomster och förmögenhetsförhållanden,

4. avyttra fondpapper som innehafvs mindre än ett år.

Utän hinder av första stycket får förvärv ske av sådana obligationer och förlagsbevis som inte är konvertibla.

Bankinspektionen får medge undantag från förbudet i första stycket 4 när särskilda skäl föreligger.

Denna lag träder i kraft den

3 Förslag till**Lag om ändring i lagen (1980:2) om finansbolag**

Härigenom föreskrivs att i lagen (1980:2) om finansbolag skall införas en ny paragraf, 6 a §, av nedan angivna lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse***6 a §**

Bestämmelsen i 12 kap. 7 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) rörande förbud mot penninglån i vissa fall gäller inte finansbolag.

Finansbolag får ändå inte på andra villkor än dem som bolaget normalt uppställer för krediter av samma eller motsvarande slag lämna penninglån till

1. verkställande direktören i bolaget eller dennes ställföreträdare,

2. styrelseledamot i bolaget eller styrelsesuppleant,

3. den som ensam eller i förening med annan får avgöra låneärendet för bolagets räkning,

4. den som innehar minst fem procent av aktierna i bolaget,

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

5. den som är gift med person som anges under 1-4 eller som under äktenskapsliknande former sammanlever med sådan person, om de sammanlevande tidigare har varit gifta med varandra eller har eller har haft barn gemensamt,

6. juridisk person i vilken någon som avses under 1-5 har ett väsentligt ekonomiskt intresse i egenskap av delägare eller medlem.

Vid beräkning av aktieinnehav enligt andra stycket 4 skall medräknas aktier i bolaget som ägs av den som är aktieägaren närstående på sätt som avses i andra stycket 5 eller 6.

Finansbolagets styrelse skall avgöra låneärenden som avses i andra stycket. Uppgifter om beviljade lån skall införas i en av styrelsen eller verkställande direktören upprättad förteckning. Av denna skall framgå kredittagarens namn och storleken av krediten.

I bolagets förvaltningsberättelse skall, beträffande de lån som avses i denna paragraf, anges det antal lån som kvarstod vid räkenskapsårets utgång samt det sammanlagda belopp som då återstod att betala på dessa lån.

Vad som enligt denna paragraf gäller beträffande lån skall äga motsvarande tillämpning i fråga om lämning av kontokredit och ställande av säkerhet.

Denna lag träder i kraft den

4 Förslag till Lag om ändring i lagen (1963:76) om kreditaktiebolag

Härigenom föreskrivs att i lagen (1963:76) om kreditaktiebolag skall införas en ny paragraf, 4 a §, av nedan angivna lydelse.

Föreslagen lydelse

Föreslagen lydelse

4 a §

Bestämmelsen i 12 kap. 7 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) rörande förbud mot penninglån i vissa fall gäller inte kreditaktiebolag som står under bankinspektionens tillsyn.

Sådant bolag får ändå inte på andra villkor än dem som bolaget normalt uppställer för krediter av samma eller motsvarande slag lämna penninglån till

1. verkställande direktören i bolaget eller dennes ställföreträdare,

2. styrelseledamot i bolaget eller styrelsesuppleant,

3. den som ensam eller i förening med annan får avgöra låneärendet för bolagets räkning,

4. den som är gift med person som anges under 1-3 eller som under äktenskapsliknande former sammanlever med sådan person, om de sammanlevande tidigare har varit gifta med varandra eller har eller har haft barn gemensamt,

5. juridisk person, i vilken någon som avses under 1-4 har ett väsentligt ekonomiskt intresse i egenskap av delägare eller medlem.

Kreditaktiebolagets styrelse skall avgöra låneärendet som avses i andra stycket. Uppgifter om beviljade lån skall införas i en av styrelsen eller verkställande direktören upprättad förteckning. Av denna skall framgå kredittagarens namn och storleken av krediten.

I bolagets förvaltningsberättelse skall, beträffande de lån som avses i denna paragraf, anges det antal lån

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

som kvarstod vid räkenskapsårets utgång samt det sammanlagda belopp som då återstod att betala på dessa lån.

Vad som enligt denna paragraf gäller beträffande lån skall äga motsvarande tillämpning i fråga om ställande av säkerhet.

Denna lag träder i kraft den

5 Förslag till Lag om ändring i sekretesslagen (1980:100)

Härigenom föreskrivs att 8 kap. 5 § och 9 kap. 17 § sekretesslagen (1980:100) skall ha nedan angivna lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

8 kap.
5 §

Sekretess gäller i statlig myndighets verksamhet som består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet, fondkommissionärs- och fondbörsväsendet eller försäkringsväsendet, för uppgift om

1. affärs- eller driftförhållanden hos den som myndighetens verksamhet avser, om det kan antas att han lider skada om uppgiften röjs,
2. ekonomiska eller personliga förhållanden för annan, som har trätt i affärsförbindelse eller liknande förbindelse med den som myndighetens verksamhet avser.

Sekretess gäller också för sådan uppgift om enskilda ekonomiska förhållanden, vilken lämnats med anledning av skyldighet att på begäran lämna uppgift till myndighet som övervakar förhållandena på värdepappersmarknaden. Rör uppgiften den uppgiftsskyldige gäller dock sekretess endast om denne kan antas lida skada om uppgiften röjs och sekretess inte motverkar syftet med uppgiftsskyldigheten.

Regeringen kan för särskilt fall förordna om undantag från sekretessen enligt första stycket 1, om den finner det vara av vikt att uppgiften lämnas.

I fråga om uppgift i allmän handling gäller sekretessen i högst tjugo år.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

9 kap.

17 §

Sekretess gäller, om inte annat följer av 18 §, i

1. utredning enligt bestämmelserna om förundersökning i brottmål,
2. angelägenhet, som avser användning av tvångsmedel i sådant mål eller i annan verksamhet för att förebygga brott eller som avser sådan personalkontroll som enligt särskilda bestämmelser sker i fråga om tjänster av betydelse för rikets säkerhet,

3. åklagarmyndighets, polismyndighets eller tullmyndighets verksamhet i övrigt för att förebygga, uppdaga, utreda eller beivra brott,

*4. bankinspektionens verksamhet
för att uppdaga eller utreda brottsliga
förfaranden på värdepappersmark-
naden*

för uppgift om enskilds personliga eller ekonomiska förhållanden, om det kan antas att den enskilde eller någon honom närstående lider skada eller men om uppgiften röjs.

Sekretess gäller i verksamhet, som avses i första stycket, för anmälan eller utsaga från enskild, om det kan antas att fara uppkommer för att någon utsätts för våld eller annat allvarligt men om uppgiften röjs.

I fråga om uppgift i allmän handling gäller sekretessen i högst sjuttio år.

Denna lag träder i kraft den

6 Förslag till Lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

Härigenom föreskrivs att 8 kap. 5 § aktiebolagslagen (1975:1385) skall ha nedan angivna lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

8 kap.

5 §

Styrelseledamot och verkställande direktör skall när de tillträder för införelse i aktieboken anmäla sitt innehav av aktier i bolaget och i bolag inom samma koncern, om det ej skett dessförinnan. Förändringar i aktieinnehavet skall anmälas inom en månad.

Första stycket gäller inte i den mån anmälningsskyldighet föreligger enligt lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav.

Första stycket gäller inte i den mån anmälningsskyldighet föreligger enligt lagen (0000:0000) om värdepappersmarknaden.

Denna lag träder i kraft den

1 Inledning

1.1 Direktiven

Direktiven för utredningen finns i statsrådet Mundebos anförande till statsrådsprotokollet den 28 juni 1979. Mundebo anförde:

För kapitalmarknaden är det viktigt att handeln med värdepapper sker under ordnade former och drivs med allmänhetens förtroende. En väl fungerande värdepappersmarknad kan främja en ändamålsenlig fördelning av kapital till näringslivet och andra sektorer av samhället och därigenom bidra till den ekonomiska utvecklingen. I vårt land har fondhandeln och fondbörsverksamheten sedan länge omfattats av särskild lagstiftning och stått under offentlig tillsyn. Syftet är att se till att denna handel och verksamhet äger rum på ett tillfredsställande sätt och att så långt som möjligt skydda allmänheten från förluster i samband med värdepappersaffärer.

En omfattande översyn av lagstiftningen på det här området har gjorts av fondbörsutredningen. På grundval av utredningens förslag har tidigare genomförts olika reformer. Regeringen har i prop. 1978/79:9 med förslag till fondkommissionslag m.m. föreslagit en ny fondkommissions- och börslagstiftning. Riksdagen har nyligen antagit propositionen med några mindre justeringar (NU 1978/79:50, rskr 1978/79:443). Den nu gällande lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet kommer fr.o.m. den 1 januari 1980 att ersättas av en fondkommissionslag och en lag om Stockholms fondbörs. I fråga om den offentliga tillsynen innebär den nya lagstiftningen bl.a. att befogenheterna för tillsynsmyndigheten, bankinspektionen, anges närmare än i gällande lag och att tillsynsreglerna i stor utsträckning ansluter till de regler som gäller för bankinstitut. Det lagstiftningsarbete som sålunda har genomförts bör allmänt sett bidra till att garantera en väl fungerande värdepappersmarknad.

I några avseenden har regeringen emellertid inte tagit slutlig ställning till fondbörsutredningens förslag och till senare framförda förslag från bankinspektionen. Jag anser att det finns anledning att nu ta upp dessa frågor. Fondbörsutredningen behandlade bl.a. en framställning från bankinspektionen till regeringen om att inspektionens skyldigheter och befogenheter borde närmare preciseras när det gäller att verka för att fondhandeln äger rum på ett tillfredsställande sätt. Utredningens förslag innebar att bankinspektionen skulle få rätt att av den som yrkesmässigt bedriver eller medverkar vid handel med värdepapper kräva upplysning angående denna handel. Samma rätt föreslogs inspektionen få beträffande juridisk person som äger eller förvaltar värdepapper i en ej obetydlig omfattning. Utredningen föreslog vidare att lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav, den s.k. insiderlagen, skulle ändras så att den kommer att omfatta också stora aktieägare, ledamöter i företagsnämnder och arbetstagar konsulter. Lagen omfattar f.n. endast styrelseledamöter och vissa andra ledande befattningshavare i bl.a. börsbolag och innebär att dessa

personer är skyldiga att anmäla sitt och närstående personers innehav av aktier i det egna bolaget. Enligt utredningen borde inspektionen ha rätt att av den som är anmälningsskyldig enligt insiderlagen infordra uppgift om dennes handel med värdepapper.

Utredningens förslag fick ett blandat mottagande vid remissbehandlingen. En del remissinstanser tillstyrkte förslaget men vissa av näringslivets organisationer fann att förslaget gick längre än vad som krävs med hänsyn till den aktieköpande allmänhetens intresse. Bankinspektionen ansåg att en tillsyn över fondhandeln måste innefatta en rätt att framföra kritik mot de affärsmetoder som används, om tillsynen skall ha någon mening.

Sedan fondbörsutredningens förslag remissbehandlats, anförde bankinspektionen i en skrivelse den 13 december 1977 till regeringen att vissa uppmärksammade händelser under senare tid ägt rum på värdepappersmarknaden. Inspektionen påtalade bl.a. att ett bolag, som har ägnat sig åt värdepappersförvaltning och som inspektionen inte kunnat ingripa mot, har uppträtt på ett sådant sätt att åtskilliga personer drabbats av mycket stora förluster. Inspektionen pekade också på vissa misstänkta fall av insideraffärer i samband med försäljningen av ett börsnoterat företag. Inspektionen begärde att regeringen närmare skulle överväga förutsättningarna för en skärpt lagstiftning på ifrågavarande område i syfte att förbättra möjligheterna att komma till rätta med sådana för samhället skadliga affärer. Enligt inspektionens mening är frågorna sannolikt så komplicerade att en särskild utredning är motiverad.

I prop. 1978/79:9 anförde föredraganden bl.a. att de händelser bankinspektionen redogjort för tyder på att det finns skäl att närmare överväga förutsättningarna för att ytterligare skärpa lagstiftningen på detta område. En möjlighet angavs vara att inspektionen får rätt att göra påpekanden i anledning av den information inspektionen har inhämtat om hur värdepappershandeln äger rum. Utredningen hade avvisat en sådan lösning med hänsyn till frågans känsliga karaktär. Föredraganden delade uppfattningen att frågan är känslig och ansåg att den därför krävde en noggrann prövning från bl.a. rättssäkerhetssynpunkt. Eftersom varken utredningen eller remissinstanserna – bortsett från bankinspektionen – hade behandlat dessa aspekter ansåg föredraganden att frågan borde övervägas ytterligare.

Enligt min mening är det lämpligt att nu närmare utreda de frågor som jag har berört. Jag förordar därför att en särskild utredare tillkallas för denna uppgift. Syftet bör vara att i de avseenden som här berörs utreda behovet av och föreslå åtgärder för att garantera att handeln på värdepappersmarknaden och sådan förvaltning av värdepapper som sker yrkesmässigt eller annars i större omfattning, fungerar på ett tillfredsställande sätt och bedrivs med allmänhetens förtroende.

En huvuduppgift bör vara att överväga om den nuvarande offentliga tillsynen över värdepappershandeln och den yrkesmässiga förvaltningen av värdepapper är tillfyllest. Utredaren bör sålunda överväga de synpunkter och förslag i fråga om tillsynsmyndighetens skyldigheter och befogenheter som har framkommit enligt det tidigare anförda. När det gäller frågan om utökade befogenheter för bankinspektionen måste givetvis en avvägning göras av olika intressen. En utgångspunkt bör å ena sidan vara att inspektionen skall ha sådana rättsliga befogenheter och handlingsmöjligheter att den kan förebygga eller ingripa mot missbruk som kan förorsaka allvarliga förluster för allmänheten. Mot det allmänna intresset av en sådan offentlig tillsyn måste å andra sidan ställas den enskildes intresse och rätt till integritetsskydd liksom andra rättssäkerhetssynpunkter.

Utredaren bör också överväga vilka möjligheter som finns att öka allmänhetens skydd i samband med t.ex. uppdrag att yrkesmässigt eller annars i större omfattning köpa och förvalta värdepapper i sådana fall som f.n. ligger utanför bankinspektionens tillsyn. Särskild uppmärksamhet bör därvid ägnas åt de avtalsvillkor som förekommer på detta område, främst i fråga om värdepappersförvaltning av andra än banker och övriga fondkommissionärer. Det kan finnas anledning att beakta de erfarenheter som

finns av lagstiftning om konsumentskydd på andra områden och studera de motsvarigheter som kan finnas i andra länder.

Syftet med insiderlagen är att motverka att personer med nära anknytning till ett aktiebolag gör sig skyldiga till s.k. insiderspekulation, dvs. missbrukar förtrolig information om bolagets förhållanden. Fondbörsutredningen föreslog, som jag nämnde inledningsvis, en utvidgning av den personkrets som omfattas av lagen till stora aktieägare, ledamöter i företagsnämnd m.fl. I prop. 1978/79:9 togs med hänsyn bl.a. till den blandade remissopinionen inte slutlig ställning till förslaget. Utredaren bör i samband med en prövning av denna fråga analysera hur insiderlagen har fungerat och föreslå de ändringar som kan behövas. Givetvis bör även här göras en sådan avvägning av olika motstående intressen som jag nysst berörde.

I detta sammanhang bör utredaren också ta upp en annan närliggande fråga. Med delvis samma syfte som insiderlagstiftningen har i aktiebolagslagen (1975:1385) införts bestämmelser om förbud för vissa personer med dominerande ställning i ett aktiebolag att ta upp lån hos bolaget. I 12 kap. 7 § aktiebolagslagen finns sålunda ett förbud för aktiebolag att lämna penninglån till aktieägare, styrelseledamot, verkställande direktör i bolaget eller i annat bolag i samma koncern eller till dem närmstående personer. Ändamålet med detta låneförbud är att förhindra att en person utnyttjar sin ställning i bolaget till att skaffa sig skattemässiga eller andra förmåner. Med undantag för försäkringsaktiebolag och bankaktiebolag, vars verksamhet regleras i särskilda lagar, gäller det nämnda förbudet för alla aktiebolag. I den nyligen av riksdagen antagna fondkommissionslagen finns en bestämmelse om att vad som är föreskrivet om aktiebolag i allmänhet skall gälla för fondkommissionsbolag, om inte annat följer av fondkommissionslagen. Detta innebär bl.a. att aktiebolagslagens regler om låneförbud kommer att gälla också för fondkommissionsbolag. I prop. 1978/79:170 med förslag till lag om finansbolag m.m. som kommer att behandlas av riksdagen vid riksmötet 1979/80, har föreslagits att viss finansieringsverksamhet skall få drivas endast av aktiebolag. Låneförbudet kan således bli tillämpligt även på sådana finansföretag. Som jag framhöll i prop. 1978/79:170 kan det vara svårt att iaktta låneförbudet i praktiken för aktiebolag som driver finansieringsverksamhet. Jag påpekade därvid att frågan om låneförbud för finansföretag i aktiebolagsform kan komma att omprövas i annat sammanhang.

Jag anser det lämpligt att frågan i vad mån låneförbud skall gälla för fondkommissionsbolag och andra bolag som driver finansieringsverksamhet tas upp av utredaren. Utredaren bör därvid överväga om låneförbudet för bolag med verksamhet som inrymmer kreditgivning kan ändras eller slopas helt och om det i så fall kan ersättas med andra för verksamheten bättre anpassade regler, exempelvis efter förebild i kreditjävsreglerna i banklagstiftningen. Dessa regler kommer att ses över av banklagsutredningen (Fi 1976:04) och utredaren bör därför hålla kontakt med denna utredning.

Utredaren bör givetvis beakta de internationella överenskommelser och följa det arbete på det internationella området som avser värdepappershandeln bl.a. över gränserna.

Det bör ankomma på utredaren att överväga vilka kostnader och organisatoriska åtgärder som hans förslag kan medföra.

Utredningsarbetet kan redovisas i etapper, om det anses lämpligt.

I enlighet med hemställan från statsrådet Mundebo beslutade regeringen den 13 mars 1980 att ge samtliga kommittéer och särskilda utredare ytterligare direktiv för arbetet för att detta skulle bli meningsfullt med hänsyn till det rådande statsfinansiella läget. I nämnda direktiv uttalades bl.a:

Utgångspunkten skall vara att alla förslag som kommittéerna lägger fram skall kunna genomföras inom ramen för oförändrade resurser inom det område som förslagen avser. Det innebär att om kostnadskrävande förslag läggs fram måste samtidigt visas hur förslagen kan finansieras genom besparingar i form av rationaliseringar och omprövning av pågående verksamhet inom utredningsområdet. Kostnadsberäkningarna skall vara väl genomarbetade och ta hänsyn till alla kostnader som kan uppstå oavsett om de drabbar staten, kommuner eller enskilda. Kommittéerna bör så omsorgsfullt som möjligt belysa de indirekta effekter i form av exempelvis ökad administration och ökat krångel, som förslagen kan medföra för myndigheter och enskilda. - - -

De kommittéer som på grund av särskilda skäl inte anser sig kunna uppfylla kravet på att alla förslag skall hållas inom ramen för oförändrade resurser skall så snart som möjligt anmäla detta till det statsråd till vars ansvarsområde de hör. Det ankommer på regeringen att besluta om undantag i något särskilt fall kan medges.

- - -

Sveriges Aktiesparares Riksförbund hemställde i en till regeringen i juli 1981 dagtecknad skrivelse att möjligheterna till ändrad lagstiftning rörande vissa bestämmelser i fondkommissionslagen (1979:748) måtte undersökas. De bestämmelser som avsågs var 39-41 §§ fondkommissionslagen. Regeringen förordnade genom beslut den 22 oktober 1981 att skrivelsen jämte bilaga till denna skulle överlämnas till denna utredning.

1.2 Arbetets uppläggning och dispositionen av betänkandets innehåll

Uppdraget kan sägas innefatta två från varandra skilda delar. Den ena delen avser frågan om tillsynen över värdepappersmarknaden bör skärpas och den andra delen gäller om låneförbudet i 12 kap. 7 § aktiebolagslagen (1975:1385), ABL, också i fortsättningen bör gälla sådana aktiebolag som har sin verksamhet helt eller delvis inriktad på kreditgivning.

Då det gäller frågan om utökad tillsyn över värdepappersmarknaden är utredningens uppdrag närmast att se som en fortsättning av det arbete som bedrevs av fondbörsutredningen (Fi 1967:32) och som bl.a. resulterade i en ny fondkommissions- och börslagstiftning, som – med vissa undantag – trädde i kraft den 1 januari 1980. Bortses från enskildheter i fondkommissionslagen faller en omprövning av den sålunda genomförda regleringen av fondkommissionärernas och fondbörsens verksamhet vid sidan av uppdraget. Detsamma gäller i fråga om den tillsynslagstiftning som fondbolag och Värdepapperscentralen VPC AB omfattas av.

Tyngdpunkten i utredningsuppdraget får anses ligga i översynen av lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. En annan viktig fråga för utredningen är om förbättrat skydd kan ges dem som anförtrött förvaltningen av värdepapper åt sådana professionella förvaltare som inte är knutna till fondkommissionär.

Vidare ankommer det på utredningen att pröva om tillsynen bör utsträckas också till andra områden av värdepappersmarknaden än de nu nämnda. Några frågor är av mera principiell betydelse och träder därvid i förgrunden. En av dem gäller om det i Sverige bör införas en ordning innebärande en i princip total marknadsövervakning av den typ som förekommer i t.ex. USA

eller om man från samhällets sida kan nöja sig med förbättrad marknadsövervakning endast på vissa punkter. En annan gäller hur marknadsövervakningen lämpligen bör uppdelas mellan bankinspektionen och styrelsen för Stockholms fondbörs, så att kontrollområdena inte kommer att sammanfalla. Ett tredje spörsmål som delvis sammanhänger med de nämnda frågorna men som med hänsyn till sin vikt bör tas upp till särskild diskussion är om informationen till marknaden ytterligare kan förbättras.

Vad gäller den del av utredningsuppdraget som avser en prövning av om låneförbudet i 12 kap. 7 § ABL bör gälla också aktiebolag som normalt ägnar sig åt kreditgivning är i direktiven förutsatt att banklagstiftningens kreditjävsregler skall prövas som modell för nya regler på området. Utredningen vill här anmärka, att dessa kreditjävsregler kan komma att ändras som ett resultat av banklagsutredningens (Fi 1976:04) arbete. Det kunde anses önskvärt, att en samordning av förslagen gjordes, men banklagsutredningens eventuella ändringsförslag anses ej kunna avvaktas.

Disponeringen av betänkandet följer här angivna huvudlinjer. Efter ett inledande kapitel med allmänna anmärkningar om värdepappersmarknaden, vidtar sålunda behandlingen av insiderproblematiken, varefter i tur och ordning diskuteras eventuell tillsyn över professionella förvaltare som inte är knutna till fondkommissionär och frågor om förbättrad information till marknaden och om utökade "allmänna" befogenheter för bankinspektionen. Härfter aktualiseras några särskilda lagstiftningsfrågor, varpå behandlas utsträckningen av låneförbudet i 12 kap. 7 § ABL. Specialmotivering till utredningens förslag upptas sist i betänkandet.

2 Allmänt om värdepappersmarknaden

2.1 Funktionerna m.m.

Utgivning (emission) av värdepapper är ett sätt att möta det utvecklade samhällets behov av långfristiga krediter och riskvilligt kapital. Emissionerna kan avse obligationer och andra värdepapper som representerar olika fordringsrätter, t.ex. partial- och förlagsbevis. De kan också gälla aktier och övriga bevis om andelsrätt i bolag, föreningar eller andra samfälligheter. Vidare kan emitteras värdepapper, vilka utgör en mellanform av nu nämnda huvudgrupper, t.ex. konvertibla skuldebrev, vinstandelsbevis och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning.

Värdepappersmarknadens nu angivna s.k. finansieringsfunktion och betydelsen av handeln med värdepapper skall här kort belysas. En begränsning görs till obligations- och aktiemarknaden.

Beloppsmässigt är obligationsupplåningen den viktigaste finansieringsformen i Sverige. 1982, då nettoupplåningen på den organiserade svenska kreditmarknaden uppgick till drygt 102 miljarder kr. svarade långfristiga och kortfristiga obligationer jämte förlagslån för en tredjedel av upplåningen.¹

Ett annat uttryck för obligationsupplåningens betydelse är det förhållandet att utelöpande obligationslån (inklusive i utlandet emitterade lån) uppgick till 477 miljarder kr. vid utgången av år 1982 att jämföras med en utlåningsstock på 290 miljarder kr. hos samtliga banker. En dominerande ställning bland låntagarna intar bostadssektorn och staten, som tillsammans under 1982 svarade för 87 % av upplåningen på obligationsmarknaden. Vid sidan av obligationsupplåningens betydelse för bostadsbyggandets finansiering och den statliga ekonomiska politiken spelar den en betydelsefull roll också för större industri- och energiföretags finansiering av långfristiga investeringar.

Nyemissioner av aktier ger – i likhet med t.ex. upptagande av lån – förutsättningar för investeringar och därmed också för en ökning av produktionskapaciteten och samhällets resurser. Till skillnad från krediter ökar de företagens soliditet och därmed möjligheten att upprätthålla produktion och sysselsättning även i ett ekonomiskt ogynnsamt klimat. Det kan emellertid påpekas, att fondering av vinstmedel, ett förfarande som under större delen av efterkrigstiden varit den helt dominerande metoden att öka det egna kapitalet, har samma verkan.

Under 1970-talet svarade nyemissioner för en relativt måttlig del av den

¹Källa: Riksbankens
Årsbok

totala kapitaltillförseln till företagen. Som närmare berörs i avsnitt 2.4 har emellertid emission av aktier eller konvertibla skuldebrev som ett medel för finansieringen anmärkningsvärt ökat i betydelse under 1981 och framförallt under 1982. Som jämförelse kan här nämnas, att emissionsvolymen hos börsföretagen 1977 var cirka 660 milj. kr mot 2,5 miljarder kr 1982.

För att marknaden för nyemitterade värdepapper, den s.k. *primärmarknaden*, skall kunna bestå och ges möjlighet till utveckling, är det nödvändigt att en väl fungerande marknad för utelöpande värdepapper, en s.k. *andrahandsmarknad* eller sekundärmarknad, förekommer. En sådan funktionsduglig marknad utmärks av att omsättning sker regelbundet och utan hinder och att den därigenom förlämnar innehav av värdepapper en ökad grad av likviditet. För den som har tillgång till kapital men som inte vill binda detta för längre perioder blir – tack vare andrahandsmarknadens likviditetsfrämjande effekt – värdepapper ett tänkbart investeringsalternativ. För andra som överväger köp av visst värdepapper men som för ögonblicket inte har nytt kapital att placera innebär en rörlig och livlig marknad möjlighet att lösgöra kapital; vederbörande kan ur sin portfölj sälja sådana värdepapper som någon annan vill köpa. Även på andra sätt bidrar andrahandsmarknaden till att öka utbudet av kapital på värdepappersmarknaden och till att underlätta kapitalströmmarnas gång till de sektorer som behöver nytt kapital.

Ett oundgängligt inslag på andrahandsmarknaden är fondbörsverksamheten. Genom denna främjas omsättningen på värdepappersmarknaden, vilket i sin tur skapar likviditet åt de börsnoterade papperen. Därigenom bidrar den sålunda till att skapa och vidmakthålla placeringsvillighet i fråga om sådana papper. Den blir därmed också, såsom en funktionsduglig andrahandsmarknad i stort, ett instrument för styrning av det placeringsökande kapitalets inriktning. Den prisbildning på värdepapper som sker genom börshandeln är i och för sig också av värde. Kursen återspeglar sålunda många olika ekonomiska subjekts bedömningar och förväntningar, något som har betydelse bl.a. för riksbankens överväganden och som underlättar en effektiv penningpolitik. Vad nu sagts om fondbörsverksamheten, som i vårt land får utövas endast av Stockholms fondbörs, gäller i viss utsträckning också den under 1982 introducerade OTC-marknaden. Denna beskrivs i avsnittet 2.4.

Börshandelns betydelse är särskilt stor i fråga om aktier. Vid 1982 års utgång noterades på Stockholms fondbörs 193 slags aktier utgivna av 139 aktiebolag. Nominella värdet på samtliga dessa aktier uppgick till 29 008 milj. kr. och marknadsvärdet till 135 690 milj. kr. Aktieomsättningen utgjorde under 1982 29 009 milj. kr.²

Även om vid Stockholms fondbörs inregistrerade obligationer både med hänsyn till det nominella värdet (414 533 milj. kr.) och marknadsvärdet (385 185 milj. kr.) klart överstiger motsvarande värden på börsaktierna, inskränkte sig obligationsomsättningen under 1982 till 7 501 milj. kr. Omsättningen utgjordes till 88,9 procent av premieobligationer. Förklaringen är att utelöpande räntebärande obligationer huvudsakligen innehas av ett fåtal institutionella placerare. Dessa har olika kreditpolitiskt betingade restriktioner för sitt handlande. Det föreligger bl.a. därför mindre goda förutsättningar för en livlig andrahandsmarknad i räntebärande obligationer.

²Källa: Stockholms fondbörs förvaltningsberättelse för 1982

Då räntebärande obligationer byter ägare, sker detta f.ö. ofta utanför fondbörsen.

Värdepappersmarknaden, som är den sammanfattande benämningen på primär- och andrahandsmarknaderna, berör på grund av sin samhällsekonomiska roll indirekt alla medborgare. En inte obetydlig del av befolkningen berörs mera direkt genom att den är ägare till värdepapper. Hur många aktieägare som finns förekommer det olika uppgifter om. Detta beror på att det inte finns någon helt tillförlitlig statistik över spridningen av aktieägandet i Sverige. I Stockholms fondbörs förvaltningsberättelse för 1982 anges siffran till 1 250 000. Därvid har tydligtvis medräknats de som placerat medel i skattsparfonder. I november 1983 presenterade Aktieförbundet en undersökning, som gav vid handen att antalet aktieägare i Sverige – inklusive aktiefondsparare – uppgick till 1,8 milj. De analyser som gjorts av civilekonomen Ragnar Boman på uppdrag av Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten³ – med studier av dr Roland Spånt och av Värdepapperscentralen AB som grund – kan dock tyda på att det uppgivna antalet aktieägare överskattats. I fråga om spridningen av premieobligationer följs utvecklingen av riksgäldskontoret. Gjorda undersökningar visar, att cirka en tredjedel av hushållen är innehavare av premieobligationer.

2.2 Regleringen

Med hänsyn till värdepappersmarknadens samhällsekonomiska betydelse och spridningen av värdepapper hos en bred allmänhet är det naturligt, att väsentliga delar av marknaden blivit föremål för reglering i lag eller annan författning. Gällande bestämmelser på området är till stor del resultatet av lagstiftningsarbete som ägde rum under 1970-talet. Då tillkom flera nya lagar och översyn av äldre regler gjordes. En riktlinje i lagstiftningsarbetet var att ge allmänheten ökat skydd mot ekonomiska förluster i samband med handeln och att över huvud eliminera sådana inslag på marknaden som var ägnade att minska allmänhetens förtroende för den. Ett annat allmänt mål var att göra marknaden arbetsformer mer ändamålsenliga.

I det följande ges en allmän översikt över lagar och författningar som reglerar värdepappersmarknaden.

Först skall nämnas *aktiebolagslagen* (1975:1385), vars inledande föreskrift (1 kap. 1 §) att aktieägare ej personligen svarar för bolagets förpliktelser är en betingelse för att en aktiemarknad över huvud förekommer. Detsamma gäller naturligtvis principen (3 kap. 2 §) att aktie får fritt överlätas och det i 3 kap. 6 § stadgade skyddet för godtroende förvärvare av aktie eller med sådan jämställt värdepapper. Även om merparten av reglerna i lagen saknar denna för aktiemarknaden fundamentala karaktär har ett stort antal andra bestämmelser återverkningar på marknaden så att fungera och för förtroendet för aktien som investeringsobjekt. Som exempel kan nämnas föreskrifterna om bolagens skyldighet att ge offentlighet åt vissa bolagens förhållanden vilka föreskrifter bidrar till att fylla marknaden informationsbehov.

Av grundläggande betydelse är också fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, vilka ersatt lagen (1919:240)

³Se SOU 1982:28 s 35-37 och 69-71

om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet.

Fondkommissionslagen reglerar den verksamhet som består i yrkesmässig handel med värdepapper i eget namn för annans räkning (fondkommissionsrörelse). Den ger allmänheten förstärkt skydd vid anlitande av fondkommissionär. Bestämmelser som kan tjäna som exempel härpå är 15 och 16 §§, som i uppdragsgivarens intresse begränsar fondkommissionärens rätt att för egen del handla med värdepapper.

I *lagen om Stockholms fondbörs* (börslagen) ges stockholmsbörsen monopol på att utöva börsverksamhet här i landet. Den reglerar f.ö. börsens organisation och arbetsformer. Ledningen av börsen som utövas av en styrelse om nio personer, åläggs (22§) att följa kursbildningen vid börsen och se till att handeln där sker under förhållanden som överensstämmer med lagen och annan författning samt med god affärssed. Ett samband med fondkommissionslagen föreligger på det sättet att medlemskap av börsen förutsätter tillstånd att driva fondkommissionsrörelse. Handel på börsen får vidare ske endast genom den (börsombud) som är fast anställd hos börsmedlem.

I motsats till fondkommissionslagen och börslagen saknar *lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav* (insiderlagen) föregångare i svensk lagstiftning. Lagen, som skall ses över av denna utredning och vars innehåll mera utförligt skall presenteras i ett följande avsnitt, ålägger dem som normalt har tillgång till intern information om ett börsbolag (s.k. insiders) att offentligen registrera sin handel med aktier i det bolag i vilket de har ställning av insiders. Ändamålet med lagen är att motverka att insiders utnyttjar intern information till att göra privata vinstgivande affärer i bolagets aktier.

Aktiefondslagen (1974:931) reglerar det indirekta aktiesparande som placering i aktiefond utgör. Enligt lagen är en aktiefond en huvudsakligen av aktier eller andra värdepapper bestående fond, som uppkommit genom kapitaltillskott från allmänheten och som äges av dem som tillskjutit kapital. Aktiefondsverksamheten utövas av ett fondbolag, som förvaltar aktiefonden och säljer fondandelar till allmänheten. Till vidmakthållande av stor riskspridning är i lagen föreskrivet (21 § andra stycket) att fondbolag ej till fonden mot vederlag får förvärva värdepapper med samme utfärdare i sådan omfattning att värdet av de värdepapper i fonden som utfärdats av denne genom förvärvet kommer att överstiga 10 procent av fondens värde.

Lagen (1978:428) om aktiesparfonder tillkom som ett led i de skattelättnader för vissa former av lönsparande som infördes 1978. Den reglering av de s.k. aktiesparfonderna (skattefonderna) som lagen innehåller ansluter nära till aktiefondslagen. T.ex. måste också det fondbolag som förvaltar aktiesparfond iakttä vissa regler om riskspridning. Av de avvikelser från aktiefondslagen som gäller märks främst något snävare regler för de placeringar som fondbolaget får göra. I lagen ryms några särskilda regler beträffande s.k. företagsanknutna aktiesparfonder. En sådan bildas genom kapitaltillskott endast från anställda i ett visst aktiebolag eller inom en viss koncern. Att aktiesparfonder blivit ett betydelsefullt inslag på värdepappersmarknaden (jfr. 2.4) har att göra med de skatteförmåner som är knutna till placering av medel i sådan fond. Dessa förmåner framgår av *lagen (1978:423) om skattelättnader för vissa sparformer*. Enligt lagen medges den som insatt medel på s.k. aktiesparkonto en skattereduktion på f.n. 20 procent av det

under ett inkomstår sparade beloppet. Sparskattereduktion får dock inte beräknas på högre sammanlagt belopp än 7 200 kr. per år. En annan skatteförmån är att andelsägarnas värdestegeringar på fondandelarna under viss förutsättning inte blir föremål för beskattning.

Av andra på 1970-talet tillkomna författningar må nämnas *lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering* (aktiehanteringslagen), varigenom skapades förutsättningar för att med hjälp av modern datateknik förenkla hanteringen av aktier. Värdepapperscentralen (VPC) Aktiebolag inrättades för att centralt sköta vissa uppgifter som åligger bolagen, bl.a. distribution av utdelning och emissionsbevis till aktieägarna och förande av aktieboken. Lagens tillämpningsområde är numera begränsad, eftersom aktiehanteringsregler intagits i bl.a. aktiebolagslagen.

Av betydelse för bankinspektionens insyn på fondhandelns område är *lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper* (fondhandelnslagen, FHL). Denna lag är en kvarleva av förordningen (1908:129) angående en särskild stämpelavgift vid köp och byte av fondpapper. I samband med att fondstämpeln borttogs⁴ kom innehållet i förordningen att inskränkas till vissa skyldigheter att vid köp eller byte av fondpapper upprätta och till bankinspektionen inge s.k. avräkningsnota med uppgifter om fondpappersaffären.

Till följd av bestämmelserna i *valutalagen (1939:350)* och *valutaförordningen (1959:264)* gäller särregler för handeln i värdepapper med utlandet. I princip förbjuder valutaförordningen all införsel och utförsel av aktier och obligationer (4 och 7 §§). Därtill upptar förordningen ett s.k. förminskningsförbud för svenskars och därmed likställda (valutainlänningar) innehav av utländska värdepapper samt s.k. betalningsförbud i anslutning till värdepapperstransaktioner med valutainlänningar (5 och 9 §§). De formella restriktionerna är som synes heltäckande. Regleringen ger dock möjlighet för riksbanken att medge undantag från nämnda förbud, vilket skett och sker i en inte obetydlig utsträckning. För att belysa gällande ordning för den internationella handeln på värdepappersområdet skall här inskjutas något om riksbankens dispensgivning.

Det principiellt viktigaste generella undantag som meddelats gäller den s.k. switchrätten. Denna gör det möjligt för en valutainlänning att omlacera sina utländska värdepapper till andra sådana och för en valutautlänning att göra motsvarande omlaceringar i fråga om av honom innehavda svenska värdepapper. Enligt ett annat generellt undantag får svenska börsnoterade aktier i utländsk ägo återköpas till Sverige om betalningen sker genom valutabank. Som villkor gäller för VPC-registrerade aktier att innehavet enligt aktiebrevet av VPC är registrerat på utländsk adress och för övriga aktier att de är åtföljda av affidavit, dvs. en försäkran att aktierna varit i utländsk ägo de senaste fem åren. Av betydelse för svenska företags möjlighet till introduktion på utländsk aktiemarknad är att riksbanken numera, med undantag från det generella förbud som gäller, regelmässigt beviljar utlandsförsäljning av större poster aktier. I fråga om utländska företags möjlighet att introducera sina aktier på svenska marknaden kan, enligt riksbankens inrättelseslut i april 1982, en sådan introduktion beviljas under vissa förutsättningar. Sedan villkoren för de utländska företagens aktieintroduktioner skärptes genom beslut i januari 1983 gäller som villkor

⁴Se prop. 1978/79:165 s 181

numera att företag som vill komma in på svenska marknaden har ett väsentligt engagemang i eller samarbete med svensk industri och att det svenska industripolitiska intresset av en introduktion är betydande. Av riksbankens givna tillstånd framgår, att handeln med de nytilkomna utländska aktierna skall ske vid sidan av den etablerade switchmarknaden. Eventuell försäljning av de på svenska marknaden introducerade aktierna skall inte berättiga till omplacering i andra utländska aktier. För att i fortsättningen särskilja de nya utländska aktierna på den svenska marknaden från andra utländska aktier har speciella försäljningsvillkor uppställts. VPC utfärdar s.k. depåbevis för de ifrågavarande aktierna som i sin tur hålls i förvar hos valutabank. Depåbeviset gäller som rätt till ett angivet antal aktier och vid en överlåtelse fungerar detta bevis som ett självständigt svenskt värdepapper, medan aktierna ej kan utföras ur valutabankens depå.

En lag som i likhet med valutaregleringen är ett instrument för penningpolitiken men som också har effekter på värdepappersmarknaden är *lagen (1974:922) om kreditpolitiska medel*.⁵ Av de kreditpolitiska medlen är emissionskontrollen av särskilt intresse i förevarande sammanhang. Härmed avses (se 17 §) att obligationer, förlagsbevis eller andra för den allmänna rörelsen avsedda skuldebrev ej får utan tillstånd av riksbanken utges av annan än riksgäldskontoret och att andra skuldebrev, som ej avser inlåning på räkning från allmänheten, ej får utan sådant tillstånd utges av kreditinstitut. Emissionskontrollen fyller två funktioner. Dels innefattar den en kontroll av räntan och andra lånevillkor, t.ex. lånets storlek och tidpunkten för upplåningen, dels har den en resursallokerande funktion när det gäller ändamål som prioriteras av statsmakterna, t.ex. bostadssektorns kreditbehov.

Vid sidan av här nämnda lagar och bestämmelser finns en rad andra författningar som i vissa hänseenden berör värdepappersmarknaden. Bl.a. kan nämnas *lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m.*, vilken reglerar möjligheterna för utländska intressenter att via fria aktieköp erhålla kontroll över svenska företag. Enligt lagen, som trätt i kraft den 1 januari 1983, råder begränsningar för s.k. kontrollsubjekt i rätten att förvärva aktier i svenska aktiebolag. Till kontrollsubjekten räknas bl.a. utländska medborgare och andra rättssubjekt samt svenska aktiebolag, som inte i sin bolagsordning har särskilda s.k. utlåningsförbehåll. *Lagen (1914:45) om kommission, handelsagentur och handelsresande* (kommissionslagen) gäller även fondkommissionsrörelse, om annat ej följer av fondkommissionslagen (se 2 § fondkommissionslagen). Detta innebär att vissa allmänna bestämmelser till skydd för uppdragsgivaren är tillämpliga på dennes förhållande till fondkommissionären. Vidare må erinras om att banklagstiftningen innehåller normer för bankernas fondkommissionsverksamhet. I *lagen (1955:183) om bankrörelse*, (banklagen), finns sålunda flera motsvarigheter till fondkommissionslagens bestämmelser. Endast i de fall motsvarigheter saknas är fondkommissionslagen tillämplig på bankinstutets fondkommissionsrörelse (se 38 § fondkommissionslagen). Då banklagen griper över alla ett bankinstutets verksamhetsgrenar är den naturligtvis även normerande för sådan av bankerna bedriven och till värdepappersmarknaden anknuten verksamhet som ej är fondkommissionsrörelse i egentlig mening. Slutligen må uppmärksammas, att *sekretesslagen (1980:100)* begrän-

⁵Lagen är av beredskapskaraktär, vilket innebär att dess bestämmelser endast gäller efter regeringens förordnande (3 §). I allmänhet har riksbanken träffat överenskommelse med kreditinstituten i av lagen reglerade frågor, varför behov att utnyttja lagen endast undantagsvis varit för handen

sar offentliga funktionärers möjlighet att t.ex. genom värdepappersförvärv utnyttja ej offentliggjord information till egen ekonomisk vinning. Detta följer av 1 kap. 4 §, som föreskriver att sekretessbelagd uppgift inte får "utnyttjas utanför den verksamhet i vilken sekretess gäller för uppgiften".

2.3 Tillsynen

Värdepappersmarknaden i Sverige är inte föremål för någon allmän övergripande tillsyn av central myndighet såsom är fallet i t.ex. de anglosaxiska länderna. Emellertid står delar av den under uppsikt av bankinspektionen eller riksbanken. Då den övervakning som görs av riksbanken inte utövas i syfte att garantera värdepappersmarknadens funktioner utan huvudsakligen är inriktad på att förverkliga målen för den statliga penning- och kreditpolitiken skall den här inte närmare beröras. Intresset koncentreras därför till den tillsyn som utövas av bankinspektionen.

Bankinspektionens ledning utgörs av en styrelse som består av generaldirektören, ordförande, generaldirektörens ställföreträdare, vice ordförande, och fem andra ledamöter som regeringen utser särskilt. Av de ledamöter som utses särskilt skall tre ha uppdrag som riksdagsledamot när de utses och två vara väl förtrogna med ekonomiska frågor. Generaldirektören är chef för myndigheten som har tre avdelningar – en allmän avdelning, en kreditavdelning och en redovisningsavdelning – samt en byrå för administrativa ärenden. Varje avdelning förestås av en bankinspektör och byrån av en byråchef.

Ramen för bankinspektionens tillsynsuppgifter är angivna i instruktionen (1979:740). Den närmare innebörden av dessa uppgifter och sättet för tillsynens utövande samt myndigheten tillkommande korrektionsmedel m.m. framgår av de författningar, vars efterlevnad den satts att övervaka, bl.a. de i det föregående omnämnda fondkommissionslagen, aktiefondslagen, börslagen, insiderlagen, banklagen och aktiehanteringslagen samt av regeringen utfärdade föreskrifter, bl.a. förordningen (1970:601) om tillsyn över Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (VPC-förordningen) och förordningen (1974:936) om tillsyn över fondbolag och aktiefonder (aktiefondsförordningen).

Inspektionens tillsyn enligt de nu nämnda författningarna följer väsentligen samma mönster.

Tillsynsuppgiften består i första hand i att övervaka att de institutioner eller personer som är föremål för tillsynen iakttar den lag som gäller för verksamheten och de beslut eller föreskrifter som meddelats med stöd av lagen. I bestämmelser av generalklausuls karaktär tilläggs inspektionen den vidare uppgiften att med uppmärksamhet följa de verksamheter som avses med vederbörande författningar i den mån det behövs för kännedom om förhållanden som kan inverka på fondkommissionsbolags, aktiefonds, fondbolags, bankaktiebolags och VPC:s säkerhet eller eljest är av betydelse för en sund utveckling av de verksamheter som drivs av nämnda institutioner samt fondbörsen.⁶

⁶27 § 2 st. fondkommissionslagen, 46 § aktiefondslagen, 29 § börslagen, 147 § 2 st. banklagen, 1 § 2 st. VPC-förordningen

Bankinspektionens fortlöpande insyn i de verksamheter den har att övervaka tryggas genom föreskrifter om skyldighet att till inspektionen inge eller för denna hålla tillgängliga handlingar av särskild vikt. Vidare gäller en allmän skyldighet att lämna de upplysningar som inspektionen begär.⁷ Denna upplysningsplikt kan t.ex. aktualiseras vid de undersökningar som inspektionen i de flesta fall kan företaga när den finner detta lämpligt. Rätt att företaga undersökning gäller dock inte enligt borslagen. I sammanhanget bör också nämnas, att inspektionen får närvara och delta i överläggningar vid fondkommissionsbolags, fondbolags, bankaktiebolags och VPC:s årsstämma. Detsamma gäller sammanträde med styrelsen för nämnda tillsynsobjekt och fondbörsen, åtminstone om sammanträdet utlysts av bankinspektionen.⁸ Ytterligare gäller, att bankinspektionen utser en av de revisorer som har att granska tillsynsobjekts räkenskaper och förvaltning.⁹

Till förekommande av eller som reaktion på missförhållanden kan bankinspektionen i viss utsträckning ingripa i verksamheten med bindande anvisningar eller på annat sätt. Föreskrifter av förebyggande art kan avse sättet för räkenskapernas förande jämte förvaringen och inventeringen av värdehandlingar.¹⁰ Befogenheten att ge sådana föreskrifter förekommer dock ej i lagen om Stockholms fondbörs. Av korrektionsmedlen är rätten för inspektionen att förbjuda verkställighet av beslut som strider mot den för verksamheten gällande lagen eller med stöd därav meddelad föreskrift tillämplig på beslut av fondbolag, fondbörsen, bankaktiebolag och VPC, dock ej beslut av fondkommissionsbolag. Om beslut som nyss nämnts redan verkställts får inspektionen ge föreläggande om rättelse där så kan ske.¹¹ Även om lagstridigt beslut av fondkommissionsbolag inte av inspektionen kan inhiberas eller rättas genom tillsynsmyndighetens försorg kan inspektionen ändå med kraft ingripa däremot. Om en lagöverträdelse, ett uppenbart åsidosättande av uppdragsgivares intresse eller annat förhållande visar att fondkommissionsbolaget är olämpligt att utöva fondkommissionsrörelse kan inspektionen enligt 29 § fondkommissionslagen återkalla tillståndet att driva sådan rörelse. Återkallelse kan f.ö. också ske om fondkommissionsbolags eget kapital understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet och bristen ej har blivit fylld inom tre månader, samt om rörelsen på annat än nu nämnda sätt prövas vara till skada för det allmänna. Som alternativ till återkallelse eller då återkallelse ej kan ske kan skriftlig erinran förekomma (31 §). Vid sidan av inhibering och rättelse av beslut och nyss berörda reaktionsmöjligheter förekommer andra sådana, vars användning ej förutsätter att lag eller med stöd därav utfärdad bestämmelse överträtts eller att missförhållandet eljest är av särskilt allvarlig beskaffenhet. I 31 § 2 st. fondkommissionslagen ges bankinspektionen sålunda rätt att i särskilt beslut göra anmärkning om missförhållande oavsett dettas karaktär. Enligt 154 § banklagen får vidare inspektionen göra de erinringar i fråga om bankaktiebolags verksamhet som inspektionen finner påkallade. Bestämmelser av motsvarande innehåll finns i aktiefondsförordningen (6 § 2 st.) och VPC-förordningen (6 §).

De förelägganden, föreskrifter och förbud som bankinspektionen meddelar med stöd av här berörda författningar kan i allmänhet förenas med vite.¹² Vissa bestämmelser har vidare straffsanktionerats. Till de förfaranden som kan medföra straffrättslig påföljd hör, enligt de flesta författningar, att

⁷ 28 § fondkommissionslagen, 2 § aktiefondsförordningen, 30 § borslagen, 148 § banklagen, 2 § VPC-förordningen

⁸ 33 § fondkommissionslagen, 46 § 1 st. aktiefondslagen, 32 § borslagen, 150 § banklagen, 3 § VPC-förordningen

⁹ 32 § fondkommissionslagen, 46 § 3 st. aktiefondslagen, 10 § borslagen, 149 § banklagen, 7 § 2 st. VPC-förordningen

¹⁰ 34 § fondkommissionslagen, 3 § aktiefondsförordningen, 151 § banklagen, 4 § VPC-förordningen

¹¹ 6 § aktiefondsförordningen, 31 § borslagen, 153 § banklagen, 5 § VPC-förordningen

¹² 45 § fondkommissionslagen, 46 § 2 st. aktiefondslagen, 31 § 2 st. borslagen, 157 § banklagen, 28 § aktiehandlingslagen

uppsåtligen eller av oaktsamhet lämna tillsynsmyndigheten felaktiga upplysningar.¹³

2.4 Utvecklingen

Värdepappersmarknaden är, i likhet med de flesta andra samhällsområden, stadd i kontinuerlig utveckling. Under de senaste åren har särskilt aktiemarknadens dynamik och föränderlighet varit märkbar.

Några särskilt framträdande drag i utvecklingen skall här kort redovisas.

Den registrerade aktieomsättningen på stockholmsbörsen har ökat rekordartat. 1980 uppgick omsättningen till 7 598 milj. kr. för att under 1981 öka till 18 580 milj. kr. och 1982 till 29 009 milj. kr. Omsättningen fortsatte att stiga under 1983. Under det första halvåret omsattes aktier för inte mindre än 38 350 milj. kr. Storleken av omsättningen ter sig särskilt anmärkningsvärd om den jämförs med dels det nominella värdet på vid börsen inregistrerade aktier, som vid halvårsskiftet var 32 104 milj. kr., och dels dessa aktiers marknadsvärde, som vid nämnda tidpunkt var 195 867 milj. kr.

Även kursutvecklingen under de senaste åren har varit rekordmässig. Generalindex steg under de sista månaderna 1980 med 22 % och under 1981 och 1982 med 57 respektive 35 %. Stegningen fortsatte under 1983 och vid halvårsskiftet hade index ökat med ytterligare 41 %. Utvecklingen saknar i vårt land motstycke under efterkrigstiden. Även internationellt sett är den enastående.

En viktig följd av den stora kursuppgången och det stegrade intresset för aktieplaceringar har varit att aktiemarknadens betydelse som finansieringskälla åt kapitalbehövande företag markant vuxit. Efter kursomslaget hösten 1980 har börsföretagen sålunda försetts med riskvilligt kapital från aktiemarknaden i en avsevärt större utsträckning än tidigare. Nyemissioner av aktier och konvertibler jämte introduktion av nya bolag på börsen gav 1982 ett kapitaltillskott på över 3 miljarder kr. Under första halvåret 1983 gjorde börsbolag nyemissioner av aktier och konvertibler på den inhemska marknaden för 3,2 miljarder kr. samtidigt som aktier i på marknaden nyintroducerade bolag såldes för 2,6 miljarder kr.

Härutöver gjorde börsbolag nyemissioner i utlandet för ca 3 miljarder kr.

En bidragande orsak till den angivna utvecklingen på börsen är, enligt en utbredd uppfattning, det 1979 införda skattefondsparandet. En stark kapitaltillströmning till marknaden har sålunda skett via skattefondsparandet som gjort likviditeten god och skapat ett efterfrågetryck på aktier. Under 1982 tillfördes marknaden genom insättning på skattefondkonton i genomsnitt 165 milj. kr. i månaden och under hela året alltså knappt två miljarder kr. Antalet personer som placerar medel på skattefondkonto har vuxit i rask takt. Vid halvårsskiftet 1983 var antalet konton som var anslutna till skattefondsparandet 594 550, varav 58 000 avsåg företagsanknutna fonder.¹⁴ Den samlade fondförmögenheten uppgick vid halvårsskiftet 1983 till 8,9 miljarder kr.¹⁵

En annan faktor av betydelse för utvecklingen har varit utlandets stärkta

¹³48 § fondkommissionslagen, 50 § 3 p. aktiefondslagen, 184 § 1 p. banklagen, 39 § aktiehanteringslagen

¹⁴Statistik över skattefondsparandet förs av riksgäldskontoret

¹⁵Fondförmögenhetens utveckling följs av bankinspektionen

intresse för svenska aktier. Svenska aktier såldes och köptes i utlandet 1982 för ca 3,8 miljarder kr. Därmed svarade utlandet för 13 procent av den totala omsättningen under 1982.

Den statistik som förs över import och export av aktier¹⁶ visade att den svenska marknaden från utlandet tillfördes drygt en miljard kr. 1982. Utvecklingen under de senaste åren framgår av följande tabell.

	1979	1980	1981	1982
Export	87	168	1 158	2 452
Import	194	400	1 116	1 334
Netto	-107	-232	+42	+1 118

Den angivna utvecklingen förstärktes under första halvåret 1983, då det utfördes aktier för hela 7 336 milj. kr. Importen för motsvarande period stannade på 2 645 milj. kr., varför en total nettoexport om 4 691 milj. kr. kom till stånd.

Förutom de volymökningar av skilda slag som här berörts och den markanta kursuppgång som förekommit har de senaste åren inträffat vissa andra nyheter eller förändringar av intresse på marknaden.

Som nämnts beslutade riksbanksfullmäktige i april 1982 att utländska företag med industriell verksamhet i Sverige eller som i övrigt kunde betraktas vara av särskilt intresse för svenskt näringsliv skulle få introduceras på svensk aktiemarknad.

Börsstyrelsen beslöt den 2 september 1982 att vid fondbörsen – såsom första utländska aktier – inregistrera 200 000 aktier i Kone Oy, ett bolag med säte i Helsingfors. Dessa aktier representeras, i enlighet med riksbankens beslut, av svenska depåbevis. Introduktionen av det finska företags aktier på den svenska marknaden har följts av inregistreringar av aktier i ytterligare tre bolag, två finska och ett norskt.

En förändring av stor räckvidd var tillskapandet 1982 av en aktiemarknad för små och medelstora företag, den s.k. OTC-marknaden. Det primära syftet med OTC-marknaden är att för icke börsnoterade bolag på detta sätt möjliggöra tillträde till kapitalmarknaden. Verksamheten, som står under bankinspektionens tillsyn, sker under friare former än börsverksamheten. Det bolag som vill ha sina aktier introducerade på marknaden skall träffa överenskommelse med en fondkommissionär att denne skall hålla en marknad i bolagets aktier och på så sätt fungera som en market maker (MM). Market Makern skall på begäran av envar ange till vilken kurs han är beredd att sälja eller köpa aktier i bolaget. För att kunna ge säljerbjudanden är tänkt att MM skall hålla ett eget lager av aktier i bolaget. Då fondkommissionärerna står under bankinspektionens tillsyn blir följderna att också själva OTC-marknaden kommer under offentlig kontroll. Efter samråd med Svenska fondhandlareföreningen har bankinspektionen utfärdat rekommendationer till fondkommissionärerna om villkoren för medverkan till introduktion av aktier på marknaden och om hur MM-funktionen bör utövas. Av rekommendationerna följer, att bolag som önskar introduktion på marknaden bör ha ett eget kapital uppgående till 4 milj. kr och att vid introduktionen

¹⁶Fram till halvårsskiftet fördes statistik över import och export av värdepapper av bankinspektionen. Uppgiften ligger numera på riksbanken

minst 10 procent av bolagets aktier och normalt minst 200 noteringsposter, varje post motsvarande minst 1/4 basbelopp, placeras på marknaden. MM skall till bankinspektionen, som för en förteckning på de bolag som gått in i systemet, varje dag köp eller försäljning skett rapportera bl.a. köp-, sälj- och betalkurser samt antal omsatta aktier. Rapportering till pressen om gjorda avslut rekommenderas ske en gång per vecka. Av stor betydelse är att OTC-bolag enligt det med fondkommissionär tecknade avtalet är skyldigt att informera om skilda händelser i företaget. Detta åtagande berörs närmare under 4. 1.4. I september 1983 fanns 17 bolag på OTC-marknaden.

Bland annat till följd av senare års utveckling föreligger förslag om vissa lagstiftningsåtgärder.

I prop. 1983/84:30 föreslås ett nytt sparsystem, allemanssparandet, som skall ersätta skattesparssystemet. Allemanssparandet har två former, sparande på rikssparkonto i bank, och aktiesparande i kapitalsparfond. För sparande i kapitalsparfond skall bildas nya fondbolag och fonder. Existerande fondbolag som förvaltar en företagsanknuten aktiesparfond tillåts dock förvalta också en företagsanknuten kapitalsparfond. Verksamheten skall med vissa undantag bedrivas i enlighet med aktiefondslagstiftningen. Antalet andelsägare begränsas till 75 000 per fond. Sparmedlen skall placeras i svenska aktier och liknande värdepapper. Vidare tillåts placeringar i statspapper upp till 25 % av fondförmögenheten. Avkastning som tillfaller kapitalsparfond skall vara fri från inkomstskatt och återinvesteras. Reglerna om allemanssparandet avses träda i kraft den 1 april 1984.

I prop. 1983/84:48 föreslås, utom en skärpning av realisationsvinstbeskattningen på börsaktier som avyttras efter minst två års innehav, en punktskatt på omsättning av aktier och vissa andra värdepapper. Skatten föreslås utgå med 0,5 % av köpesumman hos såväl säljaren som köparen. Fondkommissionärerna föreslås bli skattskyldiga för omsättning som de medverkar i. Även den som i större omfattning omsätter värdepapper utan att vara fondkommissionär föreslås bli skattskyldig. Skatten skall, enligt förslaget, tas ut på omsättning som sker efter utgången av år 1983.

3 Allmänt om insiderspekulation

3.1 Några begrepp

Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav (insiderlagen), som utredningen enligt sina direktiv skall utvärdera, har till syfte att motverka s.k. insiderspekulation. Med *insiderspekulation i vid mening* brukar förstås ett förfarande där en person driver handel med värdepapper under utnyttjande av sin kännedom om ett förhållande som är okänt för allmänheten och av beskaffenhet att påverka kursen på värdepapperet uppåt eller nedåt då det offentliggörs.

Emellertid används begreppet insiderspekulation vanligen i en mer inskränkt betydelse. Det normala är sålunda att man endast åsyftar utnyttjande av sådan väsentlig och konfidentiell information om ett enskilt *företag* och dess verksamhet som kan väntas driva kursen på de värdepapper som utgivits av företaget. Härav följer att insiderspekulation vanligen betraktas som ett aktiemarknadens problem. Härav följer också att utnyttjande av en icke offentliggjord nyhet som har en allmänt kursdrivande effekt, dvs. påverkar kursen på aktier i gemen såsom vissa politiska beslut, normalt inte karaktäriseras som insiderspekulation; orsaken är alltså att nyheten inte berör endast ett enstaka företag.

Vidare brukar man inte tala om insiderspekulation i det fallet att en person i *allmänhet* fått tillgång till förtrolig information om ett företag och med ledning av vad han fått veta gör affärer i företagets aktier. Uttrycket förbehålls nämligen vanligen transaktioner som görs av personer som p.g.a. sin ställning i eller anknytning till företaget har särskilda möjligheter att före allmänheten få del av nyheter som kan påverka värderingen av aktierna i företaget (VD, styrelseledamöter m.fl).

Avses ett förfarande med de begränsningar som nu angetts kan man tala om *insiderspekulation i traditionell eller inskränkt mening*.

Begreppets flertydighet beror alltså närmast på att vad som menas med "insider" varierar. Antingen avses den som vid ett givet tillfälle har tillgång till konfidentiell information av beskaffenhet att påverka marknadsvärdet på ett värdepapper vid offentliggörandet eller den som hör till den mindre krets som fått information p.g.a. sin centrala roll i eller anknytning till ett företag.

I sammanhanget kan också erinras om, att "insideraffär" i allmänhet används som beteckning på en transaktion så snart den gjorts av en person med en sådan anknytning till ett företag att han normalt har full insyn i dess

interna angelägenheter och transaktionen gäller aktier i just detta företag. Även affär som gjorts i annat syfte än att utnyttja förtrolig information och som därför är oantastlig brukar alltså benämnas insideraffär.

När de här nämnda begreppen förekommer i detta betänkande, torde av sammanhanget framgå vad som menas därmed. Som synonymer till insiderspekulation används ibland "missbruk av förtrolig eller konfidentiell information" och "informationsmissbruk".

3.2 Något om synen på insiderspekulation

Som kommer att framgå av 6 kap. har åtgärder i ett flertal länder vidtagits för att motverka insiderspekulation. Även i länder som saknar en lagstiftning som tar direkt sikte på insiderspekulation, t.ex. de nordiska länderna, synes den förhärskande meningen vara att företeelsen är en oart i värdepappershandeln och bör motarbetas. Undantagsvis kommer dock en motsatt ståndpunkt till uttryck¹. Denna ståndpunkt grundar sig stundom på argumentet att insiderspekulation bidrar till att långsamt driva aktiekursen till den nivå som den kommer att få då informationen i fråga blir offentlig och att dramatiska kursförändringar härigenom motverkas. Vidare rättfärdigas företeelsen ibland med att den i vart fall skapar en livligare marknad.

Den dominerande uppfattningen av insiderspekulation som en företeelse som inte bör godtas på en sund värdepappersmarknad står i samband med att insiderspekulation i *typfallet* medför en vinst eller en utebliven förlust för insidern. Denna vinning anses obehörig eller orättmätig och därför oacceptabel. Ofta pekas också på att vinningen motsvaras av skada för annan. Uppkomsten av ekonomisk skada är obestridlig då insidern gjort affären utan mellanhand och förmått motparten i avtalsförhållandet till affären. Då insidern lämnat köp- eller säljorder till fondkommissionär som för insiderns räkning förutsatts göra affären kan dock inte insidern anses ha vållat någon skada: de som uppträtt på marknaden skulle ju ha gjort detta under alla förhållanden.

Då insiderspekulation beskrivs som en oacceptabel företeelse i värdepappershandeln betonas dock oftast olägenheter av ett allmännare slag än uppkomsten av obehörig vinning och en däremot – i vissa fall – svarande skada för insiderns motpart i avtalsförhållandet. Det görs sålunda gällande, att företeelsen är ägnad att rubba förtroendet för handeln med värdepapper och därmed medför risk för att seriösa investerare söker sig från marknaden. Belysande för synsättet är detta uttalande av dr juris Lucy Smith².

Et av de momenter som bidrar til å skape mistillit til aksjemarkedet er "insider trading". Investeringer i aksjer vil alltid vaere risikobetont. "Insider trading" betyr antakelig ikke så meget i denne sammenheng rent statistisk. Men den kan ha stor psykologisk effekt. Folk går nødig inn i et marked hvis de ikke tror at alt går riktig for seg.

Vådan av insiderspekulation får alltså ses mot bakgrund av den samhällsnyttiga roll som andrahandsmarknaden och då framförallt börsen spelar (jfr framställningen under 2.1). Avståndstagandena från insiderspekulation har m.a.o. framförallt en ekonomisk/politisk grund. Värdepappersmarknaden

¹Se särskilt H Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, 1966.

²Se *Tidskrift for Rettsvitenskap*, nr 2-3, 1983, s. 150 f.

är som finansieringskälla åt näringslivet alltför betydelsefull för att dess effektivitet skall få äventyras av enskilda personers tvivelaktiga agerande, anses det.

I sammanhanget kan uppmärksammas, att börshandeln erbjuder gynnsammare möjligheter för insiders illojala agerande än den handel som sker utanför börser och utan förmedling av mellanhand. Då affären sker direkt mellan köpare och säljare står det för den ene kontrahenten i allmänhet klart att motparten är en insider. Det finns då möjlighet att efterhöra anledningen till insiders benägenhet att handla och, om det bedöms nödvändigt, vidtaga erforderliga försiktighetsåtgärder. Motsvarande möjlighet saknas inom börshandeln, där insidern handlar s.a.s anonymt och därför lättare kan utnyttja det överläge tillgången till förtroelig information gett honom. Den särskilda risk för insiderspekulation som anonymiteten medför föreligger naturligtvis också i andra fall då affär görs av mellanhand som uppträder i eget namn, dvs. det i fondkommissionshandeln typiska förfaringsättet.

3.3 Insiderspekulation som informationsproblem

Förutsättningen för insiderspekulation i traditionell mening är att information om förhållanden i ett företag endast kommer en mindre krets till del. Vill man förebygga insiderspekulation är därför den mest näraliggande åtgärden att förbättra företagets informationsgivning. Denna synes bäst ägnad att motverka insiderspekulation, om den omfattar alla för värderingen av värdepapperen väsentliga förhållanden, om informationen ges utan fördröjning och om informationen utformas så att dess budskap är lätt att förstå samt om distributionen av informationen sker, så att alla marknadens intressenter får del av den samtidigt.

Det inses lätt, att en information som till fullo uppfyller de nämnda villkoren inte är möjlig att ge. Offentliggörande av vissa förhållanden i ett företag kan i ett samhälle med fri konkurrens vara till förfång för företaget. Kännedomen om sådana förhållanden måste därför under en viss tidrymd vara förbehållen en trängre krets. Men även om man bortser härifrån är en idealisk informationsgivning ett svåruppnåeligt mål.

Ett problem har samband med att en s.k. kurspåverkande händelse i allmänhet inte uppenbaras i ett ögonblick utan "förvarningar"; den är i stället normalt ett resultat av en rad omständigheter som successivt inträffar. Så föregås t.ex. avtal om fusion av förhandlingar som kommit till stånd p.g.a. sonderingar som i sin tur föregåtts av överväganden om lämpligheten att gå samman med annat företag etc. Mellan dessa led ligger andra av större eller mindre betydelse.

Att på en sådan "glidande skala" ange den punkt där informationsskyldigheten bör inträda är svårt. En komplikation är att personer med tillgång till samma information vid en och samma tidpunkt i ett kritiskt skede har olika förutsättningar att dra de riktiga slutsatserna om kursutvecklingen beroende på bl.a. skillnader i erfarenhet och kompetens.

Inte ens om företagen hade skyldighet att offentliggöra alla (inte helt obetydliga) händelser i företaget synes det möjligt att omintetgöra varje tillfälle för varje person att erhålla ett s.k. informationsförspång. Med en

sådan skyldighet skulle ju informationsflödet bli så ymnigt att väsentliga fakta skulle skymmas av oväsentliga, vilket skulle motverka syftet med informationen. I sammanhanget kan ju också framhållas, att det med nödvändighet måste finnas en gräns för hur långt ett företags resurser kan tas i anspråk för informationsgivning.

Det anförda ger vid handen, att insiderspekulation inte kan hindras endast genom informationsåtgärder. Företeelsen måste angripas också med andra medel. Vilka metoder som bör komma i fråga är naturligtvis beroende av det utrymme för insiderspekulation som föreligger, ett utrymme som väsentligen bestäms av just sättet för och omfattningen av informationsgivningen till marknaden.

4 Vissa normer för företagens informationsgivning

Orsakssambandet mellan företagens informationsgivning och möjligheten till insiderspekulation gör det motiverat att orientera om vissa bestämmelser, enligt vilka företag har att lämna information om sina förhållanden.

4.1 Författningsbestämmelser

4.1.1 Bokföringslagen

Bokföringslagen (1976:125) reglerar bl.a. alla aktiebolags bokföring oavsett deras storlek och oberoende av om de driver näringsverksamhet (1 § första stycket).

Bokföringsskyldigheten innefattar enligt 2 § andra stycket bl.a. att kronologiskt och systematiskt löpande bokföra uppkomna affärshändelser samt att till upplysning om rörelsens ekonomiska resultat och ställning avsluta bokföringen med årsbokslut.

Av bokföringslagens förarbeten framgår ej att information till värdepappersmarknaden omfattas av lagens syfte. Detta förklaras av att bokföringen inte är offentlig. Icke desto mindre är omfattningen och arten av de uppgifter om företagens ekonomiska ställning som kommer marknaden till del i inte obetydlig utsträckning avhängig av bokföringslagens regler. Detta sammanhänger med att innehållet i aktiebolagens offentligt tillgängliga årsredovisning i stor utsträckning – p.g.a. en hänvisning i 11 kap. 1 § andra stycket aktiebolagslagen – bestäms av bokföringslagens regler om årsbokslut.

4.1.2 Aktiebolagslagen

Aktiebolagslagen (1975:1385), ABL, innehåller de grundläggande bestämmelserna om aktiebolags skyldighet att ge information om sina förhållanden. I större bolag är aktieägarna en så stor grupp att information till aktieägarkretsen kan anses ha kommit hela aktiemarknaden till del.

4.1.2.1 Redovisningsregler

Aktiebolag skall enligt 11 kap. 1 § första stycket för varje räkenskapsår avge årsredovisning bestående av resultaträkning, balansräkning och förvaltningsberättelse. Skyldigheten gäller vid sidan av åliggandet att enligt

bokföringslagen upprätta årsbokslut. Som nyss framhållits är årsbokslutet ej offentligt, medan motsatsen gäller för årsredovisningen. I fråga om det föreskrivna innehållet råder dock stor överensstämmelse mellan den interna och offentliga redovisningen.

Årsredovisningens främsta uppgift är att verka som ett kommunikationsmedel mellan företagsledning och olika intressenter, bl.a. aktieägarna. Vissa bestämmelser i lagen, som i sin nya lydelse gäller från den 1 januari 1977, saknar motsvarighet i äldre lag och innebär rent allmänt krav på väsentligt öppnare redovisning än tidigare. Detta gäller framförallt de större bolagen, vartill i allmänhet räknas de bolag som avses med 10 kap. 3 § andra stycket, dvs. börsbolag och andra bolag med nettotillgångar överstigande 1 000 basbelopp eller med över 200 anställda. Här kan ej komma i fråga att närmare redogöra för alla redovisningsregler. Några av de bestämmelser som medför att marknaden tillförs väsentlig information skall dock omnämnas.

Enligt 11 kap. 2 § första stycket måste alla bolag i årsredovisningen återge resultaträkningen och balansräkningen för *närmast föregående räkenskapsår*. Genom den jämförelse som härigenom möjliggörs underlättas naturligtvis bedömningen av ett företags resultat och ställning. Alla bolag oavsett storlek är i princip också skyldiga att redovisa bolagets *bruttoomsättningssumma*, dvs. rörelsens samtliga intäkter före avdrag för kostnader (11 kap. 1 § andra stycket jfrt. med 18 § BL).

För större bolag ställs, som nämnts, särskilda krav på öppenhet i redovisningen.

Mot bakgrund av att förändringar – och då särskilt upplösning – av dolda reserver kan fördunkla redovisningen av bolags ställning och rörelseresultat gäller numera att större bolag skall öppet redovisa storlek och förändring av *lagerreserv* (11 kap. 1 § andra stycket, 5 § andra stycket ABL jfrda. med 18 och 19 §§ BL). Särskilt för bedömningen av ett företags konsolideringsgrad, betalningsförmåga och räntabilitet är nu nämnda skyldighet väsentlig. De större bolagen är enligt 11 kap. 9 § fjärde stycket också skyldiga att till förvaltningsberättelsen foga en *finansieringsanalys*. I denna skall redovisas bolagets finansiering och kapitalinvesteringar under räkenskapsåret. Ändamålet med analysen är sålunda att ge en översikt över hur företaget tillförts medel och hur dessa använts. Vidare är de större bolagen, vartill i detta hänseende även räknas moderbolag i koncern om koncernföretagen har tillgångar med ett nettovärde överstigande 1 000 basbelopp eller mer än 200 anställda, ålagda att avge minst en *delårsrapport* för varje räkenskapsår som överstiger 10 månader. Av bestämmelserna om delårsrapport, som är intagna i 11 kap. 12-14 §§, följer bl.a. att minst en rapport skall avse minst hälften och högst två tredjedelar av räkenskapsåret och att den skall innefatta en översiktlig redogörelse för verksamheten under rapportperioden, för resultatet, utvecklingen av verksamheten samt för investeringar och förändringar i likviditet och finansiering sedan föregående räkenskapsårs utgång. Slutligen kan nämnas att ABL:s numera gällande föreskrifter om redovisningen innebär en förbättrad insyn i *koncernförhållanden*. Moderbolag är sålunda i 11 kap. 10 § ålagt att avge koncernredovisning bestående av koncernresultaträkning och koncernbalansräkning.

4.1.2.2 Bestämmelser om emissionsprospekt

Med bestämmelserna om emissionsprospekt, som är intagna i 4 kap. 18–26 §§ ABL, avses att skapa möjlighet för såväl gamla som presumtiva aktieägare att bättre bedöma ett bolag och att därigenom ge ett skydd mot felinvestering.

Skyldigheten att upprätta emissionsprospekt gäller enligt 18 § de som i det tidigare betecknats som större bolag, dvs. börsbolag och andra bolag med nettotillgångar överstigande 1 000 basbelopp eller mer än 200 anställda jämte moderbolag om koncernföretagen tillsammans har så stora tillgångar eller så många anställda som nyss sagts. Vidare omfattas aktieägare i nu nämnda bolag av skyldigheten.

Prospekt skall upprättas då bolaget eller aktieägaren offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget. Här avses sålunda kontantemissioner, försäljning av ett stort antal aktier på en gång (blockutförsäljning), och introduktioner på marknaden av aktier som tidigare inte haft någon större spridning. Vidare gäller skyldigheten vid s.k. utbyteserbjudanden, som innebär att aktieägarna i ett bolag erbjuds att överta aktier i ett annat bolag mot överlämnande av aktierna i det förra bolaget. Skyldigheten modifieras av att prospekt inte behöver upprättas om det totala belopp som kan komma att bli erlagt till följd av erbjudandet understiger 1 milj. kr.

Prospektet skall enligt 20 § innehålla balansräkningar och resultaträkningar avseende de tre senaste räkenskapsåren samt ett sammandrag av de uppgifter som det ålegat bolaget att intaga i förvaltningsberättelsen för nämnda år. Vidare skall det enligt 21 § innehålla för bedömningen av bolagets verksamhetsresultat och ställning väsentliga uppgifter rörande den påbörjade redovisningsperioden. Härutöver skall enligt 22 § göras en särskild presentation över bolaget eller koncernen, som skall rymma historik över bolaget och dess verksamhet (detta är dock inte obligatoriskt för börsbolagen), uppgifter om bolagets/koncernens råvarutillgångar, produkter och driftställen och ställning inom branschen ävensom upplysningar om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningsshavare samt om ägar- och rösträttsförhållandena i fråga om bolagets aktier. Även revisorernas berättelse över granskningen av emissionsprospektets uppgifter skall enligt 24 § ingå i prospektet.

För att garantera intresserade tillräcklig tid för studium och analys av prospektet uppställer 25 § regler om tid och plats för prospektets tillhandahållande.

Det kan tilläggas, att reglerna om emissionsprospekt avseende aktier i tillämpliga delar gäller i fråga om konvertibla skuldebrev och optionsbevis (5:16) samt vinstandelsbevis (7:3).

4.1.2.3 Andra bestämmelser i ABL

Av andra bestämmelser i ABL av betydelse för insynen i aktiebolags förhållanden kan nämnas de i lagen uppställda kraven på bolagen att förse aktieägarna med information *inför och på bolagsstämma*.

Enligt 9 kap. 9 § fjärde stycket skall årsredovisning respektive koncern-

redovisning med tillhörande revisionsberättelse hållas tillgängliga för aktieägarna hos bolaget minst en vecka före den stämma där handlingarna skall läggas fram. Dessutom skall handlingarna på begäran skickas till de aktieägare som påfordrar det och uppger sin adress. Motsvarande skyldighet gäller i fråga om en rad andra förslag till stämman, t.ex. angående nyemission eller fondemission (4:4 första st. och 4:16 andra st.) eller styrelsebeslut som kräver stämmans godkännande, t.ex. beslut om avvikelse från aktieägars företrädesrätt (4:14 andra st.).

Enligt 9 kap. 12 § första stycket skall styrelsen och verkställande direktör, om aktieägare begär det och styrelsen finner att det kan ske utan väsentligt förfång för bolaget, på bolagsstämma lämna upplysningar angående förhållanden, som kan inverka på bedömandet av bolagets årsredovisning och dess ställning i övrigt eller av ärende på stämman. I koncernbolag avser upplysningsplikten även bolagets förhållanden till annat koncernföretag och, om bolaget är moderbolag, koncernredovisning samt sådana förhållanden beträffande dotterföretagen som nyss angivits. Om upplysning som begärts inte kan lämnas på stämman skall enligt andra stycket upplysningen inom två veckor skriftligen hos bolaget hållas tillgänglig för aktieägarna och översändas till den aktieägare som begärt upplysningen.

Grundläggande för möjligheten till insyn i ett aktiebolags ägarförhållanden är bestämmelsen i 3 kap 13 § ABL som föreskriver att aktiebok skall hållas tillgänglig hos bolaget för envar. Föres aktieboken med maskin för automatisk databehandling eller på annat liknande sätt skall i stället utskrift av aktieboken tillhandahållas hos bolaget och, i fråga om s.k. avstämningsbolag¹, även hos Värdepapperscentralen (VPC). Var och en har också rätt att erhålla sådan utskrift, förutsatt att han ersätter bolaget eller VPC kostnaderna för att ta fram utskrifterna i fråga. Utskriften får inte vara äldre än sex månader.

En begränsning i offentlighetsprincipen i fråga om avstämningsbolag är att utskrifter av aktieboken enligt 3 kap 13 § första stycket inte får innehålla uppgift om aktieägare som har högst femhundra aktier i bolaget. Skälet härtill är att varken samhället eller allmänheten ansetts ha något berättigat intresse av att känna till namnen på de personer som har små aktieposter. Den utskrift av aktieboken som enligt 3 kap. 13 § andra stycket skall vara tillgänglig för aktieägarna vid bolagsstämman skall dock uppta även aktieägare med mindre innehav.

Det bör tilläggas, att det insynsintresse som 3 kap. 13 § ABL tjänar fullföljs genom lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering. Om aktier i avstämningsbolag är förvaltarregistrerade, vilket innebär att bank eller annan fondkommissionär är upptagen som ägare av aktierna i aktiebrev eller aktiebok i stället för den verkliga ägaren² måste förvaltaren enligt 19 § aktiehanteringslagen minst två gånger årligen till VPC inge sammanställning över de aktieägare som har mer än femhundra aktier i samma aktiebolag registrerade i förvaltarens namn.

4.1.3 Medbestämmandelagen m.m.

Skyldigheten för arbetsgivare att ge information enligt den arbetsrättsliga lagstiftningen syftar till att skapa förutsättningar för de anställda att

¹Med avstämningsbolag förstås sådant bolag som i sin bolagsordning intagit förbehåll att den som är införd i aktieboken skall anses behörig att motta bl.a. utdelning från bolaget. För sådant bolag svarar VPC för förande av aktiebok och utsändande av utdelning, aktiebrev m.m. Se 3 kap. 8 § ABL.

²Se 3 kap. 10 § andra stycket ABL.

medverka i beslutsprocessen hos arbetsgivaren. Då informationen är avsedd för en bestämd mindre krets, är den till skillnad från den information som ges enligt tidigare berörda bestämmelser ej ägnad att reducera utrymmet för insiderspekulation. Tvärtom medför den att flera får tillgång till väsentlig företagsinformation som likväl inte är allmänt spridd och att därmed insiderkretsen och *risk*en för informationsmissbruk ökas.

Det anförda gäller information enligt lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet, MBL. I 19 § första stycket MBL föreskrivs bl.a. att arbetsgivare fortlöpande skall hålla arbetstagarorganisation i förhållande till vilken han är bunden av kollektivavtal underrättad om hur hans verksamhet utvecklas produktionsmässigt och ekonomiskt. Arbetsgivaren skall dessutom bereda arbetstagarorganisationen tillfälle att granska böcker, räkenskaper och andra handlingar, som rör arbetsgivarens verksamhet, i den omfattning som organisationen behöver för att tillvarata medlemmarnas gemensamma intressen i förhållandet till arbetsgivaren. Spridningen av viss information begränsas av den i 21 § intagna regeln om tystnadsplikt. Bestämmelsen avser uppgifter vars hemlighållande är av vitalt intresse, t.ex. med hänsyn till arbetsgivarens affärsförhållanden eller ekonomiska förhållanden i övrigt³. Av 22 § följer dock att tystnadsplikten ej utan stöd av kollektivavtal kan sträckas så långt att vissa fackliga företrädare ställs utanför informationen. Enligt det anförda lagrummet får nämligen den som med tystnadsplikt har mottagit information för lokal eller central arbetstagarorganisationsräkning utan hinder av tystnadsplikten föra informationen vidare till ledamot i styrelsen för organisationen. I sådant fall gäller tystnadsplikten även för styrelseledamoten.

Den rätt till förhandling som följer av 11 § MBL bör också uppmärksammas i sammanhanget. Förhandlingsrätten är avsedd att ge arbetstagar sidan inflytande på viktigare beslut, ett inflytande som av naturliga skäl förutsätter information på ett tidigt stadium i beslutsprocessen. Det uttalas bl.a. i lagens förarbeten⁴ att förhandlingen, särskilt när det rör sig om mer omfattande och komplicerade frågor, redan på ett tidigt stadium skall ingå som ett led i arbetsgivarens eget arbete med att skaffa fram beslutsunderlag och att i övrigt förbereda beslutet. Förhandling sägs då böra tas upp tidigt under planeringsstadiet och sedan kunna bedrivas återkommande under det att frågan bearbetas och beslutet förbereds. Belysande är arbetsdomstolens ställningstagande i domen 1979/149.

Twisten gällde bl.a. om ett bolag såsom arbetsgivare var skyldigt att före fastställande av sin budget uppta förhandlingar med arbetstagar sidan. I förarbetena till medbestämmandelagen anges en rad situationer där förhandlingsskyldighet enligt det ifrågasvarande lagrummet föreligger. Ett beslut att anta budget finns inte med i denna exemplifiering. Arbetsdomstolen konstaterade bl.a. att en budget kan betraktas som ett handlingsprogram för verksamheten under det år budgeten avser och att den innehåller en bedömning av vilka ekonomiska konsekvenser programmet för med sig bl.a. från resultat- och likviditetssynpunkt. För arbetstagarorganisationen måste det, yttrade AD, bedömas vara ett påtagligt intresse att få insyn i det faktamaterial som ligger till grund för planeringen och få tillfälle att ge synpunkter på de ämnen som behandlas i beslutet. Detta intresse tillgodoses till en del även inom ramen för informationsförfarandet enligt 19 § medbestämmandelagen. Genom att hänföra budgetbesluten till området för den primära förhandlingsskyldigheten enligt 11 §

³Jfr Bergqvist/Lunning, Medbestämmande i arbetslivet, 1976, s. 136.

⁴Prop. 1975/76:105 bil. 1 sid. 356

åstadkoms att arbetstagarorganisationen garanteras rätten till inflytande innan man lägger fast det handlingsprogram som budgeten innefattar. Informationsreglerna ger inte en sådan garanti. Med hänvisning till bl.a. det anförda fann AD att bolaget hade varit skyldigt att förhandla i budgetfrågan.

Intresset att bereda arbetstagare insyn och inflytande i fråga om arbetsgivares verksamhet kommer också till uttryck i lagen (1976:351) om styrelserepresentation för de anställda i aktiebolag och ekonomiska föreningar. Enligt 5 § har de anställda i sådana företag som under det senast förflutna räkenskapsåret sysselsatt i genomsnitt minst 25 arbetstagare rätt att utse två ledamöter i styrelsen (arbetstagarledamöter) och en suppleant för varje sådan ledamot. Består företagets styrelse av endast en ledamot, har de anställda rätt att utse en arbetstagarledamot och en suppleant. Vad nu sagts gäller i moderföretag om antalet anställda i koncernen uppgår till minst 25. Arbetstagar sidan är ej endast garanterad att vara företräd vid styrelsesammanträden utan en representant får också enligt 16 § närvara och delta i överläggningarna när ärende, som senare skall avgöras i styrelsen, förbereds av därtill särskilt utsedda styrelseledamöter i t.ex. arbetsutskott. I sammanhanget kan nämnas, att den associationsrättsliga lagstiftningen i anslutning till styrelserepresentationslagens tillkomst ändrades i syfte att förstärka arbetstagarrepresentanternas ställning. Sålunda får t.ex. enligt 8 kap. 9 § första stycket ABL beslut i styrelsen ej fattas, om ej såvitt möjligt, samtliga styrelseledamöter – däribland arbetstagarrepresentanterna – fått tillfälle att delta i ärendets behandling samt fått tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

4.1.4 Andra författningsbestämmelser

På det skatterättsliga och allmänt förvaltningsrättsliga området förekommer ett stort antal bestämmelser som ålägger ledningen för företag att ge information om eller skapa förutsättningar för insyn i företagets verksamhet. På grund av författningarnas syfte förbehålles i allmänhet informationen ett mindre antal personer, nämligen offentliga funktionärer. Såsom är fallet med den arbetsrättsliga lagstiftningen är de ifrågavarande reglerna sålunda av beskaffenhet att öka antalet insiders.

Av förvaltningsrättsliga författningar kan som exempel nämnas kungörelsen (1966:37) om statistiska uppgifter från bl.a. rörelseidkare, varigenom tillgången på uppgifter för den av statistiska centralbyrån (SCB) handhavda statliga statistikproduktionen garanteras. Enligt kungörelsen är varje rörelseidkare skyldig att lämna uppgifter om sin rörelse i fråga om bl.a. produktion av varor och tillhandahållande av tjänster, lager- och förrådshållning, investeringar, köp, försäljningar och leveranser beträffande varor och tjänster.

Ett annat exempel är förordningen (1973:568) om vissa uppgifter från rörelseidkare, vilken ger statens industriverk rätt att infordra de uppgifter som behövs för verkets utredande verksamhet.

Vid sidan av författningar av nu exemplifierat slag, där uppgiftsskyldigheten utgör det centrala innehållet, förekommer ett stort antal speciallagar vari föreskrivs en uppgiftsskyldighet för företag eller en rätt för myndighet att

genom undersökning utröna företags förhållanden för att tillsyn av lagens efterlevnad skall kunna utövas. Som exempel på sådana tillsynsbestämmelser kan nämnas 7 kap. 3 och 5 §§ arbetsmiljölagen (1977:1160), 42 och 43 §§ miljöskyddslagen (1969:387), 26 § livsmedelslagen (1971:511) och 148 § lagen (1955:183) om bankrörelse.

En särskild insyn i företags förhållanden får de personer som valts till s.k. offentliga styrelseledamöter. Sådana kan regeringen utse med stöd av t.ex. 71 § lagen (1955:183) om bankrörelse. Högst fem offentliga styrelseledamöter får ingå i bankstyrelse.

4.2 Avtal och rekommendationer m.m.

4.2.1 Inregistreringskontrakten

Mellan Stockholms fondbörs och bolag med aktier inregistrerade vid fondbörsen har slutits avtal, varigenom börsbolagen åtagit sig att på visst sätt sköta informationsgivningen.

Till grund för dessa s.k. inregistreringskontrakt, vars bestämmelser är av största betydelse för att minska utrymmet för insiderspekulation, ligger vissa bestämmelser i lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs och förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs. Först kan här uppmärksammas 22 § börslagen enligt vilken bestämmelse börsstyrelsen skall följa kursbildningen vid börsen och se till att handeln där sker under förhållanden som överensstämmer med lag eller annan författning samt med god affärssed. I 23 § börslagen föreskrivs, att börsbolag skall lämna börsstyrelsen de uppgifter som denna anser behövliga för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt börslagen eller annan författning. Slutligen gäller enligt 11 § andra stycket 6 p förordningen att till ansökan om inregistrering av aktier vid börsen skall fogas utfästelse av bolaget att, enligt formulär som fastställts av börsstyrelsen, dels offentliggöra upplysningar om bolaget, dels medverka till att börsstyrelsen kan fullgöra sina i börslagen och annan författning föreskrivna uppgifter.

Det omnämnda, av börsstyrelsen fastställda formuläret har utformats som ett standardavtal och betecknats inregistreringskontrakt⁵. Då motsvarigheten till den nyss återgivna bestämmelsen i förordningen infördes 1976, utformades övergångsbestämmelserna på ett sådant sätt att utfästelsen i fråga blev obligatorisk även för bolag vars aktier redan inregistrerats.

Inregistreringskontrakten syftar till att ge marknaden snabb och väsentlig information om börsbolagens verksamhet.

Av bestämmelser som är ägnade att befördra snabbheten i informationsgivningen kan som exempel nämnas kravet på omedelbar underrättelse till börschefen då ett bolag skall lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett annat börsbolag (9 p). Närmare bestämt inträder uppgiftsskyldigheten omedelbart efter det att styrelsen beslutat avge dylikt erbjudande eller beslutat att upptaga förhandling eller lämna information om erbjudandet enligt lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet. För det fall att styrelsen inte behandlat frågan skall underrättelsen ges omedelbart efter det att MBL-förhandling upptagits eller information enligt MBL lämnats.

⁵ Kontrakten med bankaktiebolag och försäkringsbolag avviker till viss del från standard beroende på den särskilda lagstiftning och tillsyn som gäller för dem.

Styrelsen för det bolag, vars aktier är föremål för erbjudandet har också uppgiftsskyldighet, vilken skall fullgöras omedelbart efter det att den underrättas om att offentligt erbjudande kommer att lämnas till bolagets aktieägare.

Genom en i kontraktet intagen hänvisning till Näringslivets Börskommittés rekommendationer av den 22 februari 1971 angående offentligt erbjudande om aktieförvärv (9 p. 1 st.) är bolagen förpliktade att följa de detaljerade rekommendationerna, som bl.a. rör utgivande av prospekt med för bedömningen av erbjudandet väsentliga uppgifter.

För att fånga upp ej särskilt angivna fall där information är påkallad är i kontraktet intaget en bestämmelse av allmän natur och med stor räckvidd (10 p.): "Om bolaget fattar beslut eller händelse inträffar som är av beskaffenhet att i icke oväsentlig grad påverka den bild av bolagets, eller när bolaget är moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning eller delårsrapport eller annat som förekommit därefter skall bolaget – om beslutet eller händelsen ändock inte är allmänt kända – genast delge börsen uppgift härom och utan obehörigt dröjsmål offentliggöra saken". En uppgiftsskyldighet av allmän natur följer också av 14 p., som ålägger bolag att på anmodan lämna börsen de upplysningar som börsstyrelsen anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt lagen och förordningen om Stockholms fondbörs.

I kontraktet, där VPC-anslutning gjorts obligatorisk (13 p.), ingår en sekretessregel (15 p.) av innebörd att bolag efter samråd med börschefen får underlåta att offentliggöra en viss uppgift om offentliggörandet skulle vara till förfång för bolaget. Härav följer att börschefen aldrig får undanhållas uppgift som han enligt kontraktet skall tillställas, något som uttryckligen fastslås i 15 p. andra stycket.

Om sättet för fullgörande av uppgiftsskyldigheten gäller bl.a. enligt 17 p. tredje stycket, att offentliggörande enligt kontraktet skall anses ha skett om kommunicé lämnats till TT. För en effektiv spridning av informationen tillråds dock bolagen därutöver att iaktta börsstyrelsens rekommendationer i skriften "Börsinformation, principer och praxis".

Överträder bolagen någon bestämmelse i kontraktet får börsen, om fråga ej är om ett ursäktligt fall, utkräva ett vite motsvarande högst tio gånger den årsavgift som bolaget senast betalat till börsen eller det lägre belopp som börsen finner skäligt (18 p.). Andra sanktioner som kan tillgripas är börsstopp och avregistrering.

I *bilaga 1 A* återges det använda formuläret till inregistreringskontrakt i sin helhet.

4.2.2 Avtal om OTC-notering

Sedan riksdagen uttalat sig för att en handel med icke börsnoterade aktier i små och medelstora företag borde främjas⁶ är, såsom berörts under 2.4, en OTC-marknad under uppbyggnad i Sverige. För introduktion på OTC-marknaden krävs att ett avtal sluts mellan det bolag som vill komma in på marknaden och den fondkommissionär som avser att vara market maker (MM) i fråga om aktierna i bolaget. Bortsett från den bestämmelse, varigenom fondkommissionären åtager sig att vara MM och ett fåtal andra

⁶Jfr Nu 81/82:43 s. 8 f.

bestämmelser som har särskilt avseende på OTC-systemet, motsvarar avtalen i stort sett de i föregående avsnitt behandlade inregistreringskontrakten mellan börsbolagen och Stockholms fondbörs. Avtalen fyller alltså väsentligen funktionen att framtinga snabb och adekvat information av betydelse för bedömningen av värdet på de på OTC-marknaden förekommande värdepapperen.

I de fall meddelanden enligt inregistreringskontrakten skall ske till börsen eller börschefen skall meddelanden enligt OTC-avtalen i allmänhet lämnas till MM. Några särskilda sanktioner som en följd av överträdelse av avtalsbestämmelse är i olikhet mot inregistreringskontrakten inte föreskrivna i OTC-avtalen. Avtalsbrott ger dock MM rätt att säga upp avtalet. Enligt 21 p. andra stycket kan MM också säga upp avtalet om han inte längre finner det motiverat eller lämpligt att ställa kursen i bolagets aktier.

I fråga om övriga vanligen förekommande bestämmelser i de s.k. OTC-avtalen hänvisas till *bilaga 1 B* som innehåller av bankinspektionen anvisad mall till standardavtal.

4.2.3 Rekommendationer av Stockholms fondbörs

Styrelsen för Stockholms fondbörs beslutade den 11 maj 1978 att rekommendera de börsnoterade företagen att i sin informationspraxis följa anvisningar, sammanställda i skriften "Börsinformation, principer och praxis". Om rekommendationerna, som haft en motsvarighet tidigare, görs en erinran i inregistreringskontrakten och i OTC-avtalen.

Enligt rekommendationerna gäller allmänt, att kurspåverkande information från företagen skall vara korrekt och spridas till allmänheten så snabbt som möjligt, varvid strävan skall vara att alla intressenter på aktiemarknaden får informationen samtidigt (s 4).

Rekommendationerna innehåller i övrigt bl.a. följande.

Mot bakgrund av den uppgiftsskyldighet som enligt lag föreligger gentemot de anställda uttalas att det i fråga om ekonomiska rapporter eller beslut eller andra kurspåverkande faktorer är nödvändigt att aktiemarknaden informeras samtidigt som de anställda (s. 7). En journalist som först skaffat en nyhet kan ha anspråk på att få behålla prioriteten till den, men ett företag bör aldrig medge exklusivitet till en journalist längre än till påföljande dag (s. 8). Förhandsmeddelanden, prognoser, delårsrapporter och meddelanden om företagsförvärv respektive företags försäljning samt andra meddelanden enligt åtagande i inregistreringskontraktet bör lämnas till – förutom börschefen om denne inte underrättats tidigare enligt inregistreringskontraktet – TT, Sveriges Radio, berörda ortstidningar och till rikstidningarnas börsredaktioner omedelbart efter beslut; distribution av tryckta meddelanden till aktieägarna får bli en senare fråga (s. 12). För att uppgifter i emissionsprospekt skall få samtidig, vidare spridning bör företagen tillse att prospektet kan återges i tidningarna samtidigt som prospektet tillhandahålls enligt 4 kap. 25 § aktiebolagslagen (s. 13). Publiceringstiden för årsredovisningar bör sammanfalla med distributionen på så sätt att årsredovisningen kan finnas omnämnd i morgontidningarna dagen efter det att den utsänts till aktieägarna med posten (s. 13). När uppgifter om förhandlingar om företagsförvärv har läckt ut bör företagen omgående

underrätta börschefen – om så icke redan skett enligt inregistreringskontraktet – och snarast möjligt offentliggöra att förhandlingar pågår (s. 13). Det anges som önskvärt att dagarna för publicering av bokslutsmeddelanden och delårsrapporter tillkännages för massmedia samtidigt som för börschefen (s. 14). Detta förklaras med att erfarenheten visar att åtskilliga korta aktieaffärer tidsmässigt är knutna till utdelningsbesked och delårsrapporter; om dagarna för sådana meddelanden är tillkännagivna i förväg framgår orsakerna till åtskilliga kursrörelser utan vidare, och utrymmet för insiderraffärer minskar. I fråga om spridningen av information som lämnas vid bolagsstämma uttalas, att spridning väsentligt underlättas om pressen inbjuds till stämman (s. 6). Om bolagsstämma hålls på kvällstid (kl. 16.00 eller senare) bör i förväg iordningställda nyhetsmeddelanden, skrivna VD-tal o.d. tillhandahållas morgontidningarna redan på eftermiddagen med hänsyn till deras pressläggningstider. Muntlig information vid stämman bör föranleda nyhetsreleaser därom till massmedia.

Angående börsens egen behandling av nyhetsmaterial framgår av skriften (s. 16 f), att börsen vid avvägningen mellan en journalists intresse att exploatera en nyhet och intresset att hindra insiderspekulation handlar enligt följande riktlinjer. Har exklusiv information lämnats en morgontidning kungörs den på börsen före aktieuppropet den dag tidningen kommer ut. Om informationen delgivits en kvällstidning informeras börsen kl. 13.00 den dag tidningen kommer ut. Har nyheten meddelats i radio eller TV kungörs den på börsen omedelbart. Om kurspåverkande nyheter eljest blir offentliga under börstid eller kända för ett icke obetydligt antal personer, vidarebefordras de omgående till börsdeltagarna; har upprop av det aktuella papperet då ännu inte skett, kan uppropet komma att senareläggas eller börsstopp påbjudas.

4.2.4 Rekommendationer av andra organ

Näringslivets börskommitté (NBK) tillsattes 1966 av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund med uppgift att utreda frågan om förbättrade möjligheter till upplysningar om de börsregistrerade aktiebolagens ekonomiska situation och framtidsutsikter. Kommittén avgav 1968 utlåtande med vissa rekommendationer för de börsregistrerade företagens informationsgivning i huvudsak i fråga om årsredovisningen. 1971 lade kommittén fram ”rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag”. Dessa rekommendationer är, som tidigare nämnts, börsbolagen skyldiga att följa p.g.a. åtagande i inregistreringskontrakten. En motsvarande skyldighet gäller också enligt OTC-avtalen. Syftet med nu avsedda rekommendationer är framförallt att tillförsäkra aktieägarna tillräcklig information för deras ställningstagande till ett förvärvserbjudande. Vid sidan av vad som bör iakttagas i fråga om informationsgivningen innehåller rekommendationerna vissa bestämmelser som direkt tar sikte på förhindrande av insiderspekulation; härom mera under 5.5.2 – Det kan tilläggas, att NBK, sedan denna utredning haft sitt slutsammanträde, i november 1983 presenterat rekommendationer också rörande offentliggörande av förvärv av större aktieposter i börsbolag.

Bokföringsnämnden (BFN) är ett statligt organ, inrättat 1976, som numera

har betydande inflytande på redovisningsområdet. Nämnden, som enligt 2 § instruktionen (1976:377) har till uppgift att främja utvecklingen av god redovisningssed i företagens bokföring och offentliga redovisning, utarbetar rekommendationer beträffande företagens offentliga redovisning och följer tillämpningen därav m.m.

Föreningen *Auktoriserade Revisorer (FAR)* har genom sina rekommendationer verksamt bidragit till en öppnare och mer enhetlig utformning av redovisningspraxis. Även efter den nya bokföringslagens och aktiebolagslagens tillkomst spelar FAR:s rekommendationer och verksamhet i övrigt en stor roll. Rekommendationerna vänder sig främst till dem som har att upprätta årsredovisning samt till revisorskåren. Syftet med rekommendationerna är att dels beskriva vad som skall anses utgöra god redovisningssed, dels att ge en tolkning av vissa lagbestämmelser.

4.3 Bankpraxis angående vissa emissionsprospekt

Som framgått innehåller ABL detaljerade bestämmelser om utgivande av emissionsprospekt vid nyemission av aktier och emission av konvertibla skuldebrev, optionsbevis och vinstandelsbevis. Lagbestämmelser om utgivande av sådana prospekt vid emission av obligations- och förlagslån saknas. Emellertid är det fast praxis att låneprospekt upprättas också i samband med dessa lån. Förutom uppgifter om låne- och emissionsvillkoren innehåller prospektet en redogörelse för låntagarens verksamhet och ekonomiska förhållanden.

De vid emissionerna medverkande bankerna har sett till att prospektets innehåll utvecklats efter hand i syfte att tillförsäkra placerarna erforderligt beslutsunderlag. Denna utveckling har skett under samverkan med marknaden. Den nära kontakten mellan bankerna i dessa frågor har medfört att prospektet kommit att få i stort sett samma disposition och omfång oavsett vilken bank som haft huvudansvaret för utformningen. Man kan därför säga att det i fråga om såväl huvuddragen som detaljfrågorna finns en ganska väl definierad svensk standard för låneprospekt.

Som ett led i arbetet inom OECD att förbättra förutsättningarna för värdepappershandeln över gränserna har antagits rekommendation i fråga om villkoren för erbjudande till allmänheten av värdepapper ("OECD Minimum Disclosure Rules"). Sverige deltog i arbetet och har biträtt rekommendationen. Enligt OECD-reglerna får värdepapper utbjudas till allmänheten endast om ett omfattande prospekt har upprättats i enlighet med de ingående föreskrifter som innefattas i OECD:s regelsystem.

Med anledning av OECD-rekommendationen har några banker (Handelsbanken, PK-banken och Skandinaviska Enskilda Banken) 1979 företagit en genomgång av nuvarande svensk praxis i fråga om låneprospektets innehåll. Därvid har framkommit att OECD-reglerna till stora delar överensstämmer med svensk prospektpraxis. Skillnaden mellan OECD-reglerna och svensk standard har så långt möjligt utmönstrats i samband med att nämnda banker gemensamt utfärdat s.k. riktlinjer för prospektutformningen. Dessa riktlinjer är närmast avsedda att tillämpas i samband med lån som upptas av

låntagare inom näringslivssektorn. I viss mån anses de dock ägnade att tjäna som vägledning vid upprättande av prospekt även såvitt avser andra låntagarkategorier.

5 Regler till skydd mot insiderspekulation

5.1 Allmän civil- och strafflag

Förfaranden som utgör insiderspekulation kan ibland angripas med stöd av allmänna civil- och straffrättsliga bestämmelser. Emellertid förutsätts, för att någon av dessa regler skall bli tillämplig, att det går att klarlägga vem som är insiderns motpart i affären. Detta är i regel inte möjligt i fråga om den handel som genomförs på fondbörsen eller eljest genom fondkommissionärs förmedling. De allmänna lagbestämmelserna är därför i praktiken tillämpliga endast på affärer som gjorts "direkt" mellan en insider och en köpare eller en säljare mot vilken insidern kan anses ha en s.k. upplysningsplikt.

5.1.1 Avtalslagen

De civilrättsliga regler som kan vinna tillämpning är i huvudsak de i avtalslagen (1915:218) intagna bestämmelserna i 30, 33 och 36 §§. Dessa bestämmelser medför att sådan rättshandling som tillkommit i samband med insiderspekulation kan förklaras ogiltig (30 och 33 §§) eller att villkor i avtal som ingåtts med insider kan jämkas (36 §).

För ogiltighet enligt 30 § krävs, att rättshandlingen framkallats genom ett svikligt förledande, vilket presumeras vara fallet om en part förtigit omständigheter som kunnat antagas vara av betydelse för rättshandlingen. Ogiltighet enligt 33 § förutsätter dels att omständigheterna vid rättshandlingens tillkomst var sådana att det skulle strida mot tro och heder att med vetskap om dem åberopa rättshandlingen och dels att den gentemot vilken rättshandlingen företogs (insidern) måste antagas ha ägt just sådan vetskap.

Det är insiderns underlåtenhet att upplysa om ett för motparten obekant förhållande som kan läggas till grund för ogiltighetsförklaring enligt båda lagrummen. Hur långt upplysningsplikten sträcker sig kan inte anges mer än i allmänna termer. Adlercreutz¹ anför:

Klart är att förtigande endast i särskilda fall räcker för svek, m.a.o. är upplysningsplikten vid tillämpningen av 30 § tämligen inskränkt. Ett krav är ju att rättshandlingen skall anses ha svikligen framkallats genom förtigandet och detta torde ofta kräva en tidigare eller samtidig aktivitet, som – då utan svikligt uppsåt – föranlett villfarelsen. Att medkontrahenten tagit initiativ till rättshandlingen torde därvid kunna få betydelse. Möjligen kan det också räcka att medkontrahenten på ett sådant sätt, att den rättshandlande invaggas i säkerhet, underlåter att lämna uppgifter om efterfrå-

¹ Avtalsrätt I, 5 uppl. 1979, s. 127

gade omständigheter av väsentlig betydelse för rättshandlingen. Vid passivt utnyttjande av villfarelse hos den rättshandlande, en vid tillämpningen av 33 § typisk situation, gäller det att dra gränsen mellan vad som i fråga om förtigande skall räknas som tillåtet och vad som är att stämpla som ohederligt. Överlägsen kunskap om konjunkturförhållanden, om en väntad tillbakagång inom en industrigren o.d. får i allmänhet utnyttjas exempelvis vid aktieförsäljning utan att förfarandet anses strida mot tro och heder. Om det däremot är så, att en styrelseledamot i ett aktiebolag med intern kunskap om att bolaget gjort stora förluster och är på ruinens brant accepterar ett förmånligt anbud om köp av en post av hans egna aktier i bolaget och han tillika inser, att anbudet grundats på en fortfarande allmänt spridd uppfattning om bolagets framgångsrika verksamhet, synes detta vara ett fall hänförligt under 33 §.

Enligt 36 § får avtalsvillkor jämkas eller lämnas utan avseende, om villkoret är oskäligt med hänsyn till avtalets innehåll, omständigheterna vid avtalets tillkomst, senare inträffade förhållanden och omständigheterna i övrigt. Har villkoret sådan betydelse för avtalet att det inte skäligen kan krävas att detta i övrigt skall gälla med oförändrat innehåll, får avtalet jämkas även i annat hänseende eller i sin helhet lämnas utan avseende. Vid bedömningen av om oskälighet föreligger skall särskild hänsyn tas till behovet av skydd för den som intar en underlägsen ställning i avtalsförhållandet.

Erfarenheten av tillämpningen av denna generalklausul, som infördes 1976, är hittills begränsad. Uppenbart är dock att den täcker många fall på vilka 33 § avtalslagen är tillämplig. Även konkurrens med 30 § kan förekomma. Det är dock klart att 36 § har längre räckvidd än 30 och 33 §§; den kan sålunda tillämpas då omständigheterna vid avtalets ingående inte är så starkt utpräglade att 30 eller 33 § är tillämpliga². Som exempel på omständigheter vid avtalets tillkomst som kan medföra att avtalet jämkas eller i sin helhet lämnas utan avseende nämns i förarbetena³ bl.a. den situationen att "den överlägsna parten undanhållit den andre upplysningar om betydelsefulla omständigheter som denne bort erhålla", alltså en för insiderspekulation typisk situation.

5.1.2 Skadeståndslagen m.m.

Vid sidan av tidigare berörd möjlighet att få en affär ogiltigförklarad eller resultatet därav jämkat kan rätt till skadestånd föreligga. Skadeståndslagen (1972:207) ger sådan rätt om det förfarande som föranlett skadan är brottsligt, vilket insiderspekulation under vissa förutsättningar kan vara (se nedan).

En mera vittgående rätt till skadestånd torde följa av förekomsten av vissa allmänna s.k. kontraktsrättsliga regler om skadestånd. Dessa regler, som ej är lagfästa, synes sålunda ge rätt till skadestånd enligt det s.k. positiva kontraktsintresset om förutsättningar för tillämpning av 30 eller 33 § avtalslagen föreligger⁴.

5.1.3 Brottsbalken

Insiderspekulation kan under vissa förhållanden vara att anse som bedrägeri enligt 9 kap. 1 § brottsbalken.

Ansvar enligt detta lagrum ådras sig den som medelst vilseledande förmår

²NJA II 1976 s. 267

³SOU 1974:83 s. 133

⁴Karlgren, *Avtalsrättsliga spörsmål*, 2 uppl., 1954, s. 83 ff.

någon till handling eller underlåtenhet, som innebär vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde. Vilseledande kan bestå inte bara i lämnande av felaktiga uppgifter utan även i en underlåtenhet att undanröja en felaktig föreställning hos medkontrahenten. Sådillvida föreligger överensstämmelse med vad som gäller för tillämpning av 30 § avtalslagen.

För att underlåtenhet att upplysa om sanningen skall kunna likställas med en positiv falsk uppgift fordras att det i sammanhanget framstår lika anstötligt att ha hållit inne med sanningen som att ha lämnat en felaktig uppgift⁵.

Att ansvar enligt 20 kap. 3 § BrB kan bli följden om insiderspekulation innebär brott mot tystnadsplikt berörs under 5.4.1-5.4.3.

5.2 Börs- och fondkommissionslagstiftningen

Börsstopp enligt 25 § lagen om Stockholms fondbörs innebär att börsstyrelsen kan fatta beslut om tillfälligt inställande av handeln och noteringen vid börsen i fråga om fondpapper av visst slag, en åtgärd som kan vidtas bl.a. om risk för insiderspekulation föreligger. Beslutet om börsstopp får enligt det anförda lagrummet ej gälla längre än som oundgängligen behövs och skall av styrelsen omedelbart offentliggöras; särskild underrättelse skall ges till dem som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse. Dessa får enligt 24 § fondkommissionslagen under den tid börsstoppet varar ej vid eller utanför börsen medverka till handel i det med stoppet avsedda fondpapperet.

Börsstopp kan användas av börsstyrelsen dels för att utöva påtryckning på ett börsbolag, t.ex. för att förmå bolaget att ge information i enlighet med inregistreringskontraktet, och dels för att undanröja eller förebygga en väsentlig snedvridning av kursbildningen som har sin grund i att "aktiemarknadsklientelet inte på lika villkor eller i tillräcklig omfattning har tillgång till de upplysningar om ett börsbolag som behövs för en bedömning av bolagets ekonomiska situation"⁶. För att skilja de två motiven för börsstopp åt talar man dels om "sanktionsfallet" och dels om "kursstörningsfallet".

I de tillämpningsföreskrifter angående börsstopp som börsstyrelsen antagit uttalas, att börsstopp som sanktionsmedel torde komma att tillgripas i utomordentligt sällsynta fall. Börsstopp kan därför sägas huvudsakligen vara ägnat att komma tillrätta med de s.k. kursstörningsfallen.

Vid sidan av här berörda regler om börsstopp och tidigare behandlade regler av betydelse för de s.k. inregistreringskontrakten innehåller rubricerade lagstiftning bl.a. bestämmelser som begränsar vissa befattningshavares rätt att handla med aktier; dessa regler berörs under 5.4.1. och 5.4.3.

5.3 Insiderlagen

Grundläggande för gällande skydd mot insiderspekulation i traditionell mening är lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav, här benämnd insiderlagen. I denna lag åläggs vissa kategorier med anknytning till ett börsbolag att offentligen registrera sitt eget och närståendes innehav av huvudsakligen aktier i bolaget samt förändringar i innehavet. Tanken bakom lagen är att insiderspekulation motverkas, om den som normalt har tillgång

⁵Beckman m.fl., Kommentarer till brottsbalken 1, 1974, s. 357

⁶Se prop. 1975/76:175 s. 21.

till intern bolagsinformation öppet tvingas redovisa sina och närståendes affärer med aktier i det bolag vari vederbörande har insyn (egna bolaget).

Lagens tillämpningsområde begränsas i första hand av att lagen enligt 1 § endast gäller sådan aktie i svenskt bolag som noteras vid Stockholms fondbörs eller på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer. Med aktie i nämnt bolag jämställs bevis om rätt att teckna eller erhålla aktie i bolaget och av bolaget utgivna konvertibla skuldebrev samt vinstandelsbevis.

Endast vissa i bolaget verksamma personer omfattas enligt 2 § av skyldigheten att anmäla aktieinnehav och ändring i innehavet, nämligen den som i bolaget är styrelseledamot eller suppleant (1 p.), verkställande eller vice verkställande direktör (2 p.), revisor eller suppleant (3 p.), chef för bolagets bokföring eller medelsförvaltning (4 p.) samt innehavare av annan ledande befattning som normalt medför förtrolig kännedom om sådana bolagets förhållanden som kan påverka kursen på aktier i bolaget (5 p.).

Enligt 3 § åligger det styrelsen eller verkställande direktören att skriftligen meddela befattningshavare som avses med 2 § 4 och 5 om hans anmälningsskyldighet enligt lagen. Vilka som avses med 2 § 1-3 (de som har ställning av eller tillhör de s.k. bolagsorganen) har ansetts så självklart att dessa har att iakttaga lagens regler utan att ha erhållit motsvarande meddelande.

Den som är anmälningsskyldig för eget innehav är enligt 4 § också skyldig att redovisa aktier i "egna bolaget" som innehas av hans make eller omyndigt barn som står under hans vårdnad. Har den anmälningsskyldige eller någon av hans nu nämnda familjemedlemmar eller flera av dem tillsammans sådan väsentlig ekonomisk gemenskap med annan juridisk person än bolaget som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse, omfattar anmälningsskyldigheten även den juridiska personens innehav av aktier i bolaget, om den anmälningsskyldige har väsentligt inflytande över den juridiska personens verksamhet.

"Väsentlig ekonomisk gemenskap" anses föreligga om vederbörande äger en tredjedel av andelarna i ett bolag eller har rätt att uppbära en tredjedel av avkastningen från en stiftelse. Denna allmänna riktning för bedömningen utesluter dock inte att en mindre proportion ibland kan anses tillräcklig, t.ex. om de återstående aktierna i ett bolag är fördelade på många händer. Med "väsentligt inflytande över verksamheten" förstås att vederbörandes roll i bolaget är så betydande att det ekonomiska resultatet i väsentlig mån är beroende av hans förmåga, handlande eller ståndpunktstagande. Han skall alltså ha en ledande ställning och kunna påverka viktiga beslut t.ex. såsom styrelseledamot eller i egenskap av en av några få delägare⁷.

De regler som har avseende på själva registreringsförfarandet innehåller väsentligen följande.

Anmälan om aktieinnehav och ändring i innehavet skall enligt 5 § göras skriftligen till den som för aktieboken, dvs. i praktiken Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag, inom en månad från det att grund för anmälningsskyldighet inträtt. Det bör observeras, att person som avses i 2 § 4-5 inte är skyldig att göra anmälan förrän han erhållit meddelande enligt 3 § om sin anmälningsskyldighet. I 6 § anges vad anmälan skall innehålla. Den som mottager anmälan (i allmänhet VPC) skall enligt 7 § registrera den i en

⁷ Se prop. 1971:130 s. 32 o. 33.

särskild förteckning, där de anmälningsskyldiga upptages i alfabetisk ordning med angivande av dagen för anmälan och innehållet i denna. Dagen efter gjord registrering skall VPC underrätta bolaget om anmälan och dess innehåll. Det åligger enligt 9 § bolaget att lämna uppgifterna till bankspektionen. Dessförinnan skall bolaget ha givit tillsynsmyndigheten uppgift om de personer i bolaget som avses i 2 §. Bankspektionen kan besluta att vid vite förelägga bolaget att fullgöra sin uppgiftsskyldighet, ett beslut som kan överklagas hos regeringen genom besvär (9 §). Det kan nämnas, att registreringsförfarandet i praktiken tillgår så att den anmälningsskyldige sänder ett ifyllt anmälningssät till VPC som sedan skickar en i setet ingående kopia av anmälan dels till bolaget och dels på bolagets uppdrag till bankspektionen.

Intresset av informations spridning till allmänheten tillgodoses genom föreskriften (9 §) att bolaget alltid skall för var och en hålla förteckningen tillgänglig. Åliggandet gäller även för VPC. Var och en har rätt att mot ersättning för kostnaderna få en utskrift av förteckningen eller del därav.

Vikten av att anmälningsskyldigheten fullgöres och förteckningen föres på ett riktigt sätt framhävs genom att vissa förfaranden kriminaliserats enligt 10 §. Den som är anmälningsskyldig kan dömas till böter eller fängelse högst sex månader, om han med uppsåt eller av oaktsamhet underlåter att inom föreskriven tid göra anmälan eller lämnar oriktig uppgift vid fullgörandet av sin anmälningsskyldighet. Straffansvar kan även utkrävas av den som med uppsåt eller av oaktsamhet inte ger skriftligt meddelande enligt 3 § till befattningshavare om dennes anmälningsskyldighet. Underlåtenhet att upprätta eller tillhandahålla förteckning eller att ej i övrigt iakttaga vad som i 7-9 §§ är föreskrivet beträffande registreringsförfarandet är också ansvarsgrundande. Straffansvar skall emellertid inte inträda i ringa fall.

5.4 Bestämmelser avseende vissa personkategorier

På samma sätt som insiderlagen är tillämplig endast på vissa gruppers handlande är ett antal andra författningsbestämmelser på området knutna till bestämda personkategorier. För vissa grupper av yrkesutövare med möjlighet att få tillgång till förtrolig bolagsinformation gäller vidare på frivillighetens väg uppställda normer för yrkesutövningen. Författningsbestämmelser och s.k. etiska regler av nyss nämnt slag skall här uppmärksammas.

5.4.1 Ledningen för och anställda hos Stockholms fondbörs

Enligt 36 § lagen om Stockholms fondbörs får den som är eller har varit ledamot av börsstyrelsen, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid fondbörsen ej obehörigen yppa eller nyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten har fått veta om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

I förarbetena⁸ nämns som exempel på förfarande som strider mot denna bestämmelse att den tystnadspliktige i sina privata aktieaffärer utnyttjar en uppgift om ett börsbolag som han erhållit i förtroende inom fondbörsen. Obehörigt yppande eller nyttjande torde emellertid inte föreligga om den

⁸Se prop. 1975/76:175 s. 25 f.

som berörs av åtgärden lämnat medgivande till den eller uppenbarligen inte kan lida någon skada därigenom.

Den som överträder förbudet kan bli straffrättsligt ansvarig enligt 20 kap. 3 § brottsbalken. Sker utnyttjandet med uppsåt kan straffet bli böter eller fängelse i högst ett år. Vid oaktsamhet är påföljden böter.

5.4.2 Offentliga funktionärer

Befattningshavare i statlig eller kommunal tjänst är regelmässigt ålagd tystnadsplikt. Medan tystnadsplikten för offentliga funktionärer tidigare varit reglerad i hundratalet författningar⁹ regleras den nu i en enda lag, sekretesslagen (1980:100), som trädde i kraft den 1 januari 1981. Förutom de talrika reglerna om tystnadsplikt ersätts också 1937 års sekretesslag av nya sekretesslagen, som alltså upptar gemensamma regler för tystnadsplikt och handlingssekretess.

Av störst intresse i förevarande sammanhang är 1 kap. 4 § sekretesslagen, som föreskriver att om förbud enligt lagen gäller mot att röja uppgift så får uppgiften inte heller i övrigt *utnyttjas* utanför den verksamhet i vilken sekretess gäller för uppgiften. Som ett exempel på innebörden av nu nämnd bestämmelse kan nämnas att en tjänsteman som är skyldig att hemlighålla uppgifter om rikets penning- eller valutapolitik enligt 3 kap. 1 § sekretesslagen inte får utnyttja sina kunskaper om dessa uppgifter för att bereda sig själv ekonomisk vinning¹⁰. I exemplet verkar alltså bestämmelsen som skydd mot insiderspekulation i vid mening. Som skydd mot insiderspekulation i traditionell mening synes bestämmelsen vara mindre effektiv. Detta sammanhänger med att uppgift vanligen inte är sekretessbelagd, om ett röjande därav inte kan medföra en på visst sätt beskaffad *skada*.

Såvitt gäller sekretessbestämmelser till skydd för juridiska personer sägs uttryckligen i förarbetena¹¹ att en ren ekonomisk skada måste uppkomma för att bestämmelserna skall vara tillämpliga. Detta innebär tydligen att en uppgift, vars röjande medför ekonomisk olägenhet, inte får utnyttjas, men att motsatsen gäller om röjandet inte får några som helst ekonomiska konsekvenser för bolaget. Det kan förutses många fall där röjande av en kursdrivande omständighet inte kan få direkta, oförmånliga ekonomiska följder för bolaget.

Det kan i sammanhanget påpekas, att två typer av skaderekvisit förekommer, ett "rakt" som innebär en presumtion för offentlighet och ett "omvänt" som innebär presumtion för sekretess. I de sekretessbestämmelser som kan aktualiseras av insiderspekulation i traditionell mening, företrädesvis de i 8 kap. intagna reglerna till skydd för enskilda ekonomiska förhållanden, är det raka rekvisitet mest förekommande. Då presumptionen i dessa fall är offentlighet ges därmed också ökat utrymme för insiderspekulation.

En särskild svårighet att tillämpa 1 kap. 4 § sekretesslagen följer av att det är röjandet av uppgiften som skall föranleda skadan; om utnyttjandet är till skada synes sakna självständig betydelse. Vid bedömningen av om röjandet är till skada skall hänsyn normalt tagas till vem som begär en upplysning och ändamålet med hans begäran¹². I de ifrågavarande fallen kan ett röjande över huvud ej förekomma eftersom den offentlige funktionären redan har tillgång

⁹Jfr prop. 1979/80:2 s. 51 f.

¹⁰Jfr Corell m.fl., Sekretesslagen, 1980 s.82.

¹¹Se prop. 1979/80:2 s. 84, 457, 493.

¹²Se Corell m.fl., a.a., s. 49.

till uppgiften. För dessa fall kan det alltså inte bli fråga om annat än att göra skadebedömningen med utgångspunkt i själva uppgiften, dvs. att avgöra om uppgiften som sådan är av den arten att ett utelämnande *typiskt* sett kan vara ägnat att medföra skada för det intresse som skall skyddas genom bestämmelsen.

Av det anförda följer att sekretesslagen ger ett visst men långt ifrån heltäckande skydd mot insiderspekulation av offentlig funktionär.

Beträffande en särskild kategori av offentliga funktionärer, nämligen befattningshavare hos bankinspektionen, gäller – vid sidan av sekretesslagen – att dessa över huvud ej får äga aktier i bankaktiebolag enligt 160 § lagen (1955:183) om bankrörelse. Härutöver förekommer i 22 § instruktionen för bankinspektionen den allmänna föreskriften att befattningshavare hos myndigheten ej får ha del i företag under inspektionens tillsynsområde. En parallell förbudsregel avseende bl.a. befattningshavare i försäkringsinspektionen och aktier i försäkringsbolag återfinns i 19 kap. 16 § försäkringsrörelselagen (1982:713).

5.4.3 Ledningen för och anställda hos fondkommissionär

Styrelseledamot eller befattningshavare hos fondkommissionär får enligt 44 § fondkommissionslagen inte obehörligen röja uppdragsgivares affärsförhållanden eller personliga förhållanden eller i strid med uppdragsgivares intresse begagna sig av sådan kännedom. P.g.a denna bestämmelse gäller för den angivna kategorin förbud liknande det som gäller för ledningen av och befattningshavare hos Stockholms fondbörs. Det kan alltså under vissa förutsättningar bli fråga om att döma till ansvar enligt 20 kap. 3 § brottsbalken, om den tystnadspliktige i sina privata aktieaffärer utnyttjar en uppgift om ett börsbolag som han fått i förtroende¹³.

Vidare gäller enligt 39 § fondkommissionslagen att den som på grund av befattning eller annars har anknytning till fondkommissionär ej för egen räkning genom köp, byte eller därmed jämförligt fång får förvärva fondpapper annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning, om han normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer, som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas. Denna bestämmelse har tillkommit för att förhindra utnyttjande av den insyn i enskilda värdepappersaffärer och i det allmänna orderläget på marknaden som en närmare anknytning till fondkommissionär kan ge. Det är dock uppenbart, att detta förbud mot s.k. korta affärer är ägnat att också motverka insiderspekulation i traditionell mening.

För möjliggörande av kontroll av bestämmelsens efterlevnad har införts regler (40 och 41 §§) som utformats med förebild i bestämmelserna om anmälningsskyldighet m.m. i insiderlagen –se ovan under 5.3.

5.4.4 Advokater

I 8 kap. 4 § första stycket rättegångsbalken (RB) föreskrivs att advokat vid utövande av sin verksamhet skall ”redbart och nitiskt utföra honom anförtrodda uppdrag och i allt iakttaga god advokatsed”. I 34 § första stycket advokatsamfundets stadgar förekommer en likalydande bestämmelse vari-

¹³Se prop. 1978/79:9 s. 191.

genom samfundsledamöternas allmänna yrkesplikt ytterligare inskräpes. Om en ledamot skulle göra sig skyldig till missbruk av förtrolig bolagsinformation som han erhållit i samband med utövande av sin advokatverksamhet, exempelvis såsom rådgivare åt ett bolag, kan hans beteende bli föremål för disciplinärt ingripande. Disciplinfrågor skall prövas av advokatsamfundets styrelse eller av dess särskilda disciplinnämnd. De påföljder som kan aktualiseras är uteslutning ur samfundet för grövre fall och i övrigt varning eller erinran.

5.4.5 Revisorer

För auktoriserad eller godkänd revisor gäller enligt 8 och 17 §§ förordningen (1973:221) om auktorisation och godkännande av revisorer att revisorn ej får använda uppgift som inhämtats i hans yrkesutövning till fördel för sig eller till skada eller gagn för annan och ej heller eljest obehörigen yppa vad som sålunda kommit till hans kännedom. Han skall vidare se till att biträde iakttar dessa förskrifter i tillämpliga delar. Genom dessa stadganden har kommerskollegium, som är tillsynsmyndighet enligt förordningen, möjlighet att vidta åtgärder mot den som utövar insiderspekulation. Sanktionen kan enligt 23 § bli upphävande av auktorisationen eller godkännandet alternativt varning.

De flesta auktoriserade revisorer är medlemmar av Föreningen Auktoriserade Revisorer (FAR) och är därmed skyldiga att iaktta föreningens regler för god revisorssed. I regelsamlingen (regel 3) intages en parallell till stadgandet i tidigare omnämnda 8 § revisorsförordningen, varjämte bl.a. förekommer en regel av innebörd att revisor inte får åtaga sig uppdrag som kan ge befogat tvivel om vederbörandes oberoende. I anvisning till denna regel uttalas, att beroendeförhållande skall anses föreligga om medlem eller dennes byrå innehar eller avtalat att förvärva något som helst direkt eller i något hänseende väsentligt indirekt intresse i företaget. Åsidosätts bestämmelse i regelsamlingen kan medlem meddelas erinran eller varning eller, vid synnerligen försvarande omständigheter, uteslutas ur föreningen.

Godkända revisorer kan vinna inträde i Svenska Revisorsamfundet (SRS), som bland sina medlemmar räknar också auktoriserade revisorer. I likhet med FAR har SRS utarbetat etiska regler. Insiderspekulation kan medföra disciplinansvar (uteslutning, varning, erinran) om omständigheterna är sådana att god revisorssed ej anses iakttagen.

5.4.6 Journalister

Sedan lång tid har frivilligt antagna normer för journalisters verksamhet förekommit. De publicitetsregler och yrkesregler som nu gäller är "Etiska regler för press, radio och TV". Bakom reglerna står pressens huvudorganisationer (Publicistklubben, Svenska Journalistförbundet och Svenska Tidningsutgivareföreningen). Sveriges Radio AB har anslutit sig till reglerna i den utsträckning som de kan tillämpas med hänsyn till radiolagen och företagets avtal med regeringen. De är inarbetade i företagets regler för programverksamheten.

Punkt 3 i yrkesreglerna innehåller en anmodan att journalist inte skall

använda sin ställning till att skaffa sig privata förmåner. Denna allmänt hållna regel kompletteras av en särskild bestämmelse i p. 4 som mera direkt är tillämplig på insiderspekulation. I denna bestämmelse uttalas, att journalist inte skall för egen eller andras vinning utnyttja opublicerade nyheter beträffande ekonomiska förhållanden eller åtgärder hos bl.a. företag.

Bl.a. till syfte att åstadkomma möjlighet till kontroll av att punkt 4 efterlevs har Pressens samarbetsnämnd rekommenderat att avtal träffas mellan ansvarige utgivaren och börsskribenter m.fl. medarbetare om rapporteringsskyldighet dels beträffande de aktieaffärer som görs för egen, anhörigas och andra närståendes räkning och dels beträffande den aktieråd-givning som eventuellt sker i förhållande till nyssnämnda och övriga personer.

5.4.7 Finansanalytiker

Sveriges Finansanalytikers förening är en år 1970 bildad sammanslutning som räknar ca 150 medlemmar.

Enligt en av föreningen använd definition betraktas som finansanalytiker de som yrkesmässigt eller i förvärvssyfte utarbetar analyser av börsföretag som underlag för beslut om kapitalplacering samt de som inte själva gör sådana analyser men som i egenskap av placeringsrådgivare eller förvaltare av större portföljer väsentligen grundar sin rådgivning eller sina placeringsbeslut på analyser av angivet slag. Under definitionen faller ett antal befattningshavare hos banker, investmentbolag, försäkringsbolags finansavdelningar, aktiefonder, andra fonder och stiftelser. Definitionen omfattar också privata investeringskonsulter samt tidningarnas börskommentatorer.

Föreningen antog 1978 regler för finansanalytikers yrkesmässiga handlande och uppträdande. Av dessa följer bl.a. att finansanalytiker vid utövande av sin verksamhet skall uppträda objektivt och självständigt, aldrig för egen eller annans vinning utnyttja företagsinformation, som är förtrolig och som analytikern erhållit av misstag eller för annat ändamål än rådgivning och beslut i placeringsfrågor (t.ex. i samband med prospektarbete vid emission eller uppköpserbjudande) samt aldrig för egen eller annans vinning utnyttja kännedom om kunders köp- och säljorder i aktier, konverteringslån och andra värdepapper.

Medlemmarna skall skriftligen förbinda sig att iaktta reglerna. Överträdelse därav kan medföra att medlem blir utesluten ur föreningen eller i lindriga fall tilldelas varning. Det ankommer på styrelsen att bestämma på vilket sätt tillkännagivande av uteslutning eller varning skall ske.

I anslutning till reglerna uttalas, att "föreningen ser det som naturligt att finansanalytikern till sin arbetsgivare, i den mån denne så önskar, anmäler sitt innehav av aktier, konvertibla skuldebrev och andra värdepapper samt ändringar däri. Anmälan bör även omfatta sådana värdepapper som ägs av familjemedlemmar eller juridisk person, i vilken familjen har ett väsentligt ekonomiskt intresse".

5.5 Rekommendationer av bankinspektionen och Näringslivets börskommitté

5.5.1 30-dagarsregeln

Görs insideraffär kort tid innan offentliggörandet av en kurspåverkande händelse, framstår det i många fall som sannolikt att insidern ägt kännedom om eller kunnat förutse händelsen vid transaktionens genomförande.

Detta är bakgrunden till det cirkulärbrev som bankinspektionen den 18 april 1974 sände till verkställande direktörer i de bolag som omfattas av insiderslagen. Anledningen var en undersökning som inspektionen gjort 1973, vari dels kartlagts köp och försäljningar under året och dels den tid som förflutit från transaktionerna till offentliggörandet av delårsrapport, bokslutsbesked, årsredovisning och bolagsstämma. Ett avsnitt av brevet hade följande lydelse.

”Inspektionen vill nu framhålla, 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. Vilken period som kan vara känslig kan givetvis variera beroende på särskilda förekommande omständigheter. Enligt inspektionens mening bör denna period alltid anses omfatta *minst* 30 dagar före meddelandet. Under denna period bör alltså s.k. insiders helt avhålla sig från affärer i det papper beträffande vilka de har ställning av insider. Utan att ge sig in på en bedömning i något enskilt fall finner inspektionen anmärkningsvärt att så många affärer gjorts inom 30 dagar före meddelandet. Såsom särskilt betänkliga måste de icke fåtaliga affärer betecknas som ägt rum inom 15 dagar och t.o.m. inom en vecka före meddelande”.

När i fortsättningen talas om ”30-dagarsregeln”, avses den norm som bankinspektionens här återgivna rekommendation ger uttryck åt.

5.5.2 Förhållande vid visst samgående

Näringslivets börskommitté har, såsom tidigare framhållits, utgivit rekommendationer som är tillämpliga när ett bolag gör ett offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående med annat bolag.

Enligt en rekommendation skall, då ett samgående övervägs eller förhandlingar därom upptagits, på ömse sidor iakttas sträng sekretess för undvikande av att kursen på aktierna i de berörda bolagen påverkas. Av en annan rekommendation följer, att befattningshavare som inom ett bolag har att handlägga ärende om samgående eller som i tjänsten fått kännedom om planerat samgående inte skall överlåta eller förvärva aktier i berörda företag förrän erbjudandet offentliggjorts genom (slutligt) prospekt eller frågan om samgående förfallit.

6 Rättsläget i andra länder

6.1 USA

Det var i USA som problemet med insiderspekulation först uppmärksammades. En federal lagstiftning på området kom till stånd sedan en av Senate Committee on Banking and Currency genomförd undersökning under åren 1933-34 givit vid handen att insiderspekulation, pooloperationer och en mängd andra former av manipulationer av aktiemarknaden var vanligt förekommande. För att administrera lagstiftningen skapades en federal myndighet, The Securities and Exchange Commission (SEC). SEC gavs befogenhet att utöva såväl en normgivande, övervakande som dömande funktion på marknaden.

En grundläggande lagbestämmelse är section 10 (b) the Securities Exchange Act (Börslagen) från 1934. Den bemyndigar SEC att förbjuda bedrägliga förfaranden i samband med handel med värdepapper. I enlighet med bemyndigandet har SEC i Rule 10 b-5 uppställt förbud för 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.

Insider trading¹ är inte särskilt definierad i den amerikanska lagstiftningen. Emellertid står klart att företeelsen omfattas av section 10 (b) och därtill anknutna bestämmelser. Med ledning av praxis kan det otillåtna beteendet beskrivas som en underlåtenhet att upplysa om väsentlig, icke offentliggjord bolagsinformation innan informationen utnyttjas i värdepappersaffärer.

Det finns ingen uttrycklig begränsning i fråga om de personer som kan göras ansvariga för insiderspekulation. Emellertid görs i praxis skillnad på insiders i egentlig mening och s.k. tippees. Insiders är de personer som erhåller väsentlig intern bolagsinformation som ett resultat av särskild anknytning till bolaget, t.ex. styrelseledamöter, befattningshavare med hög ställning i bolaget och stora aktieägare. Andra potentiella insiders är anställda överhuvudtaget i bolaget, professionella rådgivare, t.ex. advokater, revisorer, finans-tekniska- och PR-konsulter, testlaboratorier, långgivare, konsortier för emissionsgarantier, partners i en ämnad fusion, avnämare, leverantörer samt personal vid fondbörs eller federala myndigheter. Som tippees brukar å andra sidan betraktas personer utan anknytning till bolaget vilka erhållit relevant information från någon (insider eller annan tippee) som enligt vad omständigheterna ger vid handen, erhållit informationen från vad som kan anses som en bolagskälla (corporate source).

¹ Gängse internationell beteckning på insiderpekulation. Jfr Rider & French, *The Regulation of Insider Trading*, 1979, XIII

Insiders blir regelmässigt ansvariga, eftersom de anses ha en plikt att tillkännage kurspåverkande information, innan de deltar i en affär med bolagets aktier eller rekommenderar en sådan. Till belysning kan här återges the Court of Appeals dom 1968 i det s.k. Texas Gulf-fallet.

The Texas Gulf Sulphur Company (TGS) hade under en följd av år bedrivit prospektering av malm i Canada. Vid en provborrning den 12 november 1963 upptäcktes en synnerligen rik åder innehållande koppar, zink och silver. För att kunna förvärva omkringliggande markområden till ett fördelaktigt pris, beslöt man sig för att tills vidare hemlighålla upptäckten. Endast ett par personer i styrelsen och några tjänstemän i bolaget hade kännedom om den. Under tiden fram till den 16 april 1964, då nyheten offentliggjordes, köpte dessa personer tillsammans med andra, till vilka de givit tips om upptäckten, sammanlagt 21 200 aktier och 19 300 "options". I sin stämning anförde SEC att ifrågavarande styrelseledamöter och tjänstemän gjort sig skyldiga till brott mot regel 10 b-5 när de köpte aktier på grund av att "den interna och väsentliga information som de hade tillgång till inte tillkännagivits för säljarna". Det bör här uppmärksammas, att SEC:s anklagelse ej omfattade dem som utnyttjat erhållna tips. Court of Appeal konstaterade i sin dom, att provborrningsresultatet var ett sådant betydelsefullt förhållande (material fact) som en "reasonable man" skulle ha fäst avseende vid i samband med en värdering av Texas Gulfs aktier. Samtidigt slogs fast, att det hade varit svarandenas plikt att antingen tillkännage informationen för den investerande allmänheten eller att avstå från att handla med eller rekommendera köp av värdepappren så länge informationen ej offentliggjorts.

Även tippees riskerar att bli lagförda om särskilda omständigheter föreligger. I ett uppmärksammat rättsfall från 1980² frikändes dock en tippee på grund av att han i detta särskilda fall ej ansågs ha haft en upplysningsplikt. Förhållandena var följande.

Chiarella var anställd på ett tryckeri. Han hade fått tillgång till annonsmanuskript om s.k. tender offers. I manuskripten hade identiteten på de berörda bolagen utelämnats; den uppgavs inte förrän natten innan tryckningen skulle fullbordas och publicering ske. Emellertid hade C på grundval av uppgifterna i manuskripten kunnat dra riktiga slutsatser om vilka bolag som avsågs. Utan att avslöja vad han erfarit köpte han aktier i "the target companies" och sålde dem genast efter det att erbjudandet offentliggjorts. Hans vinst uppgick till mer än 30 000 dollar. Underinstanserna fällde honom för brott mot section 10 b the Securities Exchange Act och SEC:s regel 10 b-5. Högsta domstolen konstaterade, att underdomstolarna hade underlåtit att fastställa vad som skulle kunna grunda en upplysningsplikt. Domsluten vilade, uttalade högsta domstolen, endast på teorin att envars utnyttjande av väsentlig icke offentliggjord bolagsinformation utgjorde en överträdelse av gällande rätt därför att informationen gav vissa köpare och säljare en obehörig fördel i förhållande till mindre informerade köpare och säljare. En sådan teori befanns sakna stöd i lag och enligt högsta domstolen saknades upplysningsplikt i detta fall. Den friande domen var dock inte enig. Det må tilläggas, att SEC först i högsta instans gjorde gällande att C som anställd i det tryckeri till vilket tryckningsuppdraget lämnats hade haft en anknytning till det offererande bolaget och på grund därav haft upplysningsplikt. Av processuella skäl tog dock domstolen inte upp denna fråga.

Med anledning av utgången i Chiarella-fallet har genomförts en bestämmelse (Rule 14 e-3) enligt vilken envar är förbjuden att göra affär med utnyttjande av information om ett förestående förvärvserbjudande om informationen erhållits från antingen det erbjudande företaget eller från det bolag vars

²Chiarella v United States, Sup, Ct No 78-1202

aktier det planerade erbjudandet avser.

I en process som pågick sommaren 1983 (*United States v Newman*, 664 F 2d 12 (2 d Cir 1981)) har The Supreme Court att pröva SEC:s ståndpunkt, att en person, oberoende av egen direkt anknytning till ett aktiebolag, överhuvudtaget inte får utnyttja icke offentliggjord kursdrivande information som vederbörande erhållit på ett orättmätigt sätt eller erhållit för annat ändamål än aktiehandel.

Vid sidan av nu återgivna bestämmelser förekommer andra regler som är ägnade att motverka insiderspekulation.

En uppmärksammas sådan regel är section 16 (b) the Securities Exchange Act som bl. a. innehåller förbud för vissa insiders att göra s. k. korta affärer. Bestämmelsen, som brukar kallas "the insiders short-swing profits rule" är tillämplig på de personer med anknytning till ett bolag som anses ha störst möjligheter att få tillgång till intern bolagsinformation, nämligen styrelseledamöter, högre befattningshavare och aktieägare med mer än 10 procent av bolagets aktier. De angivna personerna är ålagda att till SEC och vederbörande börs (om det gäller börsnoterade papper) anmäla sitt aktieinnehav och varje månad anmäla eventuella förändringar däri. All vinst på en värdepappersaffär som görs av någon ur nämnda kategorier går vederbörande förlustig, om både köp och försäljning skett inom en tid av sex månader. Bestämmelsen förutsätter alltså att alla aktievinster som en sådan insider realiserar inom sex månader grundar sig på insideinformation. Denna presumtion kan över huvud inte motbevisas. Avståendet av vinsten skall ske till bolaget, alltså inte till enskilda personer som må ha lidit skada av transaktionen. Straffansvar vid överträdelse av "the insiders short-swing profits rule" kan inte ifrågakomma.

I det system som utvecklats för tillsyn över värdepappersmarknaden intar SEC en allt överskuggande plats. Som nämnts är SEC ett federalt organ som har befogenhet att utfärda kompletterande regler och tillämpningsföreskrifter till de lagar den administrerar. SEC är också behörig att utöva en administrativt dömande verksamhet mot dem som är registrerade hos SEC eller som ansökt därom. SEC kan sålunda efter verkställd hearing vägra registrering eller låta en sådan upphöra eller föreskriva begränsningar i den verksamhet som bedrivs av registrerat organ eller av person knuten till organet, om den finner detta vara i allmänhetens intresse. Då registreringen innebär ett slags auktorisation eller kan sägas utgöra en förutsättning för att få uppträda på marknaden, kan SEC:s utslag vara djupt ingripande.

Det fanns 1980 6 700 bolag med värdepapper noterade på fondbörs som var registrerade hos SEC. Därtill kom cirka 15 000 bolag vars värdepapper inte noterades på fondbörs utan såldes "over the counter (OTC)"; denna handel bedrivs genom lämnande av orders per telefon till en s. k. market maker och kursnoteringar ombesörjs av National Association of Securities Dealers (NASD). Under SEC:s domsrätt föll nämnda år också 414 mäklarfirmor som endast registrerats hos SEC (s. k. SECO-firms) samt 5 700 mäklarfirmor som registrerats hos en egen organisation under SEC:s tillsyn. Vidare omfattades 5 000 investeringskonsulter och 1 300 investmentbolag, ett antal s. k. self regulatory organisations, däribland de tio fondbörserna samt NASD.

Till SEC:s befogenheter hör också att initiera domstolsprövning av misstänkta fall av insiderspekulation. Huvuduppgiften är dock att fortlöpan-

de utöva en övervakning över marknaden. Tillsynsuppgiften är till viss del delegerad till s.k. self-regulatory organisations, dvs. bl.a. fondbörserna och NASD. Dessa har uppställt särskilda regler för sina medlemmar, vilka godkänts av SEC.

För att marknaden och övervakningen därav skall fungera på ett effektivt sätt gäller att SEC och den investerande allmänheten är tillförsäkrad information från en rad håll. Bolag som utger värdepapper har sålunda skyldighet att uttömmande och utan dröjsmål tillkännage alla förhållanden som är av beskaffenhet att kunna påverka bedömningen av värdepapperen. Vidare är de insiders som avses med "the insiders short swing profits rule", såsom förut omnämnts, ålagda att månatligen rapportera uppkomna förändringar i innehavet av aktier i egna bolaget. Upplysningsskyldighet av varierande omfattning åvilar också fondbörserna, mäklare, s.k. self-regulatory organisations, investeringskonsulter, banker m.fl.

Den erhållna informationen granskas kontinuerligt av SEC, därvid affärer som framstår som onormala i fråga om pris och volym särskilt kontrolleras. Detsamma gäller affärer i värdepapper, utgivna av bolag som nyligen tillkännagivit ett sådant väsentligt förhållande som är ägnat att påverka kursen. Vid sidan av SEC:s granskning har NASD och de två största börserna, the New York Stock Exchange och the American Stock Exchange, utvecklat datoriserade system ägnade att spåra insider trading. Även de åtta regionala fondbörserna har upprättat övervakningssystem.

Då SEC uppmärksammats på onormala kursrörelser eller andra "miss-tänkta" inslag i handeln görs en undersökning av de affärer som må ha gjorts av personer som haft tillgång till konfidentiell information. Undersökningen omfattar inte bara affärer av till bolaget direkt knutna personer utan även affärer gjorda av andra som må ha utfört uppdrag åt bolaget eller eljest kan ha fått tillgång till informationen, t.ex. advokater, konsulter och personal på skrivbyrå. Framkommer vid en sådan preliminär undersökning omständigheter som tyder på överträdelse av gällande författning vidtar en mer omfattande utredning. SEC:s befogenheter är därvid vittgående. Iakttagelse av SEC:s begäran om lämnande av vittnesmål eller utgivande av handlingar kan domstol på SEC:s begäran förordna därom. Utredningen kan leda till sådant administrativt förfarande som omnämnts ovan eller sakens anhängiggörande i domstol. Det utslag som domstolen meddelar kan, allt efter omständigheterna, innebära åläggande om ombildning av styrelsen, ändring av affärsrutiner, avstående från vinst som gjorts på den otillåtna affären, förbud att fortsättningsvis uppträda på marknaden eller annan förpliktelse som bedömts lämplig. Emellertid leder många fall inte till något utslag; i stället kommer en frivillig uppgörelse till stånd. Denna innebär i allmänhet att den tilltalade godtar vissa föreslagna sanktioner såsom avstående från den genom affären gjorda vinsten eller, om det gäller en mäklare eller investeringskonsult, en temporär suspension.

Då administrativt förfarande eller civilprocess inleds kan SEC också rapportera fallet till justitieministeriet för åtal. Det är dock ovanligt att så sker. Det bör tilläggas, att enskild person vid sidan av SEC kan föra fall av insiderspekulation till domstol med yrkande om skadestånd.

Det skydd mot insiderspekulation som finns i USA har av SEC inte ansetts tillräckligt. En brist har ansetts vara att det inte går att framtvunga kännbara

ekonomiska sanktioner mot den som utnyttjat kursdrivande, icke offentliggjord bolagsinformation. Enligt ett lagförslag som på SEC:s initiativ lagts fram i kongressen skall det vara möjligt att ålägga en person som gjort sig skyldig till lagstridig insiderspekulation att erlægga en avgift på upp till tre gånger den gjorda vinsten.

6.2 Storbritannien

I början på 1970-talet förekom starka krav på en kriminalisering av insiderspekulation i Storbritannien, framförda av bl.a. The Stock Exchange och The City Panel on Takeovers and Mergers. Sedan två propositioner om ny insiderlagstiftning fallit, antogs nu gällande bestämmelser 1980. Bestämmelserna är intagna i the Companies Act. Det mest utmärkande för den nya lagstiftningen är att den definierar och kriminaliserar insiderspekulation.

Enligt section 68:1 får inte en person som har eller under de senaste sex månaderna haft anknytning till ett aktiebolag (en insider) på erkänd fondbörs³ handla med bolagets värdepapper, om han p.g.a. sin anknytning till bolaget fått del av icke offentliggjord information som han förstår är ägnad att påverka värderingen av bolagets värdepapper (s.k. unpublished price sensitive information). Här är alltså fråga om förbud mot insiderspekulation i egna bolagets värdepapper.

Det är i lagen förutsatt, att en person p.g.a. sin anknytning till ett bolag kan ha insidesinformation om ett annat bolags förhållanden, något som kommer till uttryck i 68:2. Enligt detta lagrum förbjuds en person med anknytning till ett bolag att på erkänd fondbörs handla med aktier i ett annat bolag, om han till följd av sin ställning i ena bolaget har tillgång till unpublished price sensitive information om det andra bolaget. Den information som inte får utnyttjas skall avse en fullgjord eller planerad transaktion mellan bolagen eller en transaktion som berör ena bolaget och av det andra bolaget utgivna aktier. För förbudet gäller ytterligare den förutsättningen att en person i vederbörandes ställning kan förväntas iakttaga tillbörlig sekretess.

Som ett komplement till sistnämnda bestämmelse gäller enligt section 68:4 att en person som ensam eller tillsammans med andra planerar att till aktieägarna i ett bolag lämna erbjudande om att förvärva aktierna (take-over-bid) inte på erkänd fondbörs får förvärva sådana aktier genom en juridisk person så länge erbjudandet inte offentliggjorts.

Avgränsningen av det område förbuden gäller fullföljs genom i lagen intagna definitioner på vissa allmänna begrepp som förekommer i bestämmelserna. Sålunda anges bl.a. vad som menas med att ha "anknytning" till ett bolag eller m.a.o. vem som skall anses som bolagets insider, varjämte ges en närmare bestämning av begreppet "unpublished price sensitive information".

Anknytning till ett bolag föreligger alltid om vederbörande är styrelsemedlem i bolaget eller i annat bolag i den koncern förstnämnda bolag tillhör. Vidare anses den vara anknuten till bolaget som har en befattning i bolaget eller i ett koncernbolag. Ytterligare anses var och en som direkt eller indirekt står i ett affärsförhållande till bolaget eller ett koncernbolag ha bolagsanknytning. Som allmän förutsättning för att tillräcklig anknytning skall

³Stock Exchange. Genom särskild föreskrift likställs därmed s.k. parallella marknader

föreligga gäller dock att vederbörandes ställning normalt medför tillgång till förtrolig information och att en person i motsvarande ställning normalt inte förväntas föra sådan information vidare.

Med "unpublished price sensitive information" menas sådan information som hänför sig till bestämda (specific) förhållanden som direkt eller indirekt berör bolaget, dvs. omständigheter av annat än allmän natur. Dessutom skall informationen inte vara tillgänglig för dem som normalt handlar med bolagets aktier och vara av beskaffenhet att vid offentliggörandet väsentligt påverka priset på av bolaget utgivna värdepapper.

Av stort intresse är att nämnda torbud är tillämpliga även då en person utan anknytning till ett bolag får tips om ett internt bolagsförhållande av en insider eller av någon som planerar ett s.k. take-over-bid. Något förenklat kan sägas, att den tipsade eller the tippee inte får göra sådana affärer som den som lämnat tipset är förhindrad att göra (68:3 och 68:5). För att förbuden skall gälla krävs naturligtvis att vissa s.k. subjektiva rekvisit är uppfyllda. Tippeen måste t.ex. ha haft skäligen anledning antaga att uppgiften kommer från en insider och att fråga är om "unpublished price sensitive information".

Det kriminaliserade förfarandet gäller inte enbart handel i inskränkt mening. Den som inte äger handla med vissa värdepapper får inte heller råda eller föranleda annan att handla med aktierna. Det går alltså inte att handla genom bulvan eller att hjälpa andra, t.ex. anhöriga, att göra ekonomiska vinster p.g.a. insidesinformationen. Det är f.ö. också förbjudet att över huvud taget obehörigen lämna vidare sådan information vars utnyttjande till handel är belagt med straff. Detta förbud förutsätter dock att uppgiftslämnaren haft skäligen anledning antaga att den som fått upplysningarna skulle komma att utnyttja dem till handel eller låta annan göra det. Här straffbeläggs sålunda s.k. läckage.

Enligt ett långtgående undantag (section 68:8) från de här nämnda förbuden gäller, att inget hindrar handel med aktier i " eget " bolag eller annan åtgärd som inte har till syfte att åstadkomma en ekonomisk vinst eller att undvika en förlust. Undantaget har tillkommit för att inte insiders skall avskräckas från att inneha aktier i det egna bolaget och för att inte förbuden skall hindra personer som har ett tvingande behov av likvida medel att sälja aktier när vederbörande har tillgång till "unpublished price sensitive information".

En särskild bestämmelse gäller offentlig tjänsteman som under sin tjänsteutövning fått tillgång till "unpublished price sensitive information". En sådan tjänsteman är förhindrad att använda bolagsinformationen obehörigen likaväl som insiders i egentlig mening är det. Tjänstemannen får alltså varken handla för egen del med "relevant shares", råda eller föranleda annan att göra det eller yppa vad han vet till personer som skäligen kan antagas komma att utnyttja informationen. Det är också förbjudet för s.k. tippee att använda tips som trots gällande förbud lämnats av en tjänsteman.

Det är särskilt föreskrivet, att en affär inte kan bringas att återgå även om ene kontrahenten befunnits skyldig till insiderspekulation.

Straffet för överträdelse av förbuden kan bli fängelse i högst två år eller böter.

Några särskilda lagstiftningsåtgärder för att upptäcka insiderspekulation har inte vidtagits. Utredningen av om brott förekommit följer alltså gängse regler.

Sedan lagens ikraftträdande och fram till juni 1983 har tre åtal för brott mot här redovisade bestämmelser lett till fällande dom.

6.3 Frankrike

I Frankrike förekom tidigare ett system av i stort sett samma slag som det nuvarande svenska. Styrelseledamöter och högre befattningshavare i ett bolag var ålagda att rapportera handel med aktier i bolaget till det marknadsövervakande organet, Commission des Opérations de Bourse (COB). Om rapportering underläts kunde straff bli följden, men insiderspekulation som sådan ledde inte till någon påföljd. 1970 infördes en reglering som kriminaliserade insiderspekulation. Regleringen skärptes genom lagändringar som trädde i kraft i januari 1983.

Det är först och främst de ledande kretsarna inom ett bolag som omfattas av insiderlagstiftningen: styrelseledamöter, VD och andra högre befattningshavare jämte deras makar. Vissa specialbestämmelser gäller för denna kategori, vilka bl.a. innebär att deras handel skall komma till synes i aktiebok eller på annat angivet sätt. Det straffsanktionerade förbudet mot utnyttjande av "l'information privilégiée" gäller dock envar som erhållit informationen genom sin yrkesutövning. Straffansvar kan därför under vissa förhållanden utkrävas av t.ex. bolagets personal i allmänhet, befattningshavare i banker, revisorer, juridiska rådgivare och offentliga funktionärer m.fl.

Den information som inte får utnyttjas – l'information privilégiée – skall röra konkreta förhållanden av betydelse för ett bolags situation eller framtidsutsikter alternativt värdeutvecklingen på bolagets aktier. Det senare ledet innebär att det är förbjudet att utnyttja kännedomen också om orderläget beträffande aktier i ett bolag. För att förbudsbestämmelsen skall gälla krävs vidare att informationen inte offentliggjorts och att den som gjort affären varit medveten om detta. Dessutom skall den icke offentliggjorda omständigheten åtminstone ha bidragit till att affären kom till stånd. Före den lagändring som trädde i kraft i början av 1983 gällde, att l'information privilégiée skulle gälla ett bolags tekniska, marknadsmässiga eller finansiella förhållanden. Erfarenheten visade, att denna definition inte tillräckligt kunde stävja insiderspekulation och därför har definitionen nu fått en mera allmän utformning.

Genom 1983 års lagändring utsträcks lagens tillämpningsområde också på andra sätt. Fortsättningsvis kan en affär med aktier i ett bolag som gjorts för en juridisk persons räkning medföra straffansvar för person i verkställande ledningen. Vidare kan den som själv är förhindrad att göra en affär bli straffrättsligt ansvarig om han genom tips eller genom annan otillbörlig åtgärd sätter annan i stånd att göra affären. Den som utnyttjar tipset – tippeen – kan emellertid fortfarande inte göras ansvarig.

Straffet för insiderspekulation kan bli fängelse från två månader till två år eller böter på 5 000 - 5 milj. franc. Genom lagändringen 1983 föreskrevs att böterna aldrig får sättas till lägre belopp än som svarar mot den vinst eller

uteblivna förlust som uppkommit genom den otillåtna affären.

Några prövade fall kan ge särskild belysning åt rättsläget.⁴

1. En ekonomi-journalist fick genom intervjuer med ett företags styrelseledamöter tillgång till insidesinformation. Han köpte aktier i bolaget innan publiceringen av informationen skedde. Efter publiceringen sålde han aktierna med god vinst. I dom av den 12 maj 1976 dömdes journalisten till villkorligt fängelse två månader.

2. Ett stort bolag hade överenskommit med ett mindre bolag att gemensamt bilda och driva en s.k. supermarket. Det större bolaget hade för annat ändamål engagerat en arkitekt, som i väntan på ett sammanträffande med en befattningshavare i det större bolaget, såg den verkställande direktören för det mindre bolaget lämna det andra bolagets kontor. Arkitekten som hade hört rykten om bolagens samarbetsplaner såg den verkställande direktörens närvaro på platsen som en bekräftelse på att ryktena hade grund och insåg att offentliggörandet av planerna skulle påverka kursen på det mindre bolagets aktier. Han köpte därför för egen del aktier i det mindre bolaget. Domstolen konstaterade att arkitekten fått informationen genom sin yrkesutövning och dömde till böter.

3. En styrelseledamot i Compagnie Française Enterprises sålde aktier i bolaget sedan han genom att ta del av en tidskrift fått kännedom om att bolaget åsamkats stora förluster. Han sålde sina aktier innan informationen var allmänt spridd. Domstolen ansåg att informationen inte var offentliggjord med hänsyn till att tidskriftens läsekrets var begränsad och dömde styrelseledamoten till cirka 10 000 kr. i böter.

4. En tjänsteman i Banque de Madagascar erhöll information om att förhandlingar pågick om övertagande av ägarkontrollen i banken. Han köpte aktier i banken som snart fördubblades i värde. Tjänstemannen gjorde gällande, att han inte brutit mot lagen eftersom förhandlingarna inte var slutförda då affären företogs. Domstolen ansåg att tjänstemannens handel bröt mot gällande lagstiftning därför att handeln skett vid en tidpunkt då det var sannolikt att förhandlingarna skulle leda till en uppgörelse innebärande att minoritetsaktieägare skulle erhålla mer än det gällande marknadspriset för aktierna.

För övervakning av marknaden tillkom efter amerikanskt mönster 1967 La Commission des Opérations de Bourse (COB). I sin övervakning av marknaden kan COB med hjälp av data direkt ta reda på vilken börsmäklare som effektuerat en affär. Genom noteringar i mäklares böcker får COB tillgång till namnen på huvudmännen. COB får med en veckas varsel kalla var och en som kan tänkas ge upplysningar om en transaktion att inställa sig för förhör inför kommissionen. Den får också under vissa förutsättningar ge föreläggande om att förete skriftlig handling. COB:s framträdande roll på området tar sig uttryck också däri att COB förutsätts medverka i det rättsliga förfarandet i inskränkt mening. Enligt ett cirkulär från justitieministeriet till samtliga allmänna åklagare 1968 underströks behovet av nära samarbete med COB. COB skall sålunda informera åklagarmyndigheten så snart fog för åtal finns och åklagarmyndigheten skall informera COB om sin avsikt att väcka åtal och begära COB:s hjälp med utredning rörande misstänkta fall av informationsmissbruk. Till yttermera visso måste domstolar i alla instanser inhämta sakkunnigutlåtande av COB i mål rörande insiderspekulation.

⁴Fallen är återgivna i analys av utvecklingstendenser i internationell lagstiftning till skydd mot s.k. insider trading, gjord av Douglas W Hawes, T Peter Lee och Marie-Claude Robert, intagen i tidskriften *Law & Policy in international Business*, volym 14 nr 2, 1982, s. 335 ff.

6.4 Västtyskland

Förbundsrepubliken Tyskland har inte någon särskild lag till skydd mot insiderspekulation. Något registreringssystem som det svenska förekommer inte heller.

Dock finns på frivillighetens väg tillkomna regler. Dessa har utformats på grundval av rekommendationer av en statlig expertkommission. En regelsamling svarande mot rekommendationerna har sammanställts av topporganisationer för näringslivet och börs- och bankväsendet. Det ankommer på ettvarvt av till organisationerna anslutna bolag att tillse att enskilda personer som är knutna till respektive bolag avger en s.k. Anerkennungszerklärung, varigenom de förbinder sig att följa reglerna.

Enligt regelsamlingen får en insider eller därmed likställd person inte för egen eller annans vinning handla med s.k. Insiderpapieren, om därvid utnyttjas sådan insidesinformation som erhållits som en följd av insiders ställning.

Som insiders betraktas ett bolags ställföreträdare och styrelseledamöter jämte personer med sådan ställning i ett annat företag som har viss närmare anknytning till bolaget. Som insiders räknas vidare aktieägare med mer än 25 % av aktiekapitalet och slutligen anställda hos bolaget eller företag med viss anknytning till bolaget eller hos aktieägare som har mer än en fjärdedel av aktierna i bolaget. En förutsättning för att anställd skall räknas som insider är att hans befattning normalt medför tillgång till förtrolig bolagsinformation.

Med insiders likställs kreditinstitut, institutets styrelsemedlemmar samt – under vissa förutsättningar – deras anställda.

Definitionen av s.k. Insiderpapieren ger vid handen att inte bara aktier i "eget" bolag utan också värdepapper utgivna av andra företag med associationsrättslig eller avtalsmässig bindning till bolaget faller under begreppet. Papperen skall ha upptagits till officiell notering på inhemsk värdepappersbörs eller vara förmål för officiell notering av sammanslutning av fondhandlare.

Med insidesinformation förstås slutligen kännedom om inte offentliggjorda omständigheter som är ägnade att påverka värderingen av s.k. Insiderpapieren. Det är i första hand utdelningsförändringar och väsentliga ändringar i fråga om vinst och likviditet eller omständigheter som har eller kan ha väsentligt inflytande härpå som betraktas som insidesinformation. Som sådan anses också uppgift om a) kapitalnedsättning eller kapitalanskaffning inklusive ökning av aktiekapital genom överföring av medel till aktiekapitalet; b) ingående av avtal rörande drivande av rörelse i kommission eller rätt till andel i vinst; c) uppköps- och inlösenerbjudande; d) sammanslagning, fusion, förmögenhetsöverföring eller bolagsrättslig omvandling och e) likvidation.

Frågor om överträdelse av reglerna undersöks och fastställs av en s.k. Prüfungskommission. En sådan är knuten till varje fondbörs. Den består av en ordförande och fyra bisittare. Ordföranden skall vara domare med erfarenhet av handelsrätt. Bisittarna rekryteras från näringslivet.

Prövningskommissionen är skyldig att ta upp ett ärende till prövning efter anmälan, som uppfyller särskilda formkrav. Prövningskommissionen får

dock under vissa förutsättningar ta upp ett ärende också utan anmälan. Kommissionen äger att av den misstänkte erhålla alla de upplysningar som den bedömer nödvändiga. Vederbörande är också skyldig att ange de kreditinstitut som medverkat i de affärer som anmälts och att lösa dessa från skyldigheten att iakttaga banksekretess.

Efter det att för prövningen erforderligt material sammanställts och den anmälde fått del därav och givits tillfälle att åberopa motbevis och anföra ytterligare synpunkter, följer kommissionens fastställande av om "överträdelse skett, inte skett eller inte kunnat bevisas". Utslagets innehåll delges dem som har yttrat sig i ärendet. Dessa erinras samtidigt om att utslaget är konfidentiellt. Oberoende av om vederbörande tidigare lämnat uppgifter till kommissionen får alltid bolagets ställföreträdare, styrelsens ordförande och chefen för det kreditinstitut som anlitas upplysning om innehållet i ett fällande utslag. Dessutom underrättas alltid den för börsväsendet ansvarige förbundsministern om utslaget och dess grunder. Kommissionen får inte delge någon annan än de nämnda utslaget om inte den berörde samtycker därtill. Är fråga om en allvarlig överträdelse kan dock kommissionen utan sådant samtycke ge offentlighet åt vad som förevarit. Härför krävs ett enhälligt beslut av kommissionen. Beslut om offentliggörande verkställs först sex veckor efter beslutet. Inom denna tid kan det överklagas. Har så skett blir offentliggörande beroende av det rättsliga avgörandet.

I regelsamlingen finns intaget en bestämmelse om s.k. Gewinnabführungspflicht. Den innebär att den som anslutit sig till reglerna också åtagit sig att avstå från den vinst han gjort genom att utnyttja intern information till köp eller försäljning av aktier eller därmed jämförliga papper. Det är det bolag vars aktier varit föremål för handeln som gjorts berättigat att erhålla den avstådda vinsten. Förpliktelsen uppkommer i och med att prövningskommissionen i utlåtandet fastställt att överträdelse av reglerna förekommit. Undandrar sig insidern betalningsskyldigheten får det berättigade bolaget anlita ett rättsligt förfarande för att få kravet fastställt och exigibelt.

En annan sanktion som drabbar den som fällt av kommissionen är att denne tvingas betala de med förfarandet förenade kostnaderna.

6.5 Norge

Såsom är fallet beträffande övriga nordiska grannländer finns i Norge ingen särskild lagstiftning rörande insiderspekulation. Emellertid lades 1978 i Norge fram ett förslag till ny lag om värdepappershandel (NOU 1978:42). Lagförslaget innehåller bl. a. bestämmelser om insiderspekulation. Enligt vid halvårsskiftet 1983 erhållen uppgift skall utredningens förslag ligga till grund för en proposition om ny värdepapperslag som nu förbereds i regeringskansliet. Några väsentliga ändringar i utredningens förslag i den del som här är av intresse uppges inte vara att vänta.

Det föreslås av den norska utredningen att de bolag, vars aktier regelbundet omsätts på värdepappersmarknaden, skall vara skyldiga att snabbt offentliggöra alla förhållanden rörande bolagets verksamhet som kan antas få väsentlig betydelse för kursen på aktierna. En motsvarande skyldighet för börsbolag följer redan av det nu gällande reglementet för kursnotering av värdepapper som fastställts av Oslo Börs. Det kan

förutskickas, att omfattningen av bolagens föreslagna uppgiftsskyldighet till marknaden har betydelse för om andra i förslaget intagna bestämmelser till motverkande av insiderspekulation är tillämpliga.

Enligt 6 – 8 §§ loven om aksjeselskaber skall styrelseledamöter och ledande befattningshavare i ett bolag göra anmälan till bolaget om köp och försäljningar av aktier i bolaget som gjorts av den anmälningsskyldige själv, hans eller hennes make samt minderåriga barn eller ett bolag vari den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande. Anmälningsskyldigheten gäller också förvärv eller försäljning av aktier i ett koncernbolag, om i sådant bolag finns minst 20 aktieägare. Anmälningarna skall införas i ett särskilt protokoll. Uppgifter om innehållet i protokollen skall i viss utsträckning tas in i respektive bolags årsredovisning.

Anmälningssystemet föreslås bli utbyggt så, att bolagen regelbundet skall inge sammanställningar av rapporterade affärer till värdepappersrådet, ett offentligt organ med särskilda tillsynsuppgifter som föreslås bli upprättat. Genom en sådan komplettering anses anmälningssystemet kunna förebygga insiderspekulation och ge förutsättningar att upptäcka fall av informationsmissbruk.

I utredningens betänkande (s. 113) konstateras, att andra personer än dem som är knutna till ett särskilt bolag kan få tillgång till förtrolig, kursdrivande information; bl.a. nämns anställda i försäkringsbolag, finansieringsbolag samt vissa offentliga organ. Mot denna bakgrund är i lagförslaget intaget en bestämmelse om att regeringen får förordna, att anställda i sådana institutioner som nyss nämnts skall likställas med dem som är anställda i börsbolag.

Har missbruk av förtrolig information skett vid avtal om köp eller försäljning av aktier anses avtalet kunna förklaras ogiltigt enligt 33 § avtaleloven. Med hänsyn till att de flesta affärer sker genom anlitande av fondmäklare är i förslaget intaget en bestämmelse om att allmänna regler om avtals ogiltighet skall gälla vid köp och försäljning genom fondmäklare. I lagförslaget finns även ett allmänt hållat förbud mot användande av otillbörliga affärsmetoder vilket förbud kan omfatta insiderspekulation. Av störst betydelse är emellertid en i förslaget förekommande särskild bestämmelse avseende insiderspekulation. Bestämmelsen innebär, att ett avtal kan förklaras ogiltigt om den ene kontrahenten vid avtalslutet hade eller borde ha haft kännedom om ett sådant förhållande i ett bolag som omfattas av bolagets plikt att ge offentlighet åt väsentliga händelser i bolaget. Som synes innefattar förslaget i denna del inget krav på att avtalsparten i fråga har eller har haft viss anknytning till det bolag i vars aktier affären gjorts. På detta sätt skär förslaget genom problemet rörande vem som skall betraktas som insider; både s.k. tippees och tippees-tippees kan träffas av ogiltighetsregeln.⁵ Om en part har sådan ställning i bolaget att hon/han är skyldig att till bolaget anmäla sina värdepappersaffärer är det tillräckligt, att vederbörande kunde ha haft kännedom om förhållandet för att motparten skall kunna göra avtalet ogiltigt. En förutsättning är dock att vid avtalslutet inte lämnats upplysning om vederbörandes anknytning till bolaget.

Lagförslaget innefattar slutligen en regel om att den som med uppsåt eller av oaktsamhet gör en aktieaffär som kan angripas med stöd av den särskilda ogiltighetsregeln kan straffas med böter eller fängelse i högst ett år. Även en s.k. tippee kan alltså bli straffrättsligt ansvarig för insiderspekulation.

⁵Jfr Smith, Tidskrift för Rettsvitenskap, nr 2-3, 1983, s. 159

6.6 Danmark

Även om särskild lagstiftning mot insiderspekulation saknas i Danmark, finns allmänna regler ägnade att motverka företeelsen. Härjämte finns utomrättsliga bestämmelser som behandlar problemet.

Någon registrering av aktieinnehav på det sätt som gäller enligt svenska insiderlagen förekommer inte i Danmark. Styrelseledamöter och verkställande direktör i ett aktiebolag är dock enligt 53 § första stycket loven om aktieselskaber skyldiga att till bolagsstyrelsen anmäla eget innehav av aktier i bolaget eller i annat företag som hör till samma concern som bolaget och senare inträffade förändringar i innehavet. Anmälningsskyldigheten omfattar inte makes och barns aktier. Anmälningarna skall intas i ett särskilt protokoll. Detta är inte offentligt.

I 53 § andra stycket loven om aktieselskaber förekommer en allmänt hållen bestämmelse som föreskriver att styrelsemedlem och direktör i ett bolag inte får göra eller medverka i spekulationsaffär med aktier i bolaget. I ett i domstol prövat fall⁶ ansågs bestämmelsen bl.a. omfatta insiderspekulation. Omständigheterna i detta fall var följande.

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

Det omnämnda förbudet mot medverkan i s.k. spekulationsforretning har motsvarigheter i Industriministeriets lovbekendtgørelse nr 35 af 30 januar 1981 (Bank- och sparkasseloven). Enligt 19 § denna lag får inte direktörer och tjänstemän i bank göra spekulationsaffärer. Detsamma gäller enligt 51 § den som är anställd i den myndighet som utövar tillsyn över bankerna, Tillsynet med banker og sparekasser.

Styrelsen för Köpenhamns fondbörs utfärdade i mars 1979 etiska regler för handel med börsnoterade värdepapper. Reglerna tillkom som en följd av inom den europeiska gemenskapen tagna initiativ i syfte att skapa väl fungerande värdepappersmarknader.

I 9 § finns en regel som direkt tar sikte på insiderspekulation och som innehåller att den som får tillgång till en upplysning rörande ett börsnoterat aktiebolag eller aktier i detta som ännu inte offentliggjorts och som kan påverka kursen på aktierna, bör avstå från att direkt eller indirekt utnyttja upplysningen i en aktieaffär.

Av intresse i sammanhanget är också att börsnoterade bolag rekommenderas, att genast offentliggöra varje omständighet eller beslut som kan ha inverkan på kursbildningen.

Överträdelse av reglerna kan inte medföra några sanktioner i egentlig mening. Det är dock förutsatt, att styrelsen för fondbörsen skall följa efterlevnaden av reglerna och att i förekommande fall till den som överträtt reglerna påtala förhållandet. I allvarliga fall är tänkt att styrelsen skall offentliggöra sitt avståndstagande från ett beteende som strider mot reglerna.

⁶Östre Landsrets dom,
U f R 1977.785

7 Erfarenheter av och synpunkter på insiderlagen

7.1 Statistiska uppgifter

De 138 aktiebolag som vid årsskiftet 1982/83 omfattades av insiderlagen räknade sammanlagt omkring 3 400 registreringsskyldiga¹. I genomsnitt har alltså 25 personer per företag sådan ställning som grundar registreringsskyldighet. Stora variationer föreligger dock mellan företagen. Det bolag som förtecknat flest insiders, SE-banken, upptar 104 personer, medan det bolag som har det lägsta antalet, Tornet, endast upptar 7.

Det årliga antalet registrerade insideraffärer har länge utgjort omkring 500. 1981 skedde en markant ökning till 866 registrerade affärer. Ungefär samma omfattning hade insideraffärerna 1982, då 842 affärer rapporterades.

I fråga om tidsintervallet mellan registrerade insideraffärer och offentliggörandet av viktig information till allmänheten eller aktieägarna har statistik sedan flera år förts av bankinspektionen.

Bakgrunden är inspektionens rekommendation 1974 att en person med ställning av insider inte skulle befinna sig på marknaden under en tid av 30 dagar före offentliggörande av sådan information som är ägnad att påverka kursen på bolagets aktier (30-dagarsregeln). I den upprättade statistiken har affärerna hänförs till fyra intervall, (1) de som företagits inom 1-7 dagar före offentliggörandet, (2) de som företagits inom 8-14 dagar före, (3) de som företagits mellan 15-30 dagar före samt (4) övriga affärer, dvs. de som skett mer än 30 dagar före offentliggörande av delårsrapport, bokslutsbesked, årsredovisning och bolagsstämma.

Det var förhållandena under 1973 som föranledde bankinspektionen till sitt under 1974 gjorda ingripande. Av de under 1973 gjorda 557 insideraffärerna skedde inte mindre än 36 procent eller 200 affärer under 30-dagarsperioden. Effekten av rekommendationen var att andelen s.k. kritiska affärer minskade påföljande år för att sedan åter öka. Gjorda erinringar om rekommendationen synes ha haft en endast kortvarig inverkan på de anmälningsskyldigas beteende. I skrivelse till de börsnoterade företagen i april 1982 konstaterade bankinspektionen, att det stora antalet kritiska affärer 1981 – sammanlagt 216 eller 25 % av samtliga rapporterade affärer – sannolikt berodde på att ”respekten för insiderlagstiftningen och statsmakternas i samband därmed uttalade önskemål har minskat”. Det kan sägas höra till mönstret att andelen kritiska affärer 1982, d.v.s. då den kraftfulla erinringen om rekommendationen gjordes, kom att stanna på 15 %. Av tablå

¹Det bör framhållas att en person kan vara insider i flera bolag, t.ex. p.g.a. styrelseuppdrag i bolagen. I realiteten är det alltså något färre individer än 3 400 som är skyldiga att registrera sitt och närståendes aktieinnehav och förändringar däri

nedan framgår andelen kritiska affärer under ettvarvt av de senaste fyra åren samt fördelningen på olika tidsmässiga intervall.

Insiders handel inom viss tid före kurspåverkande meddelanden
1979

Transaktioner	1-7	8-14	15-30	Mer än 30	Totalt
Antal	23	24	30	393	475
i %	5	5	7	83	

17 %

1980

Transaktioner	1-7	8-14	15-30	Mer än 30	Totalt
Antal	12	31	34	405	482
i %	3	6	7	84	

16 %

1981

Transaktioner	1-7	8-14	15-30	Mer än 30	Totalt
Antal	96	31	89	650	866
i %	11	4	10	75	

25 %

1982

Transaktioner	1-7	8-14	15-30	Mer än 30	Totalt
Antal	56	24	47	715	842
i %	7	3	5	85	

15 %

Anmälningarna under 1979 har av utredningen särskilt granskats från olika utgångspunkter. Gjorda iakttagelser och vissa enskilda, anmärkningsvärda affärer redovisas i *bilaga 2*.

7.2 Massmedias bevakning av insideraffärer

Den metod som genom insiderlagen valts för att förhindra insiderspekulation bygger på den s.k. skampåleprincipen: det är ytterst risken att få schavottera i massmedia som skall verka avskräckande och motverka illojala insideraffärer. En förutsättning för att lagen skall ha avsedd verkan är naturligtvis att massmedia ägnar misstänkta fall av insiderspekulation uppmärksamhet. Den bevakning av insiderregistret som massmedierna gör och det sätt varpå materialet behandlas är därför av betydelse.

Dagens Nyheter och affärstidningen Veckans Affärer synes vara de enda nyhetsorgan som kontinuerligt ägnar uppmärksamhet åt anmälda insideraffärer. Det är endast Dagens Nyheter som publicerar förteckningen över

inkomna anmälningar i sin helhet. Det sker en gång i månaden. Artiklar om uppseendeväckande affärer har dock förekommit i alla rikstidningar och även inslag i kommenterande nyhetsprogram i radio och TV har förekommit.

Den i Dagens Nyheter publicerade förteckningen har, enligt vad som uppgivits, i många fall utgjort nyhetskälla även för journalister knutna till andra nyhetsorgan. I stället för att vända sig till bankinspektionen, VPC eller bolagen har dessa sålunda hämtat erforderlig information från den redan publicerade förteckningen, för att sedan själva ge publicitet åt den eller de affärer som bedömts ha nyhetsvärde. Uppslaget till artiklar om anmärkningsvärda insideraffärer har, enligt uppgift, också givits genom tips. Det har från något håll gjorts gällande att en kontinuerlig bevakning av anmälda affärer inte är nödvändig. Skälet skulle vara att ekonomireportrar har sådan kontakt med marknaden att rykten om insiderspekulation når dem ganska snart; de skulle därför i allmänhet kunna nöja sig med att kontrollera och följa upp ryktesfallen. Påståendet stöds av det förhållandet att artiklar förekommit om misstänkt insiderspekulation utanför insiderlagens område; det har då varit fråga om affärer i papper som inte är börsnoterade eller affärer gjorda av personer utanför den i lagen angivna insiderkretsen.

Här ges några exempel på affärer som uppmärksammats i massmedia.

1) Under tiden 23 februari – 25 mars 1976 förvärvade make och barn till vice ordföranden i styrelsen för ett börsbolag sammanlagt 5 800 aktier i bolaget. Köpen skedde till kursen 160 kr. Det visade sig att bolaget under angiven tid trätt i förhandling om köp av ett utländskt företag. Köpet behandlades av bolagets styrelse vid sammanträde den 14 mars och offentliggjordes den 29 mars. Av de sammanlagt 5 800 inköpta aktierna förvärvades 1 200 under tiden mellan den 14 mars och den dag nyheten om företagsförvärvet meddelades. Börsen reagerade positivt på nyheten och kursen på ifrågakvarande aktie steg till 215 kr. Om man endast räknar med de aktier som förvärvades efter det att vederbörande styrelseledamot ostridigt fick vetskap om bolagshändelsen uppgick kursstegringen sammanlagt till cirka 70 000 kr. I en intervju uttalade styrelseledamoten, att han inte räknat med kursstegring på aktierna och att han därför ej funnit anledning att avbryta serien av köp av aktier i bolaget.

2) Den 8 mars 1977 offentliggjorde ett bolag sitt preliminära bokslut och meddelade i samband därmed att en fondemission skulle genomföras jämte en ändring av det nominella värdet, en s.k. split. Kursen på bolagets aktier stod före meddelandet i 242 kr och steg därefter till 291 kr, dvs. med 20 procent. Affärsvärldens generalindex steg med 1 procent under samma tid. Några dagar före bokslutsmeddelandet och den information som gavs i anslutning därtill hade en bolagets ekonomidirektör förvärvat 700 aktier i bolaget och dagarna därefter 300 aktier. Han ägde tidigare 100 aktier i bolaget. De omedelbart före meddelandet förvärvade aktierna hade alltså på några dagar stigit med 35 000 kr. Förvärvaren förklarade att han inte känt till något om bolagets planer på fondemission och s.k. split.

3) Hela ledningsgruppen i ett bolag förvärvade i september 1980 sammanlagt 5 000 aktier i egna bolaget eller närmare 450 aktier per person. Kursen stod då i 240 kr. I mitten av oktober tillkännagavs av bolaget, att det erhållit en stor utlandsorder på cirka 600 milj. kr. Efter tillkännagivandet gick kursen upp 20 kr. I en intervju uttalade en företagets vice verkställande direktör, att ledningsgruppen sedan lång tid haft för avsikt att stärka aktieägandet i företaget och att affären i praktiken gjordes upp redan på våren men p.g.a. administrativa och tekniska hinder ej kunde genomföras förrän i september.

7.3 Något om lagens effektivitet

Gemensamt för de i det föregående avsnittet uppmärksammade insideraffärerna är att insidern bestämt förnekat att affären gjorts i avsikt att utnyttja en exklusiv information. Då massmedia givit publicitet åt en affär och ger den berörde tillfälle till genmäle, lämnas regelmässigt en förklaring som talar mot att affären har samband med insiderspekulation. Vid en gynnsam tidpunkt företagna försäljningar har t.ex. förklarats med att vederbörande hade "behov av pengar till en skatteinbetalning", hade "ansträngd personlig likviditet" eller "skulle lämna bolaget". Skälet till inköp före kursstegring har ofta påståtts vara, att vederbörande såsom ledare för företaget önskat vara med och dela både dess förlustrisker och vinstmöjligheter och därför utvidgat sitt aktieinnehav. "Piloten skall vara med i planet" är ett inte sällan hört uttryck för detta synsätt.

Det anförda visar svårigheten att fastställa om enskilda affärer inneburit insiderspekulation. Härför behövs kännedom dels om vid vilken tidpunkt insidern fick kännedom om ett kurspåverkande förhållande, dels om insiderns motiv för affären. Att sådan kännedom saknas har till viss del samband med att bankinspektionen som tillsynsmyndighet inte ägt utreda de bakom en affär liggande förhållandena. Då det gäller insiderns motiv för en affär är det dock under alla förhållanden svårt att nå klarhet.

Då den faktiska omfattningen av insiderspekulation inte kan anges, är det naturligtvis vanskligt att dra en slutsats om lagens återhållande effekt. Såvitt gäller bedömningen av lagens effektivitet i stort synes det emellertid inte vara helt nödvändigt att känna till antalet enskilda fall där informationsmissbruk skett.

Frekvensen av börsstopp t.ex. skulle till viss del kunna tjäna som ett mått på insiderlagens effektivitet. Detta beror på att börsstoppsinstitutets huvudsakliga funktion är att förhindra insiderspekulation och att det inte skulle behöva användas om insiderlagen eliminerade risken härför. Det bör dock framhållas, att enskilda insideraffärer som inte är av den storleken att de påtagligt förändrar omsättningsvolymen eller driver kursen normalt kan ske utan att börsstopp beslutas. Skälet är att insiderspekulation i sådana fall i allmänhet inte kan upptäckas och att börsstopp, med hänsyn till de därmed förenade olägenheterna för aktiemarknaden och för berörda företag, är avsett att användas endast som hinder för spekulation i större omfattning. Härtill kommer att börsstopp till väsentlig del initieras av berörda företag och därför kan ha samband med en i företagen överdriven föreställning om risken för insiderspekulation. Ändå har den utsträckning i vilken börsstopp förekommit sitt intresse i sammanhanget. Sedan institutet kom till i mitten av 1976 har det fram till mitten av november 1983 tillämpats 60 gånger, därav 1977 4, 1978 4, 1979 5, 1980 10, 1981 5, 1982 14 och 1983 fram till den 21 november vid 18 tillfällen. Det kan konstateras, att användningen av börsstopp varit större än som förutsattes då institutet infördes. En situation som ofta synes ha föranlett börsstopp är beslut om offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett bolag. Den som känner till ett sådant erbjudande innan det offentliggörs kan i allmänhet utnyttja sitt informationsförsprång utan att behöva redovisa aktiehandeln på det sätt som insiderlagen föreskriver. Det sagda kan sålunda sägas utgöra åtminstone en indikation på att insiderlagen

ej fyllt sin uppgift.

Denna bedömning förstärks om man utgår från att huvudändamålet med en insiderlagstiftning, vilken form den än har, är att vidmakthålla förtroendet för fondkommissions- och börshandeln och att redan misstanken om att insiderspekulation sker kan rubba detta förtroende.

Det var angelägenheten av att eliminera förekomsten av affärer som kunde framstå som insiderspekulation och därmed skada marknadens anseende som var anledningen till att bankinspektionen 1974 anmodade insiders att avstå från affärer inom 30 dagar före kurspåverkande händelse. Det framhölls, att det "generellt sett ter sig iögonenfallande när en s.k. insider över huvud taget befinner sig i marknaden under en känslig period före publicerandet av betydelsefull information". Redan bankinspektionens åtgärd att vid sidan av lagen anvisa en norm för insiders agerande kan naturligtvis ses som ett uttryck för lagens otillräcklighet. Då rekommendationen i så stor utsträckning som skett åsidosatts, kvarstår den otillräcklighet i lagen som var anledningen till bankinspektionens ingripande.

7.4 Frånvaron av förbud och effektiv kontroll

Såsom framgått innehåller gällande insiderlagstiftning inget uttryckligt förbud mot insiderspekulation. Av lagen följer endast en skyldighet för vissa med anknytning till ett börsbolag att registrera egen och närståendes handel med aktier i bolaget, en skyldighet som straffsanktionerats.

Obestriddigen kan egenartade konsekvenser uppstå av att lagen på angivet sätt uteslutande är inriktad på anmälningsskyldigheten. En person som under uppseendeväckande former utövat insiderspekulation men ändå fullgjort sin anmälningsskyldighet har sålunda inte gjort någon lagöverträdelse, medan den som underlåtit att anmäla en från alla synpunkter klanderfri affär kan göras straffrättsligt ansvarig. Att en sådan illojalitet i affärlivet som insiderspekulation utgör inte föranleder någon samhällelig reaktion synes ej förenligt med gängse rättsuppfattning.

Det förhållandet att förbud saknas ger vidare mindre eftertryck åt uppfattningen av insiderspekulation såsom en i samhället önskad företeelse. Även om insiderlagen indirekt ger uttryck åt denna uppfattning, ger den utrymme för det inte sällan hörda påståendet att insiderspekulation skulle vara "tillåten därför att den inte är förbjuden". Med ett sådant betraktelsesätt gör sig naturligen hämningarna mot insiderspekulation mindre gällande.

Det kan i sammanhanget också erinras om bankinspektionens rekommendation till insiders att underlåta handel inom en viss tid före offentliggörande av kurspåverkande information. Att rekommendationen åsidosatts i den utsträckning som skett pekar obestriddigen på att nuvarande ordning är otillfredsställande.

Den omständigheten att insiderspekulation som sådan inte är förbjuden är orsak till att tillsynsmyndigheten inte har utrustats med särskilda befogenheter att utreda om insiderspekulation skett i ett enskilt fall. En viss kontroll av insiders agerande har likväl förekommit i enlighet med vad som förutsattes i förarbetena till insiderlagen.²

²Prop. 1971:130 s. 28

En metod för kontrollen har varit införskaffande från fondkommissionärer av vissa uppgifter då det förekommit sådan omsättning och sådana kursrörelser med avseende på ett visst papper att insiderspekulation kunnat misstänkas. I en del fall har begäran om uppgifter riktats till samtliga fondkommissionärer, i andra har från börsprotokollet inhämtats vilka fondkommissionärer som förmedlat affärer i det ifrågavarande papperet under viss tid och upplysningar begärts endast av dessa. Av de infordrade uppgifterna har framgått storleken på varje affär, när den företogs, köpeskillingen, samt köparens och säljarens namn och adress. Värden av uppgifterna har legat i att med hjälp därav kunnat kontrolleras om anmälningsskyldigheten fullgjorts. För kontroll av om insiderspekulation skett har dock uppgifterna varit av mindre betydelse. Man kan säga att uppgifterna pekat på misstänkta omständigheter som utgjort incitament till vidare undersökningar. Sådana undersökningar har dock inspektionen fått avstå från p.g.a. sina bristande befogenheter.

Såsom framgått har bankinspektionen även låtit sammanställa statistik för att få en bild av i vilken utsträckning den s.k. 30-dagarsregeln respekteras. Sedan påminnelser om rekommendationen gjorts med anledning av att den inte iakttagits, har inspektionens möjligheter varit uttömda.

Att det saknas möjlighet att utreda och fastställa om insiderspekulation förekommit är otillfredsställande från flera synpunkter.

Till exempel föreligger ej det återhållande moment som ligger i vad man kan kalla risken för upptäckt. Det säger sig självt, att benägenheten till insiderspekulation avtar med sannolikheten för att affären blir föremål för utredning och prövning. Inte minst den oförmånliga publicitet som kan förväntas i fall insiderspekulation fastslags synes här spela en stor roll. Med nuvarande ordning kan en affär som innefattar insiderspekulation aldrig bli annat än ett "misstänkt fall".

Att utredning och prövning ej kan komma till stånd väcker betänkligheter också från rättsäkerhetssynpunkt. Det är ofrånkomligt, att även affärer som är helt oantastliga kan bli misstänkliggjorda. Om misstankarna framförs i massmedia och därmed når en stor publik, uppstår en för den enskilde besvärande situation. Visserligen kan det förväntas att något ställningstagande i skuldfrågan inte sker och att den berörde får tillfälle till genmäle. Men även efter bemötande kan misstankar mot en i själva verket hederlig affär kvarstå. Frånvaron av utredande och prövande befogenheter för tillsynsmyndigheten gör att insidern inte kan få sin "oskuld" belagd.

Bristen på kontroll kan också förstärka en uppfattning om att samhället möter insiderspekulation med en "låt-gå-attityd", något som i längden är ägnat att äventyra förtroendet för värdepappershandeln.

7.5 Initierade utanför insiderkretsen

7.5.1 Anställda m.fl.

Beroende av ärendenas beskaffenhet, beslutsprocessens utformning och använda informationsvägar varierar kretsen av dem i ett företag som får del av intern information. Det står utan vidare klart, att det utöver de kategorier

som uppräknas i 2 § 1-4 insiderlagen och de ledande befattningshavare som avses med 2 § 5 finns andra verksamma i företaget med stora möjligheter att få tillgång till förtrolig information. I lagens förarbeten nämns VD:s sekreterare som exempel på befattningshavare som normalt har insyn i bolagets interna angelägenheter men som oaktat detta inte hänförs till de registreringskyldiga (prop. 1971:130 s. 31). En insynsposition har t.ex. också ofta flera medarbetare på bolagets ekonomi- eller finansavdelningar, fastän de inte har en sådan ledande befattning att de omfattas av anmälningsskyldigheten. Flera exempel kan ges. Om ett gruvföretag borrar efter fyndigheter och når ett sensationellt borresultat, är det en geolog långt ner i organisationen som får kännedom därom först. Sedan får dennes chef uppgift om händelsen och det kan allt efter omständigheterna ta mer eller mindre lång tid innan informationen når en central nivå i företaget. En för ett företag betydelsefull order som erhålles i utlandet är det likaså någon ute i marknadsorganisationen som först får kännedom om.

Även om innehav av vissa befattningar obestriddligen medför särskilda möjligheter att erhålla information, synes det berättigat att betrakta en anställd i allmänhet, oavsett befattning, som en potentiell insider. Till detta bidrar inte minst den insyn i ett företag som den arbetsrättsliga lagstiftningen medför. Här erinras om det i 19 § MBL föreskrivna informationsförfarandet och den rätt till förhandling som följer av 11 § MBL. Det kan tilläggas, att den delaktighet av interna förhållanden som föranleds av den arbetsrättsliga lagstiftningen kan omfatta även fackligt verksamma personer utanför bolaget. Detta beror på att informations- och förhandlingsskyldigheten enligt lagen skall fullgöras mot en arbetstagarorganisation.

I detta sammanhang kan också pekas på den tillgång till information som en av ett företag anlitad konsult kan ha. Konsulter tillgång till väsentlig information är i många fall jämförlig med den som ledande befattningshavare i företaget har.

Det är särskilt stora företag som använder sig av konsulttjänster. Konsulterna kan vara verksamma på alla möjliga plan. Vanligt är att deras sakkunskap användas i strategiska eller administrativa frågor, t.ex. inför en omorganisation. Redan instruktionen om vad uppdraget skall gälla kan innefatta väsentliga och förtroliga uppgifter om bolagets ställning eller planerade åtgärder. Vad konsulten själv erfar under sitt arbete eller vad han rekommenderar eller föreslår kan naturligtvis i sig också ofta utgöra betydelsefull företagsinformation. Sedan rekommendationen eller förslaget väl lagts, är konsulten i regel bortkopplad från ärendet. Men det kan naturligtvis förkomma att konsulten genom sitt arbete tillsammans med företagsledningen får vetskap om att företaget kommer att följa förslaget. Förutom de konsulter som på nyss angivet sätt har ett uppdrag som är inriktat på en specifik problemlösning eller ett konkret fall förekommer konsulter som mer eller mindre stadigvarande ställer sin sakkunskap till förfogande. I fråga om de senare är den gjorda jämförelsen med de ledande befattningshavarna i bolaget än mer befogad.

7.5.2 Stora aktieägare

Såsom fondbörsutredningen (SOU 1976:54 s.165) konstaterade får man räkna med att stora aktieägare i viss utsträckning är förtrogna med bolagets planer och övriga förhållanden av betydelse för kursutvecklingen.

Om aktieägaren är ledamot av styrelsen eller har en sådan befattning i bolaget att han tillhör den i 2 § insiderlagen angivna insiderkretsen föreligger ingen olägenhet av att aktieinnehavet som sådant ej grundar anmälnings-skyldighet; aktieägaren är då redan på grund av sin formella ställning i bolaget anmälnings-skyldig. Om emellertid aktieägaren saknar befattning i bolaget och inte heller ingår i styrelsen kan han handla med bolagets aktier i obegränsad utsträckning utan att insiderlagen blir tillämplig. Problemet får särskild betydelse när aktieägaren är juridisk person. En sådan är nämligen aldrig insider i lagens mening.

Då en aktieägare saknar egen plats i styrelsen men har en ställföreträdare eller en närstående person i styrelsen, kan man utgå från att aktieägaren får information åtminstone om sådana väsentliga förhållanden i bolaget som kan påverka kursen på bolagets aktier. Det synes därför, i fråga om möjligheten att utöva insiderspekulation, vara liten skillnad mellan en aktieägare som själv är styrelseledamot och en aktieägare som har en representant eller närstående i styrelsen.

Av visst intresse i förevarande sammanhang är koncentrationsutredningens (SOU 1968:7) kartläggning av i vilken omfattning stora aktieägare var företrädare i företagens styrelser. Kartläggningen av representationsförhållandena begränsades till de 20 största ägarna i respektive börsbolag. En styrelseledamot betraktades som ägarrepresentant endast när han eller hon var eller representerade någon av de 20 största ägarna i bolaget. Då ägaren av en aktiepost av angiven storlek var en fysisk person ansågs denne representerad när en släkting var styrelsemedlem. En juridisk person ansågs representerad när någon av den juridiska personens styrelsemedlemmar samtidigt var medlem i styrelsen för ifrågavarande börsbolag. – Av undersökningen framgick, att styrelsen i börsnoterade företag ägde aktier, vars röster genomsnittligt utgjorde drygt en procent av totala röstetalet i respektive företag. När hänsyn togs till de ägarintressen styrelsen representerade, förändrades bilden avsevärt jämfört med när enbart styrelseledamöternas personliga aktieinnehav beaktades. I de börsnoterade företagen representerade styrelsen sålunda genomsnittligt inte mindre än 30 procent av det totala röstetalet och 40 procent av de börsnoterade företagens 20 största ägare. Det framkom vidare, att av det totala antalet styrelseledamöter om 751 personer tillhörde 115 eller 15 procent själva de 20 största ägarna medan 292 ledamöter var representanter för andra stora ägare, dvs. mer än dubbelt så många.

Om förutsättningarna för en större aktieägars insyn i ett bolag är mest framträdande i de fall vederbörande är ledamot av eller på nyss beskrivet sätt är representerad i styrelsen, görs understundom gällande att stora aktieägare intar en insiderposition oberoende av om vederbörande är företrädare i styrelsen. Att också större aktieägare utan representation i styrelsen kan bli delaktiga av interna förhållanden i företaget, sägs bero på att en företagsledning i vissa fall kan önska förankra planerade beslut hos dem som har

åtminstone en potentiell "maktställning" i företaget. Det är emellertid inte möjligt att närmare fastställa omfattningen av sådana informella kontakter, bl.a. därför att förhållandena varierar från företag till företag.

Det kan erinras om att i USA en aktieägare oberoende av om han eller närstående är ledamot av bolagsstyrelsen omfattas av den s.k. insiders short swing profits rule om aktieinnehavet uppgår till 10 procent av bolagets aktiekapital. I Västtyskland anses som jämförelse aktieägaren vara insider om innehavet utgör 25 % av aktiekapitalet. Med bl.a. regleringen i nämnda länder som förebild föreslog fondbörsutredningen (SOU 1976:54 s. 165) att den som äger minst 10 procent av aktiekapitalet i ett bolag eller aktier motsvarande 10 procent av röstvärdet för samtliga aktier i bolaget skulle omfattas av anmälningsskyldighet enligt insiderlagen.

Det bör slutligen uppmärksammas, att den insyn ett stort aktieinnehav kan medföra naturligtvis också kan komma den till del som har en *anknytning* till ägaren. Då aktieägaren är t.ex. ett investmentbolag är det således inte bara insiderspekulation till förmån för investmentbolaget som skulle kunna ske. Den som är verksam i investmentbolaget och som därigenom har en indirekt insyn i det bolag där den kursdrivande händelsen inträffat skulle också kunna utnyttja insynen till insiderspekulation för egen del.

7.5.3 Insiders i koncernbolag

Då bolag är verksamma i samma koncern är ofrånkomligt att en ömsesidig insyn bolagen emellan i viss utsträckning förekommer. Såvitt gäller moderbolagets (och dess insiders) insyn i dotterbolag kan insynen sägas vara grundad på ett stort aktieinnehav. Vad som sagts om stora aktieägare med representation i ett annat bolags styrelse har därför sin giltighet också i detta fall. Härav följer att moderbolaget eller person i koncernledningen som saknar formell bindning till dotterbolaget kan företa handel i dotterbolagets aktier utan att detta blir offentligt.

Det är emellertid inte bara ett moderbolag och dess befattningshavare som kan få förhandstillgång till information om ett annat bolag i en koncern. Det omvända förhållandet att befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag har tillgång till information av betydelse för värderingen av aktierna i moderbolaget kan också förekomma, om än i klart mindre grad. Det är tydligt, att ju mer dotterbolagets verksamhet påverkar moderbolagets resultat desto större möjligheter har ett dotterbolags insiders att förutsäga kursutvecklingen på de av moderbolaget utgivna aktierna. Åskådliggörande är ett av massmedia uppmärksammat fall.

Då ett dotterbolags VD tillkännagav att han skulle avgå blev följden en kursnedgång på moderbolagets aktier. Marknadens förväntningar om fortsatt gynnsam utveckling för koncernen var tydligtvis till viss del grundad på förtroendet för dotterbolagets chef. Det visade sig att dotterbolagets direktör kort tid innan han tillkännagav sin avgång hade sålt ut 21 720 aktier i moderbolaget. Hade han låtit försäljningen ske efter offentliggörandet skulle han ha erhållit 155 000 kr mindre för aktierna.

Även om omständigheterna i exemplet var något särpräglade kvarstår det faktum att åtminstone större dotterbolags insiders ofta är insiders också i fråga om moderbolagets aktier. Insiderpositionen blir särskilt framträdande

beträffande den eller de som deltar i koncerngrupp eller annat för ledningen och samordningen av koncernens verksamhet bildat organ; vederbörande får ju därigenom del av de planer och beslut som gäller företagsgruppen i sin helhet.

Av intresse är att flera bolag i sin förteckning över insiders upptager jämväl ledande befattningshavare i annat bolag i koncernen. Så är t.ex. fallet med det bolag, vars aktier avsågs i det nyss återgivna exemplet. De sålunda i dotterbolag verksamma personerna anmäler därför sin handel med moderbolagets aktier hos bankinspektionen, fastän lagen ej uttryckligen uppställer detta krav. Ett frivilligt åtagande inom insiderlagens ram kommer alltså här till synes. Förfarandet är emellertid inte allmänt förekommande.

7.5.4 Personer informerade om samgående

I den strukturomvandling som skett inom svenskt näringsliv under efterkrigstiden har köp och sammanslagningar av samt samarbetsavtal mellan företag kommit att spela en alltmer framträdande roll. Insiderlagens bestämning av insiderkretsen korresponderar emellertid mindre väl med den grupp av personer som i praktiken får del av planer på ett samgående. Det ena bolagets insiders kan här spekulera i det andra bolagets aktier utan att behöva registrera affärerna.

För att exemplifiera med ett praktiskt fall, Volvos förvärv av Beijerinvest, kunde ju före offentliggörandet av överenskommelsen initierade personer förutse att en investering i Beijeraktier skulle bli synnerligen lönsam. Innan börsstopp meddelades var kursen på aktierna i Beijerinvest 166 kr. Volvos sedermera offentliggjorda bud motsvarade cirka 234 kr/aktie, dvs. 68 kr mera. Det behöver inte närmare utvecklas, att de personer i Volvos ledning som var informerade om planerna hade en framträdande insiderposition med avseende på fusionspartnerns aktier. Det var dock bara till Beijerinvest knutna insiders som enligt insiderlagen hade skyldighet att registrera sina eventuella förvärv. Det kan tilläggas, att en av bankinspektionen gjord undersökning av affärer företagna dagarna före börsstoppet gav vid handen att ingen av de i förhandlingarna involverade personerna utnyttjat informationen till privata aktieförvärv.

Problemet kompliceras av att ett samgående snarare kan betraktas som en process än som en enstaka händelse. Ju mer utdragen denna process är desto större blir svårigheten att begränsa informationens spridning. I förening med framförallt de kursförändringar som regelmässigt blir följderna av planerat samgående medför den nödvändigtvis förekommande tidsutdräkten före informationens offentliggörande att man får räkna med beaktansvärda risker för insiderspekulation av en förhållandevis vid krets i nu ifrågavarande situation.

Hur processen förlöper kan naturligtvis inte generellt anges därför att det ena fallet inte är det andra likt. I sammanhanget kan dock återges en schablon³ över utvecklingsförloppet vid ett samgående, då målet var en fusion genom sammanslagning. Fram till dess att nödvändiga organisatoriska åtgärder genomfördes antogs förloppet omfatta följande steg.

³Tecknad av Rydén, Fusioner i svensk industri, 1971 s. 38

1. Idén föds hos initiativtagaren. Denne (dessa) börjar på olika sätt, t.ex. genom personpåverkan inom styrelsen, arbeta för samgåendet;
2. Interna reaktioner; idén tränger igenom och accepteras av beslutscentrum (styrelse och/eller direktion);
3. Formulering av mål, medel och villkor för att genomföra samgående (reell och juridisk form, maximi- och minimipris etc.);
4. Kontakter etableras med fusionspartnern. Orienterande sammankomster för bestämmande av positioner och ömsesidig påverkan inför inledningsbuden;
5. Ekonomiska och finansiella bedömningar. Värdering av företagen. Pris och juridisk form fastställs av var och en. Juridisk och finansiell expertis utanför företaget kopplas in. Riskerna för "läckage" ökar;
6. Förhandlingsstrategi väljs och realförhandlingar påbörjas;
7. Förhandlingarna slutförs. Avtalet undertecknas och offentliggörs. Idén säljs till företagets olika intressenter (anställda, aktieägare, långivare, kunder, leverantörer, myndigheter, stat, kommun etc.).

Det samgående som föregås av ett offentligt erbjudande om aktieförvärv (ett take-over-bid) är av särskilt intresse i sammanhanget. Kursrörelsen kan här mer eller mindre exakt förutses eftersom budet innefattar det pris som erbjuds för aktierna. Priset sätts förhållandevis högt i förhållande till gällande kurs. Den som kan finansiera stora köp har här stora vinster att hämta, om han vill missbruka informationen. Bankinspektionens kontroller av handel som gjorts i anslutning till offentliggörande av ett take-over-bid har vid ett flertal tillfällen också givit anledning till antaganden om insiderspekulation i inte obetydlig skala. – Offentliga erbjudanden om aktieförvärv kan vara antingen s.k. vänskapliga eller s.k. fiendliga. Skillnaden består huvudsakligen i att villkoren för erbjudandet i det förra fallet bestäms efter samråd med det erbjudna bolaget medan erbjudandet i det andra fallet riktas direkt till aktieägarna utan att det erbjudna bolagets ledning haft inflytande över villkoren.

7.5.5 Offentliga funktionärer

En kategori som intar en helt fristående ställning i förhållande till bolagen men likväl genom sin verksamhet kan komma i besittning av förtrolig information är vissa offentliga funktionärer.

I ett tidigare avsnitt(4.1.4) har givits exempel på förvaltningsrättsliga bestämmelser genom vilka en rad myndigheter är tillförsäkrade information om bolags förhållanden. Av myndigheter, vars tjänstemän ges tillgång till viktig information, kan erinras om statistiska centralbyrån, som vid sidan av den löpande statistikproduktionen även fullgör vissa prognosuppgifter, kommerskollegium, som bl.a. handhar ärenden om dispens från kravet att bolag skall ange sin bruttoomsättningssumma (11 kap. 6 § första stycket ABL), statens pris- och kartellnämnd, som äger inhämta information om pris- och konkurrensförhållanden i näringslivet, och koncessionsnämnden för miljöskydd, som handhar uppgifter enligt miljöskyddslagen. Härutöver erhåller naturligtvis personal i regeringskansliet jämte tjänstemän i offentliga organ på regional och kommunal nivå inte sällan i sammanhanget betydelsefull information. Även om den gjorda uppräknings inte är uttömmande visar den ändå att ett inte obetydligt antal offentliga tjänstemän kan få

tillgång till i sammanhanget betydelsefull information utan att omfattas av insiderlagen.

Tidigare har också berörts, att sekretesslagen (1980:100) p.g.a. innehållet i 1 kap. 4 § kan motverka insiderspekulation av offentliga funktionärer. Något heltäckande skydd mot missbruk synes dock inte denna lag ge, vilket motiverar att kategorin i fråga särskilt omnämnes här.

7.5.6 Mottagare av tips m.fl.

Vissa förhållanden i ett företag kan vara av den beskaffenheten att det av olika anledningar är nödvändigt att låta andra än dem som normalt har insyn i bolaget få ta del därav. Det kan t.ex. vara bankförbindelser, kreditgivare i allmänhet, leverantörer eller avnämare som av särskilda skäl måste informeras. Vid sidan härav får man räkna med att informationen i viss utsträckning når personer med anknytning mera till en bolagets insider än till bolaget självt utan att detta är motiverat av företagsmässiga skäl. Vad som här avses är alltså risken för läckage eller tips från insiders.

En av bankspektionen gjord undersökning av affärer med aktier i ett bolag A vilka företogs inom en vecka före offentliggörandet av att A skulle förvärfvas av bolaget B, visade att under den aktuella veckan omsattes drygt 20 000 aktier i A, därav 11 000 på börsen. Omsättningen var avsevärt större än tidigare under året. Fram till den undersökta perioden, en vecka i november, hade nämligen omsättningen inskränkt sig till sammanlagt 80 000 aktier. Under den aktuella veckan hade 3 000 aktier köpts av en anmälnings-skyldig enligt insiderlagen. Vissa delvis betydande poster hade köpts av personer som inte var insiders i lagens mening. I ett fall avsåg köpet en post om 6 000 aktier. Vinsten per aktie rörde sig här om cirka 50 kr. Anmärkningsvärt var att andelen köpare från den ort där bolaget bedrev sin verksamhet var påfallande stor. Inspektionen uttalade i en rapport till regeringen att man "inte kunde bortse från att de många köpen kunde ha föranletts av att något läckt ut om en förestående försäljning av bolaget i fråga".

Den gjorda undersökningen möjliggjordes av att inspektionen av fond-kommissionärerna erhöll uppgift om alla köp av aktier i bolaget som förmedlats under den aktuella veckan och avsett poster om 100 aktier eller flera. Motsvarande undersökningar har, såsom tidigare framhållits, av inspektionen gjorts vid ett antal andra tillfällen, då myndigheten önskat informera sig om orsakerna till en livlig handel i ett visst papper. Mera av en tillfällighet har därvid framkommit, att personer med viss relation till insiders i ytterligare fall än det ovan nämnda företagit icke obetydliga köp av aktier i bolaget i omedelbar anslutning till att bolaget offentliggjort ett kurshöjande förhållande.

I insiderlagen är risken för insiderspekulation av eller genom en insiders anhöriga beaktad. En insiders anmälnings-skyldighet omfattar ju även affärer som företagits av make eller omyndigt barn under insiders värnadsnad. Det är uppenbart, att den samhörighet som ofta följer med släktskap kan leda till att andra anhöriga än de angivna förses med insidertips. I några av bankspek-tionens nyss omtalade undersökningar visade det sig t.ex. att myndiga barn till en person med framträdande insiderposition i ett bolag företagit

betydande aktieaffärer endast någon dag innan kursen på aktierna kraftigt steg till följd av att dittills intern information offentliggjordes. Anledningen till att de misstänkta affärerna uppmärksammades var en till inspektionen av en privatperson gjord anmälan.

I avsnittet om aktieägare framhölls, att om t.ex. ett investmentbolag var företrätt i styrelsen för ett bolag, vari det hade stora ägarintressen, förelåg en risk för att väsentlig information om det senare bolagets förhållanden fördes vidare till investmentbolagets egna insiders. Risken för informationens spridning mellan företag på detta sätt är dock inte helt avhängig av om det ena företaget har stora ägarintressen i det andra, även om den är störst i denna situation. Så snart några företag har en gemensam insider kan sägas föreligga en fara för att denna insider vidarebefordrar information från det ena företaget till det andra och därigenom vidgar den om ett kurspåverkande förhållande initierade kretsen.

Också andra förbindelser än de nämnda inbegriper risk för lämnande och utnyttjande av insidertips. Vid en av bankinspektionens undersökningar framkom t.ex., att en person som stod i kompanjonförhållande till en insider hade företagit en stor aktieaffär under omständigheter som tydde på att han utnyttjat ett insidertips. Det kan rent allmänt sägas, att då en insider är part i ett vänskapsförhållande föreligger en risk för spridning av den information som här är i fråga. Motivet för tipsning kan vara oegennyttigt, men det kan också tänkas att den tipsade förväntas agera som bulvan eller ge någon form av motprestation. I några av de intervjuer som utredningen låtit göra har särskilt möjligheten för insiders i olika bolag att byta information framhållits.

För fullständighetens skull kan vidare konstateras, att vetskap om ett kursdrivande förhållande kan vinnas utan att varken anknytning till bolaget föreligger eller en insider vidarebefordrat informationen. En tänkbar situation är att en person ser företrädare för två bolag sammanträffa och därav drar den riktiga slutsatsen att ett samgående mellan företagen planeras. Man kan vidare föreställa sig att en person utan direkt eller medelbar bindning till ett bolag erfar att ett fartygshaveri inträffat vilket är ägnat att medföra stor ekonomisk förlust, t.ex. för ägarens försäkringsbolag, och därigenom sätts i stånd att realisera eventuellt aktieinnehav innan offentliggörandet av händelsen framkallar kursfall. Samma möjlighet har den person som har vetskap om att en skadeståndstalan med yrkande om ett exceptionellt högt belopp skall väckas mot ett bolag. Det finns naturligtvis ett flertal andra tänkbara situationer där en person närmast av en tillfällighet får del av icke offentliggjorda förhållanden av betydelse för bedömningen av aktierna i ett bolag.

7.5.7 Sammanfattande anmärkningar

Såsom framgått av det nyss anförda går det inte att fastställa en klar gräns utanför vilken information om ett företags interna förhållanden inte når. Det är också klart, att de personer som genom tips kan få del av intern information om ett företag (s.k. tippees) inte kan avgränsas på ett ändamålsenligt sätt. Enda undantaget är anhöriga till en egentlig insider, i

vilket fall det föreligger en lätt konstaterbar, medelbar bindning till företaget.

De anspråk som kan ställas på lagen i nu berört avseende är att den skall möjliggöra insyn i den handel med aktier i ett företag som görs av sådana avgränsbara grupper som genom sin anknypning till företaget har de bästa förutsättningarna att få del av väsentlig och förtrolig information om företaget. En sådan kategori är de företagets konsulter som utövar kvalificerade uppdrag för företaget, i vart fall om uppdragen är av stadigvarande natur. Såsom framhållits ovan kan konsulterna, i fråga om möjligheten till insyn i ett företag, ofta jämföras med de ledande befattningshavarna i företaget. En utsträckning av den anmälningsskyldiga kretsen till större aktieägare synes också motiverad. Vidare framstår befogat, att de som är verksamma i samma concern som företaget, åtminstone koncernledningen, får offentligen redovisa sin handel med aktier i företaget.

Fastän en ännu vidare bestämning av den anmälningsskyldiga kretsen har visst skäl för sig, är uppenbart att en sådan utvidgning i flera fall vore olämplig inom ramen för anmälningsskyldighetens nuvarande konstruktion. Om t.ex. de personer i ett företag som har kännedom om företagets planer att lämna ett s.k. take-over-bid till aktieägarna i ett annat företag vore anmälningsskyldiga med avseende på handel med det senare företagets aktier skulle anmälningsskyldigheten uppenbarligen endast kunna ha en temporär giltighet. Inträdde skyldigheten då beslutet tagits och skulle offentligheten upprätthållas blev den ofrånkomliga följden att samgåendet äventyrades eller helt omintetgjordes p.g.a. det starka sekretessintresset i dylika fall. Omfattades offentliga funktionärer eller företrädare för arbetstagarorganisation av anmälningsskyldighet, skulle denna kunna komma att gälla innehav av eller handel med aktier i en rad företag p.g.a. att deras verksamhet inte är inskränkt till ett enskilt företag. Att utsträcka anmälningsskyldigheten på detta sätt vore uppenbarligen alltför långtgående.

Det bör slutligen påpekas att de tekniska eller praktiska svårigheter som omöjliggör eller försvårar att nyss angivna kategorier hänförs till de anmälningsskyldiga inte innebär något ställningstagande till om dessa kategorier över huvud bör omfattas av insiderlagstiftningen. Till detta spørsmål återkommer utredningen i ett senare avsnitt.

7.6 Begränsningen till vissa värdepapper

Såsom framgått är insiderlagen tillämplig endast på sådan aktie i svenskt aktiebolag som noteras vid Stockholms fondbörs eller på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer⁴. Under förarbetena till lagen aktualiserades frågan om lagen borde omfatta även andra aktier med stor spridning. Det var främst angelägenheten av att få till stånd en klar gränsdragning som gjorde att tillämpningsområdet bestämdes på det sätt som skedde⁵.

Vid några tillfällen har i massmedia uppmärksammats insideraffärer i andra värdepapper än sådana som avses med insider lagen. I ett fall förelåg enligt tidningsuppgifter följande förhållanden.

⁴Bestämningen är ej längre adekvat, eftersom Stockholms fondbörs numera har ensamrätt att bedriva fondbörsverksamhet i landet (2 § lagen om Stockholms fondbörs). Någon fondhandlarlista, utgiven av fondhandlareföreningen existerar ej längre. I stället har börserna introducerat en ny lista, den s.k. A:II-listan. Ändringen av de institutionella formerna för börshandeln var ej avsedd medföra "väsentligt ändrade förutsättningar för mindre eller medelstora företag att vinna börsintroduktion i lämplig form" (prop. 1978/79:9 s. 164 f). Det helt övervägande antalet tidigare fondhandlarnoterade bolag är också numera börsregistrerade

⁵Se prop. 1971:130 s. 27

Bolaget A offentliggjorde ett erbjudande om förvärv av aktier i bolaget B för 250 kr/aktie. Knappt två veckor dessförinnan hade en nära släkting till en person med hög befattning i B kontaktat flera av detta bolags aktieägare och förklarat sig vilja köpa deras innehav. I ett fall kom en affär omfattande 1 200 aktier i B till stånd. Det avtalade priset för varje aktie var 105 kr. Säljaren fick alltså 174 000 kr mindre för sitt innehav än han skulle ha fått om han kunnat utnyttja bolaget A:s erbjudande.

I exemplet gjordes som synes affären direkt mellan köparen och säljaren. Detta synes vara en ganska vanlig företeelse då det gäller värdepapper av det slag varom nu är fråga⁶. Såsom framgått tidigare erbjuder redan allmänna civil- och straffrättsliga regler visst skydd för den som gör en affär med en insider som förtiger väsentliga fakta. Behovet av en utvidgning av tillämpningsområdet till papper som ej officiellt eller på ett därmed jämförbart sätt noteras synes därför mindre framträdande. Mot en sådan utvidgning talar också det förhållandet att gränsdragningen då med nödvändighet skulle bli mindre fast.

Det bör uppmärksammas, att det sagda inte hindrar en utvidgning av tillämpningsområdet till värdepapper på den s.k. OTC-marknaden. En notering som visserligen inte är likvärdig med en börsnotering men som ändå har en officiell karaktär skall här göras av en fondkommissionär (en market maker). Hos bankinspektionen skall föras förteckning över vilka bolag som inträtt i systemet. Med hänsyn till de angivna förhållandena skulle gränsdragningen inte bli mindre klar om också OTC-aktier omfattades av lagen.

En annan nyordning som kunde motivera en utsträckning av lagens tillämpningsområde är att den nya börslagstiftningen gör det möjligt att registrera utländska fondpapper vid Stockholms fondbörs.

Några erfarenhetsgrundade synpunkter kan ej lämnas på frågorna om OTC-papper eller vid fondbörsen registrerade utländska aktier bör omfattas av lagstiftning på området. Frågorna berörs därför inte närmare här. Ej heller upptas i detta sammanhang den vidare frågan om insiderlagstiftningen också borde omfatta handel med obligationer. Här skall endast göras det konstaterandet, att utredningen inte mött några erinringar mot att obligationshandeln hittills hållits utanför insiderlagstiftningen.

7.7 Bolagens medverkan vid bestämmandet av insiderkretsen

Åligger det styrelsen eller verkställande direktören att avgöra vilka befattningshavare som enligt 2 § 5 insiderlagen omfattas av anmälningsskyldigheten har visat sig i viss utsträckning tillämpas på ett något varierande sätt i bolagen. Befattningshavare med samma funktion har sålunda i vissa fall ansetts omfattas av lagen medan motsatsen gällt i andra fall. Härtill kommer, såsom tidigare nämnts, att vissa bolag till skillnad från andra bland sina insiders upptagit jämväl vissa personer med chefsbefattningar i andra bolag inom koncernen.

Att skillnader föreligger, kan naturligtvis ha sin förklaring i att företagen använder olika rutiner med avseende på vilka som får ta del av förtrolig

⁶ Av aktier i bolag som ej omfattas av insiderlagen kan nämnas de som upptas på den s.k. C-listan, en inofficiell lista sammanställd och publicerad av tidningen Veckans affärer på grundval av bl.a. från börsombud inhämtade uppgifter. Vidare kan nämnas de aktier som förekommer i av Svenska Dagbladet publicerad sammanställning under rubriken "Nya aktier", en sammanställning som också benämns "väntelistan" eftersom den upptar bolag som väntar på s.k. börsintroduktion.

företagsinformation. Förhållandet kan också ha sin orsak i att bedömningen i gränsfall erfarenhetsmässigt ofta blir olika när den görs av olika personer. En del företag har funnit behov av att vända sig till bankinspektionen för vägledande råd. Vid dessa kontakter har inspektionen ej funnit någon benägenhet hos företagen att vilja begränsa den anmälningsskyldiga kretsen.

Det sammanfattande omdömet är att företagen förmått göra nödvändiga gränsdragningar på ett tillfredsställande sätt. Några erinringar från företagen mot att på dem lagts uppgiften att närmare avgränsa insiderkretsen har ej erfarits. Tvärtom har från flera håll betonats fördelen med att metoden möjliggör en anpassning av insiderkretsen till det enskilda företagens speciella förhållanden.

7.8 Anmälningsskyldigheten

Endast i enstaka fall har bankinspektionen kunnat konstatera att anmälan underlåtit. Det första av de fall där polisanmälan gjordes ledde till att den som underlåtit anmälan, efter godkännande av strafföreläggande, ålades att betala 20 dagsböter om 500 kr.

Det är däremot inte sällsynt att anmälningar görs för sent, dvs. efter utgången av den i lagen stipulerade anmälningsskyldighetsfristen på en månad. Oftast är det helt obetydligt som fristen överskrids, men det har förekommit längre förseningar. Inte i något fall har straffansvar för försening utkrävts.

En försenad anmälan brukar ofta följas av en förklaring till dröjsmålet. I de fall uppgifter om förseningens orsaker ej ges självmant inforrdar bankinspektionen sådana. Vanligen är det glömska som anges som orsak till att anmälan ej gjorts i rätt tid.

Det har från några håll, bl.a. från VPC, gjorts gällande att anmälningsskyldigheten skulle kunna begränsas, så att affärer med enstaka papper inte skulle behöva anmälas. Kritik har vidare riktats mot att en anmälningsskyldig är tvungen att göra anmälan om en sådan ändring i innehavet som föranletts av en fondemission i bolaget; en sådan ändring har inte ansetts innefatta någon som helst indikation på att insiderspekulation skett.

Anförda erfarenheter och synpunkter ger anledning att pröva om anmälningsskyldighetsfristen är rätt avvägd och om anmälningsskyldigheten kan begränsas på antytt sätt.

8 Utredningens slutsatser och förslag

8.1 Inledning

Skyddet för värdepappershandeln, däri innefattat omsorgen om kapitalplaceringars trygghet, har sedan länge upprätthållits med en rad offentlig-rättsliga regler. I detta regelkomplex saknas emellertid bestämmelser som definierar och direkt ingriper mot den form av obehörigt angrepp på värdepappershandeln som går under beteckningen insiderspekulation. Därmed brukar förstås utnyttjande av information, som inte nått intressenterna på marknaden, för att uppnå kursvinster eller för att undvika kursförluster. Vanligen åsyftas med termen dock endast de mest typiska och farliga situationerna, nämligen när beslutsfattare och andra dem närstående personer i ett företag utnyttjar sin ställning och sin förtrogenhet med kurspåverkande händelser i företaget till spekulation i företagets aktier. Det säger sig självt att dylika företeelser är ägnade att i hög grad rubba förtroendet för värdepappershandeln. Att undanröja eller förebygga en sådan misstro mot marknaden måste ses som det övergripande målet för en lagstiftning på området.

De bestämmelser som finns i lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav (insiderlagen) utgör endast ett medelbart skydd mot insiderspekulation. Syftet med bestämmelserna är att tvinga fram ett offentliggörande av vissa i ett börsbolag förekommande personkategoriers handel med aktier i bolaget och därigenom förmå dessa kategorier att avstå från de affärer som ej "tål offentlighetens ljus".

En säker bedömning av i vilken utsträckning insiderlagen motverkat insiderspekulation kan inte göras. Det går inte heller att fastslå i vilken omfattning insiderspekulation förekommit. Varken bankinspektionen eller någon annan myndighet har haft befogenhet att närmare utreda de misstänkta fallen. Utredningen har försökt finna en lämplig undersökningsmetod, varmed det eventuellt förekommande missbruket skulle kunna kartläggas. Ingen metod har dock bedömts kunna ge ett tillförlitligt resultat och utredningen har därför avstått från att göra en systematisk undersökning. Emellertid har bankinspektionen påvisat ett inte obetydligt antal fall där insiderspekulation kan misstänkas ha skett. Sådana fall har också i viss utsträckning uppmärksamats av massmedia. Även om utredningen inte kan göra en utvärdering av de enskilda fall som sålunda aktualiserats, utgör de ändå ett stöd för antagandet att insiderspekulation förekommer.

Utan att omfattningen av insiderspekulation på den svenska

värdepappersmarknaden kan beläggas finns dock, enligt utredningens mening, flera omständigheter som talar för att lagstiftningen på området är otillräcklig.

Det har visat sig att påfallande många av dem som är anmälningsskyldiga enligt insiderlagen gör affärer inom kort tid innan det bolag till vilket de är knutna offentliggör kurspåverkande information. Bankinspektionens ansträngningar att få sådana affärer att upphöra därför att de skadar marknadens anseende har dock inte haft avsedd verkan; rekommendationen att avstå från affärer 30 dagar före sådant meddelande som rör ett företags resultatutveckling eller som eljest är ägnat att påverka bedömningen av de av företaget utgivna värdepapperen har sålunda i stor utsträckning åsidosatts. Av de 866 affärer som av de anmälningsskyldiga gjordes under 1981 stod var fjärde affär i strid med rekommendationen. Bankinspektionen konstaterade i en till börsbolagens chefer under våren 1982 utsänd skrivelse att ökningen av antalet oönskade affärer under 1981 var markant och all sannolikhet talade för att "respekten för insiderlagstiftningen och statsmakternas i samband därmed uttalade önskemål har minskat".

Att det regelbundet förekommer insideraffärer som leder till mer eller mindre starkt uttalade misstankar om insiderspekulation är naturligtvis till stor olägenhet. Detta gäller särskilt med hänsyn till att det inte är möjligt att genom en utredning av de bakomliggande förhållandena påvisa att misstankarna saknat fog. Den nuvarande ordningen kan därför ej i tillräcklig grad anses förebygga misstro mot marknaden.

Härutöver kan framhållas, att anmälningsskyldigheten enligt insiderlagen inte mer än i begränsad utsträckning kan förebygga insiderspekulation i det fallet att ett företag planerar att lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett bolag. De som har anknytning till det företag som avser att lämna erbjudandet och som därigenom fått kännedom om planerna behöver nämligen inte enligt lagen rapportera sina affärer med aktier i det bolag, till vars aktieägare erbjudandet riktas. Det är när beslut om eller planer på ett offentligt förvärvserbjudande föreligger som insiderspekulation kan ge de stora vinsterna. Det är också då börsstopp till förhindrande av informationsmissbruk synes mest frekvent. Vidare har de fall av misstänkt insiderspekulation som bankinspektionen rapporterat till utredningen till stor del just avsett affärer som gjorts kort tid innan ett förvärvserbjudande offentliggjorts.

Vad nu anförts pekar således på en inte godtagbar lucka i den nuvarande lagstiftningen.

Den viktigaste invändningen mot nuvarande insiderlagstiftning är emellertid bristen på offentligrättsliga sanktioner riktade direkt emot ett förfarande som såväl här i Sverige som internationellt sett i princip bedöms som förkastligt av både värdepappershandelns egna intressenter och samhället i övrigt. Denna brist i lagstiftningen väger så tungt att utredningen anser att den bör botas oberoende av graden av påvisbart missbruk för närvarande. I det sanktionsfria system som hittills gällt har, såsom nyss påpekats, ej heller funnits möjlighet till utredning av misstänkta fall. Bortsett från att ogrundade misstankar om insiderspekulation därmed inte kunnat undanröjas framstår det som otillfredsställande att utredning och bedömning av misstänkta fall förebehållits massmedia. Klart är att ett sådant system i en

renodlad form inte fyller måttet av rättssäkerhet, varken från rättvisesynpunkt, dvs. krav på likformig behandling, eller när det gäller garantier mot misstag, överdrifter o. d.

Den utveckling som den svenska aktiemarknaden undergått måste också tas med i bilden. Under loppet av några år har Stockholms fondbörs vuxit till en av de tio största i världen. Det är angeläget att det på en marknad av denna dimension finns en reglering likvärdig med den som förekommer i andra länder som har väl utvecklade marknader. Som framgått av 6 kap. har t.ex. såväl USA och England som Frankrike en betydligt mer långtgående lagreglering till motverkande av insiderspekulation än den som förekommer i Sverige.

Det framstår sålunda som nödvändigt att införa effektivare åtgärder mot insiderspekulation. Såsom framgått ställer utredningen det kravet på det system som bör gälla på området, att detta medger ett klarläggande av de närmare omständigheterna kring en misstänkt affär och att det också rymmer möjligheten att ingripa med en offentlighetsrättslig reaktion mot den handel som från allmän synpunkt är klart oacceptabel. Vilken uppbyggnad av ett sådant system man än väljer, kan naturligtvis av rättsäkerhetsskäl ej undvaras en normering av vad som skall anses obehörigt eller otillåtet. De av utredningen föreslagna normerna har karaktären av förbud mot de affärer som av allmänna hänsyn är oacceptabla.

Det förhållandet att förbud föreslås införda, innebär emellertid inte att den hittills gällande ordningen helt döms ut. Utredningen är angelägen om att insynen i insiders och deras närståendes affärer inte går förlorad. Dessutom är en anmälningsskyldighet av det slag som gäller nu av vikt för kontrollen av om föreslagna förbud efterlevs. Att registreringsskyldigheten får kvarstå är av viss betydelse också därför att förbuden inte bör eller kan göras så vidsträckta att alla i och för sig klandervärda förfaranden kommer att omfattas därav.

8.2 Allmänt om förbudens avgränsning

Vid bedömningen av vilka affärer som bör förbjudas är två frågor av mer principiell betydelse, nämligen vilken typ av information och vilken personkrets som förbuden bör gälla.

Den information som kan utnyttjas till insiderspekulation kan vara av varierande slag. I första hand förekommer sådan information som avser ett enstaka företag och som genereras genom beslut eller händelser inom detta företag. Tillgången till sådan information har närmast de ledande inom företaget, vissa grupper av anställda på annan nivå i företagets organisation samt i viss utsträckning också större ägare i företaget. Även persongrupper utanför företaget kan dock få information av här angivet slag, t.ex. tjänstemän hos myndigheter, långgivare m.fl. Härjämte finns information som s.a.s. genereras *utanför* företaget. Bl.a. kan nämnas administrativa beslut om företaget, t.ex. koncessioner, samt beslut om långgivning, utgången i processer, initiativ till samgående med företaget, erbjudande om köp av en företagets rörelsegren m.m. Av naturliga skäl är det fler som får del av det senare slaget av information än av den förstnämnda typen. Emellertid gäller

för båda att de till sin typ exklusivt berör ett enskilt företag; de benämns här information om enskilt företag. I motsats till nu nämnd information förekommer annan som är av mer allmän karaktär och som kan beröra värdepappersmarknaden i sin helhet, t.ex. diskontoändringar, valutakursändringar, skattelagstiftning, inhemsk regeringskris och andra liknande händelser av allmän politisk eller ekonomisk natur. Det torde främst vara offentliga funktionärer som får del av sistnämnda information innan den blir allmänt tillgänglig.

Att i ett förbud inbegripa missbruk av sådan allmän information som sist nämnts synes mindre lämpligt. Informationen utmärks ju av att den har en allmänt kursdrivande effekt och för att ett förbud skulle vara meningsfullt måste det uppenbarligen därför avse ej endast handel med värdepapper utgivna av ett särskilt företag utan handel med värdepapper i allmänhet. Om förbudet gjordes så vidsträckt skulle uppenbarligen stora kontrollsvårigheter uppkomma.

Kontrollsvårigheter gör sig gällande också beträffande missbruk av sådan information om enskilt företag som genererats utanför detta. Att utesluta denna typ av information från ett förbuds tillämpningsområde skulle emellertid innebära en för kraftig begränsning. Om t.ex. en strukturförändring i ett företag är av kursdrivande beskaffenhet, bör den sålunda ej få utnyttjas fastän den genererats utanför företaget. En annan sak är att personer som saknar anknytning till företaget har mindre förutsättningar att utnyttja informationen till spekulation i av företaget utgivna värdepapper. Vederbörande är ju normalt ej i stånd att göra en helhetsbedömning av företaget och har därför också sämre utsikter att rätt värdera betydelsen av informationen. Om en vinstgivande affär likväl kom till stånd, skulle denna f.ö. i allmänhet framstå som en tillfällighet och därför ej vara ägnad att i hög grad påverka förtroendet för marknaden.

Det anförda leder till den principiellt sett naturliga avgränsningen, att endast information om enskilt företag bör omfattas av förbud på området och att sådant förbud dessutom bara bör gälla den som har en viss anknytning till det företag informationen rör.

Att genomföra avgränsningen på nu angivet sätt kompliceras dock av att i den situation där behovet av skydd mot insiderspekulation, enligt utredningens mening, är störst, nämligen vid ett planerat take-over-bid, är det personer utanför det företag till vars aktieägare erbjudandet skall riktas och i vars aktier stora kursrörelser kan förväntas ske, som s.a.s. har förstahandstillsgång till den förtroliga informationen. Det går m.a.o. inte att fullt ut tillämpa principen att endast den som har en viss anknytning till ett företag skall omfattas av förbud att under vissa förutsättningar handla med aktier i företaget. Bortsett från nyssnämnda fall, som på grund av sin atypiska men även särskilt betydelsefulla karaktär, föreslås bli föremål för en särreglering, ger utredningens förslag uttryck åt åsikten att endast personer med viss anknytning till ett företag skall vara förhindrade att handla med av företaget utgivna värdepapper. Dessa personer anses enligt lagförslagets terminologi ha en *insynsställning* i företaget. Synonymt betecknas sådana personer fortsättningsvis också som insiders.

Utredningen har ansett det föra för långt att ge normer för hur rena outsiders skall agera på marknaden. Även om en outsider handlar för en

insiders räkning eller annars på dennes tillskyndan kan outsidersns förfarande, med den konstruktion som förordas, inte angripas. Emellertid kan förutskickas att den insider som lämnat ett tips om en väsentlig händelse i ett bolag eller initierat ett bulvanförhållande skall kunna göras ansvarig härför. En fråga för sig är om en tippee eller en bulvan bör få behålla den vinning som gjorts som en följd av en insiders otillåtna agerande. Till denna fråga återkommer utredningen under 8.5.2.

Såsom här antytts föreslår utredningen två förbud, dels ett som syftar till förhindrande av utnyttjande av kännedom om ett planerat s.k. take-over-bid, dels ett av mer allmänt slag och som i huvudsak gäller för personer med insynsställning i ett företag. Det kan redan här nämnas att en bindning föreligger mellan det senare förbudet och registreringsskyldigheten genom att det är insiders som föreslås omfattade av skyldigheten att anmäla sitt och närståendes innehav av aktier i det "egna" företaget och förändringar i innehavet. Att lagstiftningen enligt förevarande förslag disponerats så, att det förra förbudet givits karaktär av huvudbestämmelse, har sin förklaring i att den situation som detta förbud tar sikte på typiskt sett innefattar de största riskerna för insiderspekulation.

8.3 Förbud mot handel inför offentligt erbjudande om aktieförvärv

Såsom nyss framhållits är risken för insiderspekulation särskilt framträdande i samband med att ett företag beslutar sig för att lämna ett offentligt erbjudande om att köpa aktierna i ett annat företag. Förutsättningen för att ett take-over-bid skall kunna genomföras är ju ofta att företaget är berett att för de efterfrågade aktierna betala ett pris som betydligt överstiger den gällande börskursen på aktierna. Den som har insyn i företagets icke offentliggjorda planer kan därför göra en stor privatekonomisk vinst genom att förvärva de med planerna avsedda aktierna för att sedan avyttra dem då marknadsvärdet stigit till följd av anbudets offentliggörande. Den risk som vanligtvis är förbunden med aktieköp föreligger knappast i ifrågavarande fall, eftersom det är känt vad det erbjudande företaget är villigt att betala. Det kan visserligen hända att ett övertagande ej kommer till stånd, men risken för kursförlust på grund härav är liten.

Att informationen om ett take-over-bid eller t.o.m. rykten därom har stor genomslagskraft på börskursen speglas av att sådan information eller sådana rykten är en vanlig orsak till förordnande om börsstopp.

Såsom nämnts tidigare (5.5.2) har Näringslivets börskommitté (NBK) utfärdat särskilda rekommendationer avseende förfarandet vid offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Där förekommer också regler till förekommande av insiderspekulation. I inregistreringskontrakten (p. 9) och OTC-avtalen (p. 10) har börs- och OTC-bolagen åtagit sig att följa dessa NBK:s rekommendationer. Detta förhållande innebär dock ej förpliktelser för de enskilda befattningshavarna i bolagen att för egen del avstå från utnyttjande av den information om planerat samgående som kan komma dem till del. De utomrättsliga normer som sålunda redan finns är enligt utredningens mening klart otillräckliga som

skydd mot ett otillbörligt utnyttjande av information i här avsedda situationer.

Av skäl som nu anförts föreslår utredningen alltså ett förbud för personer med viss anknytning till de involverade företagen att köpa sådana aktier som avses med erbjudandet, innan erbjudandet offentliggjorts. Det kan förutskickas, att förbudet föreslås gälla också köp av aktier i det erbjudande företaget om detta är vad som i 8.4.2 betecknas som aktiemarknadsbolag. Förbudet i denna del lämnas tills vidare åt sidan och berörs först i slutet av detta avsnitt.

Det går inte att inbegripa den inskränkning i rätten till aktiehandel som nu diskuteras i det förbud mot utnyttjande av förtrolig företagsinformation i allmänhet, som enligt vad som närmare utvecklas under 8.4, föreslås gälla för personer med viss insynsställning i ett bolag. Hindret är av systematiskt slag: de som är verksamma i det erbjudande företaget ryms inte inom det erbjudna företagens krets av insiders. Eftersom det i princip endast är handel med aktier i det egna företaget som omfattas av den *i övrigt* föreslagna insiderlagstiftningen skulle alltså en ledande befattningshavare i det erbjudande företaget inte vara förhindrad att köpa de med förvärvserbjudandet avsedda aktierna, om situationen ej reglerades särskilt. Även om en särreglering sålunda är nödvändig, har den emellertid ett stort självständigt värde därför att den markerar informationens särskilt känsliga beskaffenhet. Att det otillåtna i att utnyttja denna typ av information bör inpräglas kommer, såsom tidigare antytts, också till uttryck i det sätt varpå de materiella reglerna om insiderspekulation disponerats. Det förevarande förbudet har nämligen givits karaktär av huvudbestämmelse.

En särskild fråga är när förbudet skall börja att gälla. Frågan aktualiseras av att det kan ta ansevärd tid för förberedelser av erbjudandet, särskilt när det är fråga om ett vänskapligt take-over-bid. Processen kan spänna över flera månader från det att de bägge ledningarna, vanligen de verkställande direktörerna i företagen, först diskuterar om ett samgående till dess förhandlingarna är avslutade. Det skulle kunna framstå som en alltför ingripande åtgärd att under så lång tid förbjuda aktieförvärv. Att låta förbudet gälla endast från det att ett formellt beslut föreligger om att gå ut med ett offentligt erbjudande skulle å andra sidan kunna ge ett önskat utrymme för insiderspekulation.

Utredningen föreslår, att förbudet skall gälla från det att fråga om lämnande av ett offentligt erbjudande väckts i det erbjudande företagens styrelse eller hos annan som har befogenhet att fatta beslut om erbjudandet. Då, såsom i normalfallet, det erbjudande företaget är ett aktiebolag, inträder förbudet sålunda så snart frågan om ett offentligt erbjudande tagits upp i styrelsen. Utredningen är medveten om att missbruk av kannedomen om företagens planer också kan ske dessförinnan. Den situationen kan t.ex. föreligga, att den verkställande direktören i företaget samrått i saken med ordföranden och några till i sin egen styrelse och sedan fört diskussioner med vissa "tungt" företrädare för det andra företaget, därvid en positiv inställning visat sig vara för handen från bägge håll. Den som är informerad om vad som sålunda förevarit har naturligtvis ett informationsförsprång i förhållande till andra investerare som skulle kunna missbrukas. På samma sätt skulle planer på ett fientligt take-over-bid som vunnit stöd hos några få,

särskilt inflytelserika personer i det övertagande företags ledning i något fall kunna leda till insiderspekulation. Emellertid bedöms risken vara förhållandevis liten för att missbruk sker i fall som de nämnda, då endast en handfull personer fått del av planerna och då realiserandet av dessa ändå måste framstå som osäkert. För att få gränsdragningen i denna del av bestämmelsen så klar som möjligt har utredningen funnit den angivna lösningen lämpligast.

Tidigare har getts uttryck för åsikten, att förbudens tillämpningsområde bör begränsas att gälla dem som har en viss anknytning till ett företag. Det har också framhållits, att situationen vid ett förestående offentligt erbjudande om aktieförvärv är atypisk, såtillvida att "riskgruppen" utgörs mindre av företagets egna insiders än av dem som är knutna till det s.k. erbjudande företaget.

Den närmast till hands liggande lösningen i fråga om personkretsens avgränsning kunde synas vara, att göra förbudet tillämpligt på dem i det erbjudande eller det erbjudna företaget som enligt lagförslaget skall anses ha s.k. insynställning i ett företag. Emellertid är det endast vissa kategorier i s.k. aktiemarknadsbolag som enligt lagförslaget hör till insiderkretsen, medan det nu ifrågavarande förbudet bör gälla också personer som är verksamma i ett erbjudande företag som inte har aktier noterade på en marknad. En kongruens mellan de respektive personkategorier som skall omfattas av lagförslagens förbudstyper är därmed inte möjlig. Utredningens förslag innebär, att förbudet mot utnyttjande av information om ett planerat offentligt erbjudande om aktieförvärv skall gälla den som erhållit kännedom om planerna i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos det erbjudande eller det erbjudna företaget eller hos något av dessa företags moderbolag eller moderföretag. Vidare skall det gälla den som fått del av planerna och som är innehavare av aktier eller andelar i det erbjudande eller det erbjudna företaget, om innehavet är av en viss storleksordning.

Att vissa aktie- eller andelsägare förts under förbudet står i överensstämmelse med vad som gäller enligt lagförslaget i övrigt. Detsamma gäller den föreslagna begränsningen, att förbudet endast skall gälla erbjudanden om förvärv av aktier i aktiemarknadsbolag. Dessa avgränsningar skall beröras närmare i anslutning till framställningen om det allmänna förbudet.

Som omnämnts endast i förbigående föreslås, att det förbud som här diskuterats även skall gälla köp av aktie i det erbjudande företaget, om detta är ett aktiemarknadsbolag. Förklaringen är följande. Även det erbjudande företagets aktier påverkas ofta värdemässigt av en sådan strukturförändring som förvärv av merparten av aktierna i ett annat aktiemarknadsbolag medför. I sådana fall skulle visserligen det erbjudande företagets insiders hindras att köpa aktier i det egna bolaget p.g.a. utformningen av det allmänna förbud som behandlas i nästa avsnitt. Det får emellertid anses systematiskt opassande att en och samma situation kan falla under båda de föreslagna förbudsbestämmelserna. Förslaget innebär, att inskränknigen i rätten att köpa aktier p.g.a. ett förestående take-over-bid i sin helhet regleras i den bestämmelse som här behandlats.

8.4 Förbud mot annan handel

8.4.1 Allmänna anmärkningar

Såsom framgått av den tidigare framställningen anser utredningen att de som har särskilt goda förutsättningar till insyn i ett företags verksamhet (personer i s.k. insynsställning eller insiders) bör omfattas av en mer generellt verkande reglering än det specifika förbud som nyss behandlats. Enligt utredningens mening bör insiders över huvud taget vara förbjudna att göra sådana affärer som kan medföra att förtroendet för marknaden kan rubbas. Såsom förutskickats bör detta föreslagna allmänna förbud kombineras med en skyldighet för insiders att anmäla egen och närståendes handel med vissa värdepapper i det företag i förhållande till vilket vederbörande intar en s.k. insynsställning.

Då det gäller utformningen av förbudet måste hänsyn tagas till att informationsmissbruk i allmänhet är svårt att bevisa. Framförallt synes bevisvårigheterna gälla frågan om en affär företagits i syftet att göra en inom kort realiserbar ekonomisk vinst. Såsom framgått av redovisningen av vissa av massmedia uppmärksammade insideraffärer (se avsnittet under 7.2) och lämnade synpunkter på insiderlagens effektivitet (se avsnittet under 7.3) är det vanligt, att insiders förnekar att en under anmärkningsvärda omständigheter företagen insideraffär gjorts i syfte att privatekonomiskt utnyttja kännedomen om icke offentliggjord, kursdrivande information. De förklaringar som kan ges till att en "misstänkt affär" kommit till stånd är till sin beskaffenhet svårkontrollerade. Praktiska skäl gör det därför nödvändigt att låta förbudet omfatta de affärer som uppfyller de objektiva kännetecknen på insiderspekulation oberoende av om ett illojalt motiv föreligger. Ett förbud som gäller också affärer som inte föranletts av vinningssyfte eller faktiskt medfört vinst eller utebliven förlust står f.ö. i överensstämmelse med den lösning som valts i flera andra länders lagstiftning mot insiderspekulation.

Mot bakgrund av det anförda kunde det tyckas ligga nära till hands att utforma förbudet med förebild i någon av de modeller som redan prövats i vårt land och som ej innefattar krav på ett särskilt syfte med affären. Förbudet kunde sålunda tänkas avse antingen handel inom viss tid före offentliggörande av viss kurspåverkande information (jfr. den s.k. 30-dagarsregeln, behandlad under 5.5.1) eller köp och försäljning under en så kort tidrymd att det är fråga om korttidsspekulation (jfr. 39 § fondkommissionslagen, behandlad under 5.4.3). Ingen av de nämnda modellerna förmår dock av skäl som anges nedan att ge annat än ett begränsat skydd mot insiderspekulation.

Vad beträffar ett förbud mot handel under viss tid före offentliggörande av kurspåverkande information är uppenbart att den med förbudet avsedda perioden inte kan göras för lång, ty då blir det knappast något utrymme alls för handel på grund av frekvensen av delårsrapporter m.m. Redan nödvändigheten att begränsa den tid under vilket förbudet varar skulle medföra att vissa illojala förfaranden ej skulle omfattas. Till detta kommer den avgörande invändningen att det i många fall inte går att på förhand bestämma när ett kurspåverkande förhållande uppstår och skall offentliggöras. Åtgärder för samgående mellan företag, försäljning av dotterbolag,

mottagande av stora beställningar och tekniska framsteg m.m. inträffar sålunda inte i enlighet med ett i förväg uppgjort schema. Dessa företeelser kan därför uppenbarligen inte tas som utgångspunkt för ett förbud mot handel inom viss tid dessförinnan. En bestämmelse enligt den nu diskuterade modellen skulle alltså få endast begränsade effekter.

Vad angår ett förbud mot korta affärer är vidare till en början klart, att ett sådant förbud inte på ett avgörande sätt minskar en insiders benägenhet att utnyttja interna, positiva uppgifter om ett företag till att förvärva aktier däri, om han har skäl antaga att den förväntade kursstegringen kommer att ligga fast under en längre tid. Ju större vinst som förväntas desto mindre framstår olägenheten att ha medlen bundna över en längre period. Vidare skulle en insiders utförsäljning av under en längre tid innehavda aktier obehindrat kunna ske, även om försäljningen föranletts av erhållen förtrolig information om en negativ händelse i ett bolag.

Då ingen av de angivna regelmodellerna och inte heller någon annan prövad schablonregel kan anses ändamålsenlig, föreslås i stället en bestämmelse av den huvudsakliga innebörden att den som har en på visst sätt beskaffad insynsställning i ett företag (en insider) är förbjuden att för egen eller annans räkning handla med av företaget utgiven aktie eller därmed likställt värdepapper så länge en i företagets verksamhet inträffad omständighet av kursdrivande natur inte har offentliggjorts. Vederbörande får heller inte med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda annan person till sådan handel.

Något absolut förbud för vissa kategorier föreslås som synes inte. Även den som har en insynsställning blir i princip fortfarande oförhindrad att inneha och handla med de värdepapper han eller hon önskar. Den begränsning i friheten att förvärva och avyttra värdepapper som föreslås är av *momentan karaktär*; den upphör så snart det relevanta förhållandet blivit offentliggjort. För att värdepapperen inte skall förlora i likviditet för vissa innehavare och för att hindret mot handel skall göras så kortvarigt som möjligt ankommer det på den som utgivit värdepapperet att påskynda offentliggörandet av det förhållande som fått förbudet att träda i kraft. Att förbudet på detta sätt indirekt kan påskynda informationen till allmänheten är i sig ägnat att minska möjligheten till informationsmissbruk.

I de följande avsnitten behandlas den närmare avgränsningen av det förbud som här i sina huvuddrag beskrivits.

8.4.2 Begränsningen till vissa värdepapper

Till en början kan konstateras, att handel med obligationer och andra såsom särskilt räntekänsliga bedömda värdepapper bör falla utanför det föreslagna förbudet. Detta står i överensstämmelse med den tidigare framförda åsikten att lagstiftningen bör gälla information om enskilt företag och ej avse information av allmän natur, t.ex. beslut om diskontoändringar.

Det är alltså främst handel med aktier som föreslås bli föremål för särskild reglering. Denna anses dock böra omfatta även vissa andra typer av fondpapper, vars marknadsvärde i stort sett bestäms av samma faktorer som aktiekursen. Hit hör emissionsbevis samt interimbevis. Vidare räknas hit

också konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning samt eventuellt förekommande vinstandelsbevis, dvs. bevis om fordran på grund av ett utgivet s.k. vinstandelslån, vilket utmärks av att räntans storlek är beroende av bolagets vinst eller vinstutdelningen på bolagets aktier.

Beträffande frågan om fondandelsbevis bör omfattas, är visserligen tänkbart att ett förhållande i ett fondbolag, t.ex. ett förestående personskitte i ledningen, någon gång skulle kunna påverka bevisets värde. Detta värde bestäms dock regelmässigt av kursutvecklingen på de aktier eller andra värdepapper som ingår i aktiefonden. Det är m.a.o huvudsakligen interna förhållanden i bolag som utgivit de aktiefonden tillhöriga aktierna som skulle kunna missbrukas till spekulation i fondandelsbevis. Risken för sådan spekulation är dock förhållandevis liten på grund av att fondbolaget enligt 21 § aktiefondslagen ej får förvärva värdepapper med samme utfärdare i en sådan omfattning att värdet därav överstiger en tiondel av aktiefondens värde. Även om värdeförändringar på i fonden ingående aktier i ett visst bolag får återverkningar på kursen på fondandelsbevisen blir dessa återverkningar därför relativt små; en förväntan om sådana värdeförändringar torde därför i allmänhet ej inbjuda till insiderspekulation i fondandelsbevis.

Det är framförallt s.k. börspapper¹ som bör skyddas mot att bli föremål för insiderspekulation. Detta beror på den särskilda betydelse börshandeln har för upprätthållande av en hög omsättning i fondpapper och den roll börserna i övrigt, bl.a. genom kursställningen, spelar för värdepappersmarknadens funktionsduglighet. Ett annat skäl är att börshandeln ger insidern möjlighet att agera anonymt, vilket skapar särskilt gynnsamma betingelser för insiderspekulation.

En gränsdragning innebärande att endast börspapper omfattas av lagen kan dock te sig för snäv, åtminstone om man beaktar en sannolik utveckling av fondpappershandeln. Såsom tidigare nämnts har åtgärder vidtagits för att få till stånd en livligare handel i aktier i mindre och medelstora företag utanför börserna. Det system som valts (det s.k. market-maker-systemet) bygger på att bolag av en viss storleksordning som har behov av riskvilligt kapital kan träffa överenskommelse med en fondkommissionär om att denne garanterar en marknad i bolagets aktier. Fondkommissionären skall sålunda i sin ställning av s.k. market maker på begäran av allmänheten ange den köp- respektive säljkurs till vilken fondkommissionären är villig att köpa eller sälja aktier i bolaget. Utredningen kan nu inte bedöma hur många företag som kommer att representeras på den s.k. OTC-marknaden eller hur stor omsättningen kommer att bli på denna marknad. Ändå talar, enligt utredningens mening, flera skäl för att redan nu likställa OTC-papper med börspapper. Bortsett från att insiderspekulation naturligtvis även kan ske i OTC-papper, finns nämligen sådana likheter mellan OTC-papper och börspapper att det är naturligt att de i det hänseende som nu är i fråga förs under samma reglering. Sålunda kommer handeln med OTC-papper till följd av fondkommissionärens roll i systemet att stå under bankinspektionens kontroll. Vidare är bolag som utgivit OTC-papper liksom börsbolag s.k. avstämningsbolag. Av än större betydelse är att OTC-bolagen genom avtal förbundit sig att lämna samma slags information till marknaden som

¹Med börspapper avses fondpapper som är inregistrerat vid Stockholms fondbörs. Jfr 1 § andra stycket förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs

börsbolagen är skyldiga att lämna enligt de s.k. inregistreringskontrakten. Härtill kommer, att det under riksdagsbehandlingen av förslaget om de nya formerna för aktiehandeln betonades (NU 1981/82:43 s 8 f) att villkoren för handeln med icke börsnoterade aktier borde bestämmas så att de som placerar pengar i sådana värdepapper skall få ett skydd likvärdigt med det som förekommer vid köp av börsnoterade aktier. Det kan i sammanhanget också nämnas, att insiderlagens tillämpningsområde varit utsträckt till aktier som noterats på den nu upphävda s.k. fondhandlarlistan.

Utredningen föreslår alltså att förbudet skall gälla aktier i sådana aktiebolag som är börsbolag, dvs. har aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs, eller är OTC-bolag, dvs. bolag som med fondkommissionär träffat avtal om att denna skall ställa kurser och handla med aktier i bolaget. Som en gemensam beteckning på bolag av angivet slag används i lagförslaget termen *aktiemarknadsbolag*.

Med hänsyn till att det tidigare gällande förbudet att registrera utländska aktier vid fondbörsen, upptaget i upphävda 2 § börsordningen (1969:546), inte överförts till förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs och utländska och svenska aktier därmed i princip likställts, kunde synas naturligt att låta nu ifrågakvarande förslag gälla aktier i både inhemska och utländska bolag. Emellertid har den möjlighet att inregistrera utländska aktier vid Stockholms fondbörs som öppnats genom nya börslagstiftningen endast inneburit ett marginellt tillskott av utländskt material i den svenska börshandeln. Detta beror på att den svenska valutastiftningen, allttjämt begränsar s.k. valutainlåningars möjlighet att investera i värdepapper utfärdade i utlandet.

Härtill kommer, att efterlevnaden av ett förbud som också gäller utländska aktier blir svårt att kontrollera. Därför föreslås förbudet omfatta endast handel med aktier i svenska bolag. Om inslaget av utländskt material på den svenska marknaden skulle avsevärt öka, förutsätts att bankinspektionen i samråd med styrelsen för Stockholms fondbörs tar initiativ till lämpliga åtgärder. En möjlighet synes vara att i inregistreringskontraktet med ifrågakvarande utländska bolag uppställa de särskilda åligganden som kan vara påkallade för att handeln med aktier i det utländska bolaget väsentligen skall vara underkastad de villkor som gäller för handeln med motsvarande inhemska värdepapper.

8.4.3 Personkretsens avgränsning

Som nämnts föreslår utredningen att insiderbegreppet företrädesvis skall omfatta en särskilt kvalificerad krets med vad i lagförslaget benämns insynsställning i ett aktiemarknadsbolag.

Vid bestämningen av vilka kategorier som bör anses ha insynsställning gör sig flera aspekter gällande. Ett självklart krav är att den som ges insynsställning har en särskild möjlighet till insyn i bolagets angelägenheter. En lätt konstaterbar, närmare anknytning till det enskilda bolaget bör föreligga. Vederbörandes ställning i eller anknytning till bolaget bör också vara sådan att det ter sig motiverat att ställa särskilda krav på att han eller hon inte missbrukar sin insynsmöjlighet. Vidare bör undvikas en alltför detaljerad och vidlyftig uppräkningslista.

Den nu gällande insiderlagen innehåller i 2 § en uppräknig av de kategorier som är anmälningsskyldiga enligt lagen. Gemensamt för de anmälningsskyldiga är att de har en faktisk insyn i det bolag som de har anknytning till. Även i vissa andra hänseenden är urvalet gjort på ett sätt som nära svarar mot vad som bör vara bestämmande för personkretsens avgränsning. Det har vidare på grund av att insiderlagen varit i kraft i mera än tio år kommit att bli naturligt att betrakta de ifrågavarande kategorierna som insiders. Med hänsyn härtill anser utredningen att den anmälningsskyldiga kretsen enligt insiderlagen bör bilda kärnan i den grupp av personer som enligt föreliggande förslag skall anses ha insynsställning i ett aktiemarknadsbolag.

Sålunda anses, enligt lagförslaget, den ha insynsställning i bolaget som däri är styrelseledamot eller suppleant, verkställande eller vice verkställande direktör och revisor eller suppleant. Anmälningsskyldigheten enligt insiderlagen gäller också chef för bolagets bokföring eller medelsförvaltning och innehavare av annan ledande befattning som normalt medför förtrolig kännedom om sådana bolagets förhållanden som kan påverka kursen på aktier i bolaget. Även dessa kategorier omfattas av förevarande lagförslag.

I det tidigare (avsnittet 7.5.7) har aktualiserats en utvidgning av insiderkretsen till vissa kategorier.

En sådan omnämnd kategori är aktieägare. Dessa har naturligtvis särskild anledning att följa bolagets verksamhet och utveckling. Varje aktieägare har dock knappast utsikt att erhålla information om företaget som inte är tillgänglig för allmänheten. Då det gäller stora aktieägare får man dock räkna med att dessa ofta får förhandstillgång till förtrolig information om företaget. Från det fall där aktieägaren själv är styrelseledamot kan bortses i detta sammanhang, eftersom styrelseuppdraget i sig ger aktieägaren en insynsställning i lagförslagets mening. Vidare bortses tills vidare från de fall där aktieägaren är en juridisk person.

Utredningen är av den uppfattningen att en större aktieägare bör ges insynsställning även om han eller hon inte ingår i styrelsen. Visserligen är det som styrelseledamot vederbörande har störst utsikter att få tillgång till förtrolig information, men inte sällan torde informationen nå en större aktieägare i förtid fastän denne ej själv har en plats i styrelsen. Om styrelseposten innehas av en person som kan sägas vara en större aktieägare närstående, en inte ovanlig situation, får man sålunda räkna med att viktigare händelser i bolaget rapporteras till aktieägaren. En större aktieägare torde också i viss utsträckning erhålla information p.g.a. att direktkontakt etablerats mellan honom och företagsledningen. Det framstår därför som konsekvent, att större aktieägare ges insynsställning oavsett om de själva ingår i styrelsen. Därmed kan dessa aktieägare ej heller – genom att avböja erbjudande om styrelsepost – disponera över om de skall anses som insiders eller inte.

Utredningen föreslår alltså, att en fysisk person som äger en viss andel aktier i ett aktiemarknadsbolag skall anses ha insynsställning i bolaget. För att förhindra ett kringgående på det sättet att en aktieäggande fysisk person uppdelar sitt aktieinnehav på sig och på ett eller flera av honom ägda bolag eller på sina anhöriga föreslås vidare, att de aktier som ägs av sådana

närstående personer i princip skall betraktas som aktieägarens egna.

Frågan vilken storlek på aktieinnehavet som skall krävas för att en aktieägare skall betraktas som insider bör enligt utredningens mening lösas på grundval av innehavets procentuella andel av aktiekapitalet eller av rösterna i bolaget. Utredningen är medveten om att det kan råda delade meningar om vilket procenttal som bör gälla. Ett för företagen i gemen helt adekvat procenttal för vad som brukar kallas större aktieinnehav finns inte. I vissa bolag med stort aktiekapital och med stor spridning på aktierna ger innehav av en förhållandevis liten procentuell andel av rösterna utsikter till insyn i bolaget, medan i bolag av motsatt slag procentandelen måste vara större för att medföra insyn. Var gränsen än sätts uppstår därför effekter som normalt är förbundna med en schablonregel. Utredningen har stannat för att föreslå, att en fysisk person som tillsammans med honom närstående personer äger 5 procent av aktiekapitalet eller rösterna i ett aktiemarknadsbolag skall anses ha insynsställning i bolaget.

Att utredningen valt just en 5-procentsgräns förklaras av det följande. Det får anses obestridligt, att ett samband föreligger mellan ägarinflytande och möjligheten att erhålla exklusiv information. I några andra sammanhang har lagstiftaren tidigare tagit ställning till vilket aktieinnehav som kan medföra ägarinflytande eller aktivt ägaransvar. Sålunda får enligt 22 § aktiefondslagen i aktiefond ej ingå mer än 5 procent av röstvärdet för samtliga aktier i ett och samma bolag. Enligt 7 kap. 17 § försäkringsrörelselagen (1982:713) får inte heller ett försäkringsbolag äga större andel av aktierna i ett aktiebolag än som svarar mot ett röstetal om högst 5 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Orsaken är i båda de nämnda fallen att det ansetts att ett för stort ägarinflytande skulle följa med ett innehav som representerar ett högre röstvärde. Såsom närmare skall beröras under 10.2.3 har lagstiftaren inte entydigt tagit ställning till att ägarinflytande uppkommer redan vid ett innehav representerande 5 procent av rösterna. Med hänsyn till att i större bolag även ett mindre röstinnehav under vissa omständigheter kan ha strategisk betydelse, synes emellertid en högre gräns än den valda olämplig i detta sammanhang.

I det fall aktieägaren är en juridisk person kan naturligtvis information om bolagets verksamhet nå den aktieägande juridiska personen, dvs i praktiken dess ledande befattningshavare eller dess styrelse, på samma sätt som då aktierna ägs av en fysisk person. Utredningen har övervägt om nämnda personer i den aktieägande juridiska personens ledning också bör göras till insiders i det ägda aktiemarknadsbolaget, till vilket de alltså bör göras till medelbar anknypning. Den risk som här föreligger är ju att de ifrågakvarande personerna utnyttjar erhållen kursdrivande information till handel med aktier i aktiemarknadsbolaget antingen för den juridiska personens räkning (insiderspekulation till förmån för aktieägande juridisk person) eller för egen del.

Vad gäller risken för insiderspekulation till förmån för en aktieägande juridisk person begränsas denna risk i viss mån av att den juridiska personens företrädare i aktiemarknadsbolagets styrelse enligt huvudregeln i förslaget inte får göra affär för den juridiska personens räkning då han är förhindrad att göra en aktieaffär för egen del. Visserligen följer av ett förslaget undantag från huvudregeln, närmare behandlat i avsnitt 13.1 under 9 §, att en

person i insynställning i princip skall vara oförhindrad att delta i en juridisk persons beslut om förvärv eller försäljning av aktie, men vederbörande kommer enligt denna undantagsregel likväl inte att få initiera eller aktivt verka för genomförandet av en affär som han inte får göra för egen del. Även andra faktorer kan sägas reducera risken för insiderspekulation till förmån för en aktieäggande juridisk person. Först och främst kan påpekas att det privatekonomiska motivet till insiderspekulation i ifrågavarande fall gör sig gällande med mindre styrka; det är ju den aktieäggande juridiska personen och inte den enskilde som i varje fall primärt gör vinsten. Det bör också beaktas att s.k. klassiska institutionella placerare, varmed i huvudsak avses försäkringsbolag, fjärde AP-fonden, investmentbolag och vissa stiftelser, genom sin ställning på värdepappersmarknaden har ett eget intresse att värdepappershandeln fungerar på bästa sätt och med allmänhetens förtroende. De vinster eller uteblivna realisationsförluster som ett utnyttjande av enskilda, icke offentligtgjorda kursdrivande händelser kunde medföra skulle vidare i allmänhet ej ha annat än en mycket begränsad effekt på dessa institutioners rörelseresultat. Detta sammanhänger dels med den digra aktieportfölj var och en av institutionerna förfogar över och institutionernas stora omsättning och dels med att tillgång till eller efterfrågan på en särskild aktie är begränsad under den korta tid som i allmänhet står till buds för insiderspekulation. Till detta kommer att flera personer i allmänhet är involverade i placeringsbesluten, vilket gör risken för obehöriga förfaranden mindre.

Vad nu anförts gäller till en del också andra än de s.k. klassiska institutionerna, exempelvis stora rörelsedrivande bolag.

En annan dimension av det problem som här berörs är, som nämnts, att de som är verksamma hos en institutionell placerare eller annan aktieäggande juridisk person kan utnyttja den förtroliga information som når den juridiska personen till s.k. egenhandel. Om t.ex. ett investmentbolag p.g.a. sitt stora innehav av aktier i ett aktiemarknadsbolag har en representant i detta bolags styrelse, kan sålunda den information om aktiemarknadsbolaget som denne inhämtar vidarebefordras till bl.a. investmentbolagets styrelse, vars ledamöter därmed erhåller ett informationsförsprång. Risken för obehörig egenhandel är obestridligen större än risken för insiderspekulation till förmån för aktieäggande juridisk person, men får inte överdrivas. En person som representerar en aktieäggande juridisk person i ett aktiemarknadsbolags styrelse har uppenbarligen ett ansvar också gentemot detta bolag. Normalt kan han därför förutsättas iakttaga den sekretess bolaget åstundar och därmed förhindra insiderspekulation. Om styrelsesammanträdena i aktiemarknadsbolaget och den aktieäggande juridiska personen inte sker i nära anslutning till varandra bortfaller också en stor del av den information som kan missbrukas av exempelvis styrelseledamöterna i den aktieäggande juridiska personen. Detta är en följd av börsbolagens skyldighet enligt inregistreringskontrakten och OTC-bolagens åtaganden i avtal med Market Makers till ett snabbt offentliggörande av väsentliga händelser i bolagens verksamhet.

Utredningen finner sammanfattningsvis, att riskerna för insiderspekulation i följd av att juridiska personer är stora ägare av aktier förekommer utan att vara särskilt framträdande. Vad som skulle krävas för att åtminstone

teoretiskt eliminera dessa risker är en avsevärd utsträckning av insiderkretsen. Ambitionen att låta alla upptänkliga fall omfattas av lagen måste vägas mot det ökade administrativa besvär och de ökade kontrollsvårigheter som blir följden härav. Vidare bör beaktas att den här föreslagna ordningen innefattar en nyhet i lagstiftningen och att erfarenheter således saknas om hur effekterna blir. Vidare bör av hänsyn till den enskildes intresse restriktivitet iakttas då det gäller en utsträckning av den anmälningsskyldighet som i förslaget kopplats till insynsställningen. Utredningen gör med hänsyn till det anförda den bedömningen att en utvidgning av insiderkretsen bör begränsas till dem som är knutna till sådana aktieägende juridiska personer som har ställning av moderbolag eller moderföretag i förhållande till ett aktiemarknadsbolag. Anledningen är naturligtvis att en koncentrerad och de som biträder denna har alldeles särskilda förutsättningar att hålla sig à jour med vad som tilldrar sig i ett dotterbolag. Från insynssynpunkt torde det sålunda inte vara nämnvärd skillnad mellan den som har sin verksamhet förlagd till aktiemarknadsbolaget och den som har motsvarande uppgifter i bolagets moderbolag eller moderföretag. Utredningens förslag går därför ut på att företagen i nu avsett hänseende likställs. Detta innebär, att en innehavare av en befattning eller ett uppdrag i moderbolaget eller moderföretaget skall anses ha insynsställning i dotterbolaget, om motsvarande befattning eller uppdrag i dotterbolaget skulle ha grundat insynsställning.

Av skäl som tidigare anförts (avsnitten 7.5.1 och 7.5.7) anser utredningen, att det finns skäl att också vissa uppdragstagare (konsulter) i aktiemarknadsbolaget eller dess moderbolag eller moderföretag förs under insiderlagstiftningen. De som är mera stadigvarande knutna till företaget och som genom sitt uppdrag får insyn i vitala delar av verksamheten bör jämföras med ledande befattningshavare med motsvarande insyn. Om arbetet för bolagets räkning sker i anställning eller till följd av ett särskilt uppdrag av stadigvarande natur innebär alltså, enligt förslaget, inte någon avgörande skillnad. Då det gäller innehavare av kvalificerade uppdrag av mera tillfällig natur kan dessa, som nämnts, ha en full insyn i bolaget, vilket kunde göra det motiverat att föra dem till insiderkretsen. Emellertid står samtidigt klart, att de inte i alla delar kan bli föremål för den reglering som föreslås beträffande andra med insynsställning, därför att bolagen ofta av konkurrenshänsyn kan antas vilja hemlighålla tillfälligt givna uppdrag. Det bedöms t.ex. inte lämpligt att göra sådana uppdragstagare anmälningsskyldiga. Med hänsyn till att anknytningen till bolaget är av övergående natur och till att det föreslagna systemet även i övrigt är mindre passande med avseende på nu berörd kategori, hålls denna i förslaget utanför insiderkretsen.

Utredningen anser, att en ytterligare utvidgning av insiderkretsen över huvud taget inte bör ske. Att de ytterligare kategorier som nämnts under 7.5 inte anses böra omfattas av förbudet har väsentligen sin grund i vad som anförts i det följande.

Fastän varje anställd i ett företag kan anses som en potentiell insider därför att vederbörande har större förutsättningar än gemene man att få del av förtrolig information om företaget, anser utredningen att en utsträckning av förbudet till alla anställda är alltför långtgående. Med hänsyn till den möjlighet till insyn i ett företags förhållanden som lagen (1976:580) om

medbestämmande i arbetslivet öppnat kunde likväl anses befogat att åtminstone de som erhållit kännedom om ett kursdrivande förhållande vid information eller förhandling enligt nämnda lag likställdes med insiders och därigenom träffades av förbudet. Ifrågavarande kategori är dock inte nödvändigtvis knuten till det enskilda företaget. Den bör därför enligt de allmänna principer utredningen tidigare givit uttryck åt hållas utanför förbudets tillämpningsområde. Det kan också förutsättas, att meddelande till Stockholms fondbörs eller bolagets market maker genast görs då information eller förhandling enligt MBL rör ett kursdrivande förhållande. Utrymmet för missbruk är sålunda i dessa fall begränsat.

Den nys omnämnda frånvaron av anknytning till företaget är ett skäl till att inte heller offentliga funktionärer anses böra föras under förbudet. Ett annat skäl är att behovet av en sådan utvidgning naturligtvis är mindre med hänsyn till att förbudet endast avser s.k. information om enskilt företag och ej politiska beslut eller andra händelser av allmän räckvidd. Skydd mot informationsmissbruk av offentlig funktionär har f.ö. sin naturliga plats i sekretesslagen, där bestämmelse i ämnet (1 kap. 4 §) också förekommer.

Vad slutligen angår den möjlighet att förutse kursutvecklingen som dotterbolags befattningshavare och styrelseledamöter kan ha (jfr 7.5.3), är uppenbart att en sådan möjlighet mera tillfälligtvis yppar sig. En utvidgning av personkretsen till dem som är verksamma i eller för ett aktiemarknadsbolags dotterbolag skulle med hänsyn härtill framstå som onödig.

8.4.4 Väsentlighetsrekvisitet

Det är naturligtvis insideraffärer av mera omfattande eller mera inkomstbringande slag som i första hand kan äventyra förtroendet för aktiemarknaden. Förslaget om förbud på området har huvudsakligen tillkommit för att det skall bli möjligt att ingripa mot och förhindra sådana affärer. Att kunna ingripa i alla fall där förtrolig information utnyttjats är däremot inte nödvändigt. Från resurssynpunkt är det dessutom en fördel om tillsynsmyndigheten kan begränsa sina insatser till allvarligt informationsmissbruk. Förbudet bör därför inskränkas till att gälla utnyttjande av sådan information som är av beskaffenhet att *väsentligt* påverka kursen när den offentliggöres.

Ett annat motiv för det väsentlighetsrekvisit som föreslås är intresset att förbudet inte skall hindra en normal handel i aktier. I ett aktiemarknadsbolag i allmänhet och i ett börsbolag i synnerhet förekommer en strid ström av uppgifter rörande bolagets verksamhet. En del av dessa uppgifter kan, om de närmare analyseras, vara ägnade att påverka kursen. Det är utredningens åsikt, att några ingående överväganden om händelsernas kurspåverkande beskaffenhet inte skall behöva göras. Detta kunde få till följd att en insider avstod från att över huvud taget handla med aktier i det egna bolaget, och en sådan effekt är inte önskvärd. En annan följd kunde bli att aktieinnehavet under längre perioder blev bundet och därmed förlorade sin likvida karaktär, något som inte heller står i samklang med lagförslagets syften. Som en följd av väsentlighetsrekvisitet skall förbudet gälla endast då händelsens betydelse för bedömningen av bolaget kan sägas vara iögonenfallande och lika påtagligt kan vara kursdrivande.

En ytterligare aspekt som utredningen anser vara värd beaktande är rättssäkerhetsaspekten. Det måste vara möjligt för bolagsledningen – eller insidern själv – att på ett någorlunda säkert sätt bedöma, när information av här diskuterat slag skall föranleda uppmärksamhet i aktiehandeln. En viktig fördel med den här valda beskrivningen av förutsättningarna för förbudet är anknytningen till de skyldigheter att lämna information som för börsbolagens del grundas på inregistreringskontraktet och som för OTC-bolagens del följer av det avtal som träffats med en market maker. Enligt 10 p. inregistreringskontraktet och 11 p. avtalet angående OTC-notering skall sålunda bolagen genast delge börsen respektive en market maker uppgift om "beslut eller händelse som är av beskaffenhet att i icke oväsentlig grad påverka den bild av bolagets, eller när bolaget är moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning eller delårsrapport eller annat som förekommit därefter". Meningen är att förbudet mot insiderhandel typiskt sett skall gälla i och med att informationsskyldighet enligt nyssnämnda bestämmelser inträder.

8.5 Följder av att förbud överträds

8.5.1 Straffansvar

Lagstiftning mot insiderspekulation skulle te sig otillräcklig om den inte rymde möjligheten att beivra överträdelser. I enskilda fall av styrkt insiderspekulation, kanske med stor ekonomisk vinning som följd, skulle det väcka anstöt om någon form av sanktion inte skulle stå till buds.

Det normala är att överträdelse av lag eller annan författning medför straff, dvs. böter eller fängelse, eller annan sådan brottspåföljd som avses i 1 kap. 3 § BrB. Ett relativt nytt inslag i den svenska rättsordningen är att regelöverträdelser i vissa fall sanktioneras med särskild avgift i stället för med traditionell brottspåföljd. Utmärkande för dessa s.k. administrativa avgifter eller sanktionsavgifter är att de erläggs till det allmänna och utgör en form av ekonomisk påföljd. En översiktlig systematisering av de olika avgifter som förekommer och deras funktioner är intagen i prop. 1981/82:142 s. 89 ff.

Ett uttagande av avgifter på administrativ väg kan emellertid inte komma i fråga på förevarande område. Detta beror på de bevis- och bedömningsfrågor som de föreslagna normerna ofta torde ge upphov till. Inte heller ett system där allmän domstol på talan av åklagare bestämmer huruvida en avgift skall utgå är lämplig (jfr 8 § lagen 1976:666 om olovligt byggande). Ett sådant system förutsätter naturligen att avgiftens storlek görs beroende av på förhand bestämda förhållanden, t.ex. affärens omfattning eller vederbörandes ekonomiska utbyte därav. Därmed betas domstolen möjligheten att beakta samtliga omständigheter av betydelse och att avpassa reaktionen därefter, vilket inte är önskvärt. Härtill kommer, att ett avgiftssystem, hur det än är konstruerat, måste anses ge ett otillräckligt uttryck åt samhällets avståndstagande från den oart inom aktiehandeln som insiderspekulation utgör.

Utredningen föreslår alltså, att överträdelse av ett förbud skall kunna medföra straff.

Förslaget medför att allmän domstol får göra prövningen av om förbuden i enskilda fall överträtts. Detta kunde synas vara en olägenhet med hänsyn till att allmän domstols ledamöter i allmänhet får förutsättas vara obekanta med förhållandena på värdepappersmarknaden och den speciella problematik som insiderspekulation för med sig. Förhållandet framstår likväl inte som något hinder för en straffsanktionerad modell. Det är inte ovanligt att våra allmänna domstolar får ta hand om problem av de mest skiftande slag och att de på förhand inte besitter kunskaper i alla fack- eller tekniska frågor som kan tänkas komma under deras bedömning. Genom bl. a. sakkunniginstitutet i 40 kap. rättegångsbalken sörs för att en domstol skall kunna göra en initierad bedömning även i sådana frågor.

Frågan i vilken utsträckning straffansvar i praktiken kommer att utkrävas är nödvändigt förbunden med spörsmålet om straff skall förutsätta ett uppsåtligt handlande eller om redan oaktsamhet skall kunna medföra ansvar.

I ett antal brottsbeskrivningar i brottsbalken förekommer att oaktsamhet (culpa) uppställs som subjektivt rekvisit. Huvudregeln är emellertid att uppsåt (dolus) krävs för ansvar². I specialstraffrätten är mångfalden av oaktsamhetsbrott så stor, att det är oegentligt att hävda att angivna huvudregel gäller för det straffrättsliga området i stort³.

Flera gånger tidigare har framhållits, att den föreslagna skärpningen av insiderlagstiftningen föranletts av en önskan att kunna ingripa främst mot de allvarligaste fallen av informationsmissbruk. Det kunde därför te sig konsekvent att låta endast uppsåtliga fall medföra straffansvar. Det förefaller dock som att svårigheten att styrka uppsåt alltför starkt skulle begränsa möjligheten att ingripa mot klandervärda affärer. Vidare skulle en sådan begränsning kunna ge uttryck för en alltför hög tolerans mot försumliga insiders. Lagen bör därför innefatta krav på försiktighet till undvikande av otillåten handel. Det är dock angeläget att aktsamhetskravet inte ställs så högt att en legitim handel hämmas. Straff bör därför inte komma i fråga i andra fall än då ett förbud överträtts av grov oaktsamhet. Bedömningen av om grov oaktsamhet förelegat bör, enligt utredningens mening, inte bara avse själva handlingen utan också frågan om den försumlige har en sådan ställning i eller anknytning till företaget att han normalt anförtros väsentlig information. Med en sådan ställning eller anknytning bör m. a. o. följa större krav på aktsamhet. Det sagda har främst avseende på förbudet att utnyttja förtrolig information om ett förestående take-over-bid, vilket ju gäller också andra än de ledande i ett företag. Om en arbetstagar på lägre nivå i ett företags organisation av en tillfällighet fått kännedom om planerna på ett förvärvserbjudande bör det endast i undantagsfall komma i fråga att utkräva straffansvar för annat än uppsåtligt handlande.

I 23 kap. brottsbalken är intaget bestämmelser rörande ansvar för den som medverkat till brott. Enligt huvudregeln (23:4) skall ansvar som i brottsbalken är stadgat för viss gärning ådömas ej blott den som utfört gärningen utan jämväl annan som främjat denna med råd eller dåd. Enligt sin ordalydelse är alltså vad som stadgas i det anförda lagrummet tillämpligt endast beträffande brott som är upptagna i brottsbalken. Otivelaktigt skall lagrummet emellertid i mycket vid utsträckning tillämpas inom specialstraffrätten. Om inte medverkandebestämmelser med ett avvikande innehåll förekommer i

²Jfr 1 kap. 2 § första stycket BrB

³Jfr lagrådets uttalande i NJA II 1962 s. 47 ff

den specialstraffrättsliga författningen och det inte är fråga om s.k. ordnings- eller polisförseelser, gäller sålunda 23 kap. 4 § även om författningen i fråga inte innehåller något därom. Av avgörande betydelse i förevarande sammanhang är att begränsningen av straffbarheten till en viss kategori inte utesluter att även en utomstående skulle kunna bestraffas för medverkan till brott som gjorts av ett s.k. specialsubjekt, något som följer av det angivna lagrummets andra stycke andra punkt.

Utredningen har tidigare gett uttryck för åsikten, att uppställda förbud endast bör gälla en krets med särskild anknytning till ett aktiemarknadsbolag eller till ett företag som planerar ett s.k. take-over-bid. I konsekvens härmed bör straffansvar för medverkan inte komma i fråga.

8.5.2 Ekonomisk sanktion

Om kursen på aktie utvecklas på det sätt en insider normalt förutsätter när denne utnyttjar förtrolig företagsinformation uppkommer en lätt realiserbar vinst för insidern. Det torde vara en allmän uppfattning att sådan vinning är obehörig och att insidern, i varje fall om utnyttjandet av informationen utgör brott, inte bör få behålla vinsten. Samma synsätt torde gälla i fråga om vinning som gjorts av annan än insider, om vinningen uppkommit därigenom att en insider på ett lagstridigt sätt gett tips om inträffad, icke offentliggjord händelse i ett bolag och tipset utnyttjats för handel med aktier i bolaget. Uppfattningen att de som beretts vinning genom brott inte bör få behålla vinningen kommer, som skall framgå av det följande, till ett direkt uttryck i gällande lag.

Då vinst genom ett lagstridigt handlande motsvaras av en förlust för annan medför utdömmande av skadestånd både gottgörelse för den skadelidande och undanröjande av den obehöriga vinst som uppkommit. Kan en insider bli skyldig att utge skadestånd behöver uppenbarligen särskilda åtgärder för att eliminera obehörig vinst till följd av insiderspekulation inte vidtas.

Vid affär direkt mellan insider och köpare eller säljare kan skadeståndsskyldighet uppkomma enligt allmänna regler om skadestånd i kontraktsförhållanden. Om vid sådan s.k. direktaffär insidern – p.g.a. att denne förtigt en kursdrivande händelse – gjort sig skyldig till bedrägeri kan också skadestånd utgå enligt 2 kap. 4 § skadeståndslagen (1972:207), vilken bestämmelse föreskriver att den som genom brott vållat ren förmögenhets-skada skall ersätta skadan. Beträffande möjligheten att erhålla skadestånd enligt nu nämnda paragraf också då affären är brottslig enligt utredningsförslaget är av betydelse att utredningens föreslagna straffbud utformats som skydd för förtroendet för värdepappersmarknaden i allmänhet och inte som skydd för eventuellt skadelidande. När en handling straffbelagts för att skydda något annat intresse än den skadelidandes, utgår inte skadestånd p.g.a. brottet⁴.

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

⁴Jfr Hellner, Skadeståndsrätt, 3 uppl., 1976, s. 35 f

eget bolag. För övrigt kan i den anonyma börshandeln inte klarläggas vem som erhållit de aktier insidern sålt eller vems aktier insidern köpt.

Sammanfattningsvis kan därför slås fast, att möjligheten att neutralisera en insiders obehöriga vinst genom utnyttjande av skadeståndsinstitutet står till buds i mycket begränsad utsträckning.

Ett sätt att bota denna brist är att ge möjlighet att förverka en vinst som uppkommit genom otillåten aktieaffär.

Det finns både i brottsbalken och på många håll inom specialstraffrätten bestämmelser som innebär att egendom under vissa förutsättningar kan förklaras förverkad till staten. Sådant förverkande, som är en form av konfiskation, beslutas i regel av domstol. Förverkande är inte någon brottspåföljd i brottsbalkens mening utan hänförs till den samling av straffrättsliga sanktioner som går under beteckningen särskild rättsverkan av brott. Terminologiskt brukar man skilja mellan sakförverkande, varigenom en viss angiven egendom förklaras förverkad, och värdeförverkande, som innebär en förpliktelse för den berörde att utge ett visst för varje särskilt fall fastställt penningbelopp. Brottsbalkens bestämmelser om egendomsförverkande är samlade i 36 kap. Detta kapitel fick i huvudsak sin nuvarande lydelse genom lagstiftning år 1968 (prop. 1968:79, 1 LU 1968:33, rskr 1968:229) på grundval av betänkandet SOU 1960:28. 36 kap. BrB är med vissa undantag tillämpligt även på förverkandebestämmelser som förekommer i specialstraffrättslig författning, om inte annat är föreskrivet.

Den förverkandeform som kan övervägas i detta sammanhang, där ändamålet är att undanröja en uppkommen obehörig vinst, är värdeförverkande.

Mot införande av en bestämmelse om värdeförverkande kunde invändas, att en sådan bestämmelse är obehövlig eftersom reaktionen på förfaranden i strid mot uppställda förbud kan göras så kännbar som omständigheterna kräver utan att det föreligger möjlighet att förverka vinningen av förfarandet. Anledningen skulle vara att förfarandena kriminaliserats. Enligt utredningens mening kan det emellertid förutses situationer där det vore rent stötande om person fick behålla vinst som gjorts genom lagstridigt utnyttjande av förtrolig företagsinformation även om kännbart straff utmätts. Den här aktualiserade aspekten ger därför inte tillräcklig anledning att avstå från en bestämmelse om förverkande.

Inte heller eventuellt uppkommande svårighet att exakt fastställa den vinning som uppkommit av ett brottsligt förfarande på området synes böra få verka hindrande för en bestämmelse om värdeförverkande. Svårighet av det omnämnda slaget är inte något unikt för förevarande rättsområde. Tvärtom är det ett problem som i rättstillämpningen ofta uppkommer vid fastställande av storleken av vinning eller skada. Problemet löses normalt genom att domstol får göra en skälighetsuppskattning. Det kan här erinras om den allmänna regeln i 35 kap. 5 § rättegångsbalken, RB. Enligt denna bestämmelse får rätten, om full bevisning inte alls eller endast med svårighet kan föras om storleken av en skada, uppskatta skadan till skäligt belopp. Ett mer näraliggande exempel är den 1982 införda särskilda förverkandebestämmelsen i 36 kap. 3 a § BrB, som gäller förverkande av värdet av de ekonomiska fördelar som kommit näringsidkare tillgodo i anledning av brott som begåtts i utövningen av näringsverksamhet. I paragrafens tredje stycke sägs, att om

bevisning om vad som skall förklaras förvekat inte alls eller endast med svårighet kan föras, får värdet uppskattas till ett belopp som är skäligt med hänsyn till omständigheterna. Det kan tilläggas, att även de bestämmelser om värdeförverkande som saknar en hjälpregel av det slag som nu nämnts, torde få tillämpas så att skälighetsbedömning av vad som skall förverkas är tillåten⁵.

Då det får anses oacceptabelt att rättsordningen inte medger undanröjande av vinning som uppkommit genom brottsligt förfarande på förevarande område och då avgörande invändningar inte bedöms kunna resas däremot, anser utredningen att en bestämmelse om värdeförverkande bör införas. Vad som bör kunna förverkas är värdet av den vinning ett brott resulterat i. Med brott avses en gärning som uppfyller alla objektiva och subjektiva rekvisit för att ådöma ansvar. Uppfylls t.ex. inte de subjektiva förutsättningarna för ansvar, dvs. kan inte styrkas att insidern handlat medvetet eller förfarit grovt oaktsamt, kan varken straff eller förverkande komma i fråga.

Vid den närmare bestämningen av förverkandebestämmelsens tillämpningsområde uppkommer först och främst frågan om även sådan ekonomisk vinning som annan än den straffrättsligt ansvarige erhållit p.g.a. brottet skall kunna förverkas. Som framgått tidigare omfattas aktiehandel för annans räkning av det förfarande som föreslås kriminaliserat. Detsamma gäller åtgärd av en insider (lämnande av råd, tips eller liknande förfarande) som medfört att annan utnyttjat ej offentliggjord, kursdrivande företagsinformation.

Om en insider handlat för t.ex. ett bolag, vari han har stora ekonomiska intressen, anser utredningen att vinsten av den förbjudna affären böra vara lika åtkomlig för förverkande som den skulle ha varit om gärningsmannen handlat i eget namn. Detsamma gäller om insidern handlat som ställföreträdare eller ombud för nära anhörig eller annan som han på detta sätt önskat ekonomiskt gynna. Också om affären kommit till därför att insidern gett tips om det fördelaktiga i att handla innan en viss händelse offentliggjorts skulle det många gånger strida mot det allmänna rättsmedvetandet om vinsten av affären lämnades orubbad. Även en s.k. tippees vinst bör därför under vissa omständigheter kunna konfiskeras.

Utredningen föreslår därför att förverkande skall kunna ske då vinningen tillkommit 1) gärningsmannen, 2) den för vars räkning gärningsmannen köpt eller sålt aktier eller 3) den som gärningsmannen på lagstridigt sätt föranlett till handel med aktier i bolaget. Att förverkande föreslås kunna ske också då vinsten tillkommit annan än gärningsmannen står i överensstämmelse med allmänna bestämmelser om förverkande⁶. Det kan f.ö. anmärkas, att förverkande hos annan än gärningsmannen i vissa fall skulle kunna ske även utan att särskild bestämmelse här infördes. 36 kap. 3 a § BrB, som gäller förverkande av den ekonomiska fördel näringsidkare må ha haft i anledning av brott som begåtts i utövningen av näringsverksamhet, har nämligen en allmän räckvidd. Nämnade paragraf gäller dock inte om särskild förverkandebestämmelse finns i annan lagstiftning⁷.

Brottsbalkens allmänna bestämmelse om vinningsförverkande (36 kap. 1 §) och flertalet specialstraffrättsliga förverkanderegler är så utformade att förverkande skall ske, om detta inte är uppenbart obilligt. I 36 kap. 11 § BrB föreskrivs, att förverkande får underlåtas också i de fall

⁵Jfr prop. 1968:79 s. 60 och prop. 1981/82:142 s. 30

⁶Se 36 kap. 1 § BrB jämförd med 36 kap. 4 § BrB

⁷Prop. 1981/82:142 s. 27

förverkande enligt en specialstraffrättslig bestämmelse är obligatoriskt. Förverkande kan därför generellt sägas vara en fakultativ rättsverkan.

Det vanliga är att förverkandeförklaring får underlätas endast om förverkande skulle vara *uppenbart* obilligt. I den 1982 införda bestämmelsen i 36 kap. 3 a § BrB, varigenom kan konfiskeras obehörig vinst som näringsidkare gjort i anledning av brott begånget i utövningen av näringsverksamhet, föreskrivs emellertid att förverkande får underlätas så snart förverkandeförklaring framstår som obillig. Presumtionen för förverkande verkar alltså i denna bestämmelse svagare än annars.

Utredningen anser, att det också på det område som nu är föremål för överväganden bör finnas möjlighet för domstol att inom vida gränser träffa avgöranden om i vad mån förverkande bör ske. I vissa fall är förverkandeförklaring mer eller mindre självklar; det gäller framförallt när gärningsmannen själv gjort vinsten och denna vinst inte kan komma att elimineras av en skyldighet att utge skadestånd. I andra fall när det skulle vara möjligt att förverka en vinst kan en bedömning av samtliga omständigheter leda till att det skulle framstå som oskäligt med en förverkandeförklaring eller att tillämpa förverkande fullt ut. I sådana fall kunde domstolen anse sig förhindrad att underlåta förverkande, om detta endast fick ske om förverkande var *uppenbart* obilligt. En ordning som begränsar möjligheten att ta hänsyn till de skiftande förhållanden som kan föreligga är inte önskvärd. Det bör dessutom framhållas, att föreliggande förslag om ingripande mot insiderspekulation är en nyhet i svensk lagstiftning, vilket bör leda till att tillämpningen av förverkandebestämmelsen görs flexibel. Utredningen föreslår därför att ramen för billighetsprövningen bestäms på det sätt som kommer till uttryck i 36 kap. 3 a § BrB.

Andra frågor rörande förverkandebestämmelsen och tillämpningen av denna tas upp i specialmotiveringen (se avsnittet 13.1 under 39 §).

8.6 Registreringsskyldigheten

Då utredningen föreslår straffsanktionerade förbud mot oacceptabla insideraffärer, kunde det te sig möjligt att slopa den gällande registreringsskyldigheten. Utredningen är emellertid av den meningen att registreringen bör behållas. Denna bedöms även fortsättningsvis kunna fylla en återhållande funktion vid sidan av de föreslagna förbuden. Avgörande är emellertid registreringsskyldighetens betydelse som en del i det kontrollsystem som krävs.

Gällande registreringssystem kan sägas innefatta förpliktelser av två slag, dels ett åliggande för ett börsbolag att till tillsynsmyndigheten anmäla vilka som är dess insiders, dels ett åliggande för dessa insiders att anmäla sitt och närståendes aktieinnehav och förändringar däri.

I ett system av här föreslagen art finns behov av en motsvarighet till det i 9 § tredje stycket insiderlagen intagna åliggandet för bolagen att lämna uppgift på de insiders som är knutna till respektive bolag. Detta förklaras av att den som för myndighetens räkning utövar tillsynen inte kan känna alla i bolagen förekommande insiders till namnet; en kontroll av affärer med aktier i ett visst bolag under viss tid blir naturligtvis meningslös, om det inte går att

konstatera vilka av köparna eller säljarna som är insiders i bolaget. Utan kännedom om bolagets insiders finns det naturligtvis också mycket sämre möjligheter att göra antaganden om vilka köpare och säljare som av en insider "föranletts" att utnyttja s.k. insiderförmedlad information. Bl.a. namngemenskapen med en insider kan ju här vara avslöjande.

Om anmälningsskyldigheten som sådan inte förekom skulle vidare tillsynsmyndigheten, för att få vetskap om vilka som handlat med ett visst papper under en viss tid, vara hänvisad att inhämta uppgifter därom av fondkommissionärerna. Sålunda inhämtade uppgifter skulle naturligtvis ej ge besked om affärer som skett direkt mellan köpare och säljare utan mellanhand. Härtill kommer att någon kontinuerlig bevakning av insideraffärerna ej skulle kunna åstadkommas på detta sätt. Det ligger i sakens natur, att tillsynsmyndigheten ej annat än sporadiskt kan belasta fondkommissionärerna med dylikt uppgiftslämnande. Möjligheten att upptäcka oegentliga affärer måste därmed bli mindre.

Även då det gäller att upptäcka insideraffärer genom bulvaner, något som under alla förhållanden kan förutses erbjuda särskilda svårigheter, kan anmälningsskyldigheten vara av betydelse. I ett system utan anmälningsskyldighet kunde man sålunda tänka sig att en insider som t.ex. ville utnyttja en kurshöjande händelse till förvärv av aktier lät en annan person utan egen anknytning till bolaget göra affären innan händelsen offentliggjordes. I den information som tillsynsmyndigheten inhämtade från fondkommissionärerna om vem som handlat med aktier i frågavarande bolag strax innan händelsens offentliggörande skulle insiders namn naturligtvis inte förekomma. Utan skyldighet för insidern att anmäla sina affärer kunde denne, när papperen inte längre var "heta", till sig överföra äganderätten till dem. En sådan transaktion skulle sannolikt inte komma till myndighetens kännedom. Föreligger skyldighet att anmäla gjorda affärer och även, såsom utredningen föreslår, att uppge köpeskillingen jämte köparens/säljarens namn om affären ej gjorts genom fondkommissionär, blir det angivna förfaringsättet uppenbarligen vanskligare. Då går det att konstatera inte bara att en person (bulvanen) gjort ett aktieförvärv under tid då ett kurspåverkande men icke offentliggjort förhållande förelåg utan också att vederbörande sedermera sålt aktierna till en insider, kanske för ett pris som avviker från den vid denna tidpunkt gällande kursen. Med denna information föreligger ju starka skäl för myndigheten att misstänka insiderspekulation och att sätta i gång en utredning.

Det kunde här invändas, att en insider som är beredd att sätta sig över ett straffsanktionerat förbud också i många fall kunde tänkas underlåta att anmäla affären. I sådant fall skulle ju anmälningsskyldigheten som sådan inte alls påverka möjligheten att uppdaga begångna brott. Man får dock inte bortse från att det för en insider måste te sig som ett allvarigare risktagande och därmed inge större betänkligheter att också bryta mot anmälningsskyldigheten. En underlåten anmälan kan nämligen komma att uppfattas som ett indicium på att ett otillåtet handlande förekommit. På detta sätt blir anmälningsskyldigheten i sig en förstärkning av skyddet mot insiderspekulation.

En annan då och då hörd invändning mot anmälningsskyldigheten är att merparten av anmälningar under alla omständigheter avser s.k. vita affärer

och att dessa i det här sammanhanget är utan intresse. En sådan erinran kan bemötas med att vetskapen om regelbundenheten och storleken av en insider gjorda affärer har betydelse för bedömningen av en enskild affär som gjorts i anslutning till en kurspåverkande händelse. Om registret t.ex. visar, att en insider en längre tid med jämna mellanrum sålt ut delar av sitt innehav, kan det finnas mindre anledning att misstänka att en enskild sådan affär är obehörig fastän den gjorts då kursdrivande, icke offentliggjord information förelåg. Å andra sidan kan en vid en "kritisk" tidpunkt gjord affär väcka misstänksamhet, om insidern, enligt vad registret utvisar, vanligtvis inte handlade med aktier i bolaget eller om affären var av en storlek att den avvek från insiderns normala handlingsmönster.

Det står dock klart, att registreringens betydelse huvudsakligen är inskränkt till kontrollen av det för insiders gällande allmänna förbudet mot handel innan väsentligt kurspåverkande information offentliggjorts.

Som framgått föreslås, att endast den som har en s.k. insynsställning omfattas av anmälningsskyldigheten. En sådan person bör också, såsom är fallet enligt insiderlagen, vara skyldig att anmäla aktier ägda av honom eller henne närstående fysiska eller juridiska personer och förändringar i deras aktieinnehav.

I avsnittet 7.8 aktualiserades om från anmälningsskyldighet kunde undantas mindre affärer och aktieförvärv föranledda av fondemission. Naturligtvis bör inte anmälningsskyldigheten göras vidare än som kan motiveras av dess syfte. I tidigare sammanhang har uttalats, att förbudsbestämmelserna är inriktade på mera allvarliga fall av insiderspekulation. Som en naturlig konsekvens härav bör anmälningsskyldigheten slopas beträffande affärer av mindre omfattning. Utredningen föreslår därför att anmälningsplikt inte skall föreligga då innehavet inte uppgår till 50 aktier eller då aktieinnehav – sedan senast gjord anmälan – förändrats med mindre än 50 aktier. Vidare föreslås att ökning av innehavet som föranletts av fondemission inte behöver anmälas. Skälet är att en sådan ökning av aktieinnehavet kommer till utan den anmälningskyldiges dispositioner och alltså inte kan vara en följd av insiderspekulation.

Tidigare har under 7.8 även berörts frågan om anmälningsfristens längd borde förkortas. Utredningen är av denna mening och föreslår att anmälan skall göras inom 14 dagar i stället för såsom nu inom en månad.

8.7 Bankinspektionens övervakning

I avsnitt 10.3 kommer utredningen att närmare behandla frågan om vilka allmänna befogenheter som bör ges åt den föreslagna övervakningsmyndigheten, dvs. bankinspektionen, för att uppnå det övergripande syftet med den föreslagna lagstiftningen, nämligen att förbättra förhållandena på värdepappersmarknaden. I detta avsnitt berörs endast bankinspektionens övervakning av de förut presenterade reglerna till motverkande av insiderspekulation.

Det bör här anmärkas, att utredningen valt att använda ordet "övervakning" i stället för det annars vedertagna ordet "tillsyn". Den verksamhet som utredningen föreslår reglerad är inte på samma sätt som annan verksamhet

över vilken bankinspektionen utövar tillsyn underkastad tillståndstvång eller krav på godkännande i någon form, t.ex. av bolagsordningar. Det är för att skilja bankinspektionens funktion enligt förevarande förslag från dess funktioner enligt annan lagstiftning som utredningen valt uttrycket övervakning.

Utredningen anser, att bankinspektionen bör fullgöra sin övervakningsuppgift på "insiderområdet" på det sätt som framgår av det följande.

Bankinspektionen bör kontinuerligt ta del av inkommande anmälningar från personer i insynställning, men en närmare granskning bedöms inte behöva ske med mindre särskild anledning föreligger.

Det bedöms vara av värde att bankinspektionen håller sig informerad om de fall då ett aktiemarknadsbolag underlåtit att offentliggöra en kurspåverkande händelse. I dessa situationer står nämligen längre tid till buds för insiderspekulation och bankinspektionen bör inte minst därför ha kännedom om deras förekomst. Enligt inregistreringskontrakten och OTC-avtalen skall bolagen ge börschefen besked om när en kursdrivande händelse inträffar även om bolaget av konkurrensskäl eller av annan orsak beslutat att inte offentliggöra händelsen. Utredningen förutsätter att bankinspektionen verkar för att få del av nyssnämnda meddelanden till börsen.

För att kunna kontrollera att anmälningsskyldigheten rätteligen fullgjorts och för att få kännedom om vilka, utöver de anmälningsskyldiga, som handlat med ett visst papper under en viss tid bör bankinspektionen även fortsättningsvis kunna vända sig till fondkommissionärerna med begäran om uppgift vilka affärer i ett papper som förmedlats och för vems räkning detta skett. Framförallt torde inhämtande av uppgifterna komma i fråga då omsättningen av aktierna i ett bolag kraftigt ökat innan offentliggörandet av en kurspåverkande händelse skett eller då anledning eljest förekommer till misstanke att insiderspekulation förekommit. Biträde av fondkommissionärer har under den tid insiderlagen varit i kraft begärts endast någon eller några gånger om året. Det finns anledning att räkna med att fondkommissionärernas tjänster kommer att tas i anspråk i begränsad utsträckning också i fortsättningen. Det kan tilläggas, att den rättsliga grunden för begäran om uppgifter om de affärer fondkommissionär medverkat i finns i lagen (1908:129 s 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper, fondhandelslagen. Denna lag behandlas särskilt under 11.1.

Kontrollen av förbuden kan emellertid inte tillfredsställande utövas med mindre bankinspektionen också får rätt att inhämta uppgifter från aktiemarknadsbolag och från sådan juridisk person som lämnat offentligt erbjudande om förvärv av aktie i aktiemarknadsbolag. Frågerätten bör även gälla mot aktiemarknadsbolags och nyssnämnd juridisk persons moderbolag eller moderföretag. Vidare kan inte undvaras en frågerätt mot enskild person som har en insynställning i ett aktiemarknadsbolag i det fall vederbörande kan antas ha brutit mot något av de särskilda förbuden.

Utredningen utgår från att frågerätten tillämpas med urskiljning och på ett grannliga sätt. Frågerätten bör sålunda endast utnyttjas då det föreligger ett klart behov av en upplysning som inte kan erhållas på annat, mindre "ingripande" sätt. Att frågerätten skall användas med återhållsamhet innebär naturligtvis inte att bankinspektionen i något fall bör initiera en polisutredning utan att den själv med frågerättens hjälp har försökt klarlägga

förhållanden som är av betydelse. Ett av frågerättens ändamål är nämligen att förhindra att misstänka fall av insiderspekulation i onödan överlämnas till polismyndigheten för utredning; i stället bör de fall där misstankarna de facto saknade grund kunna avskrivas sedan den tillfrågade lämnat en förklaring till bankinspektionen. Likaså bör polismyndigheten ej belastas med utredning av fall, där bankinspektionen bedömer att en fällande dom inte kan påräknas. – Här avsedd frågerätt berörs närmare i specialmotiveringen (avsnittet 13.1 under 31 §).

Finner bankinspektionen, att ett förbud överträtts och kan straffansvar utkrävas bör det ankomma på bankinspektionen – med den inskränkning som framgår nedan – att göra åtalansmälan. Utredningen anser, att bankinspektionen bör ha en exklusiv rättighet att göra åtalansmälan. Detta innebär, att åtal ej får väckas med mindre anmälan från bankinspektionen föreligger. Bankinspektionen kommer alltså att disponera över om en person skall lagföras eller inte. I praktiken torde det också innebära att polisutredning inte påbörjas, om inte bankinspektionen föranstaltat därom.

Bankinspektionen ges alltså en central roll i det föreslagna systemet till motverkande av insiderspekulation. Detta är av särskilt värde med hänsyn till den sakkunskap som ryms inom myndigheten. Denna sakkunskap kommer till utnyttjande inte minst då det gäller att i tveksamma fall dra gränsen mellan vad som bör anses vara grov vårdslöshet och inte straffbar oaktsamhet. Utrymmet för inspektionens självständiga bedömningar bör dock, enligt utredningens mening, vidgas till att avse också om klart straffbara men ändå mindre allvarliga överträdelser av lagen bör föras till domstol. I lagen bör därför intas en bestämmelse om att straff inte skall komma i fråga då brottet saknat betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller då brottet eljest är av ringa beskaffenhet. Bedömer bankinspektionen att en påföljd eller en rättslig prövning från allmänna synpunkter är opåkallad, kan den alltså med stöd av denna bestämmelse underlåta åtalansmälan. Det må här tilläggas, att föreskriften om ansvarsfrihet i vissa fall och den begränsning av åtalansmälningarna som den är avsedd att leda till kan ses som uttryck för utredningsförslagets inriktning på de allvarliga fallen av informationsmissbruk. Föreskriften tjänar m.a.o. delvis samma syfte som det i avsnittet 8.4.4 behandlade s.k. väsentlighetsrekvisitet.

9 Skyddet för investerare i uppdragsförhållanden

9.1 Inledning

Utredningen skall enligt sina direktiv överväga vilka möjligheter som finns att öka allmänhetens skydd i samband med värdepappersaffärer.

Den förutsatta prövningen av konsumentskyddet på värdepappersmarknaden kan göras med utgångspunkt från två huvudfrågor: dels om skyddet för investerarna som kollektiv är tillräckligt och dels om enskild, som utnyttjar annans yrkesmässiga tjänster på marknaden, åtnjuter skäligt skydd mot att uppdraget missbrukas eller eljest utförs så att gjorda kapitalinsatser äventyras. Den förstnämnda frågan rymmer bl.a. spörsmålet om investerarna har tillgång till den information som behövs för grundade investeringsbeslut. Här föreligger ett allmänintresse av i princip samma slag som konsumentkollektivets intresse av informativ och vederhäftig varudeklaration i allmänhet. Utredningen tar i nästa kapitel upp frågan om informationen till investerarna eller till marknaden kan förbättras. Detta kapitel ägnas åt frågan om ökat skydd kan ges enskild i uppdragsförhållande. De uppdrag det gäller är sådana, där en person i sin yrkesutövning, enligt avtal, köper eller förvaltar värdepapper åt annan.

9.2 Förvaltaruppdragen

När en enskild aktieägare eller innehavare av andra fondpapper vill överlåta förvaltning av sitt innehav på annan, vänder han sig i de flesta fall till bank eller fondkommissionsbolag. Att bank och fondkommissionsbolag har en särställning som förvaltare av andra tillhöriga värdepapper kan sägas komma till uttryck bl.a. i det förhållandet att dessa organ är de enda som enligt 3 kap 10 § andra stycket aktiebolagslagen (1975:1385) och 16 § lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering får införas i aktiebrev och i aktieboken i stället för ägaren till de aktier som omfattas av lämnat förvaltningsuppdrag (förvaltarregistrering). Som ett mått på omfattningen av till bank och fondkommissionsbolag lämnade förvaltaruppdrag kan nämnas, att antalet förvaltarregistrerade innehav hos VPC vid årsskiftet 1982/1983 var 435 132 medan de direktregistrerade innehaven utgjorde 1 053 663. Närmare 30 % av innehaven i s.k. avstämningsbolag förvaltades alltså av bank eller fondkommissionsbolag.

Bankers och fondkommissionsbolags värdepappersförvaltning består normalt av bevakning av de olika rättigheter som är knutna till de

värdepapper som för kundens räkning förvaras i depå hos banken eller fondkommissionsbolaget. Vid nyemission, fondemission, uppköpserbjudanden m.m. meddelas kunden/aktieägaren om det erbjudande som föreligger. Därefter verkställs det beslut som kunden tar i fråga om erbjudandet.

Inte sällan innefattar emellertid det mellan banken/fondkommissionsbolaget och kunden upprättade förvaltningsavtalet rätt att utan deponentens hörande vidta de åtgärder med anledning av erbjudandena som förvaltaren anser lämpliga. I viss utsträckning förekommer en ännu vidare befogenhet för förvaltaren. I dessa fall är mellan förvaltaren och kunden avtalat, att förvaltaren även skall ha rätt att göra de omplaceringar som denne anser ändamålsenliga. Här är beslutsansvaret beträffande värdepapperen alltså helt överlämnat åt förvaltaren, vilken således endast har mer allmänna riktlinjer att följa.

I något fall har bank lagt värdepappersförvaltning i ett dotterbolag. Detta gäller SE-banken, vars dotterbolag *Aktiv Placering AB* bl.a. förvaltar värdepappersportföljer åt privatpersoner och institutioner. Förekommande standardavtal ger vid handen att förvaltningen kan gå till på sätt som framgår av det följande. Vid nyemission, fondemission eller annat erbjudande som berör de i depå hos SE-banken liggande aktierna tar bolaget utan deponentens hörande i dennes namn ställning till erbjudandet. Minst en gång per halvår bedöms portföljens sammansättning. På basis av bedömningen företar bolaget på eget initiativ och utan hörande av deponenten de köp och försäljningar som bolaget finner lämpliga. Medel för inköpen erhålls genom att ta i anspråk antingen likvid för försålda papper eller tillgodohavanden på till depån hörande konto. Bolagets arvode bestäms på grundval av depåns storlek och sammansättning. I det upprättade förvaltningsavtalet friskriver sig bolaget från ansvar för att det ekonomiska resultatet av placeringarna inte blir det förutsatta. Andra bolagets verksamhetsgrenar avser bl.a. förvaltning av SE-bankens fonder av svenska och utländska värdepapper, vari allmänheten erbjuds förvärva andelar, lånefinansiering av affärer i fondandelar och premieobligationer samt informations- och rådgivning i olika former.

Även ett fondkommissionsbolag bedriver viss förvaltning av värdepapper i ett dotterbolag. Det bolag som avses är *Alfred Berg Fondkommission AB* som driver förvaltningsverksamhet också i *Kapitalförvaltnings AB Berg*. Den förvaltning som lagts i dotterbolaget är huvudsakligen den där förvaltningsavtal ger förvaltaren beslutsansvaret med avseende på placeringarna.

Det finns ett flertal bolag som är inriktade på belåning av värdepapper och i vars verksamhet ingår bl.a. förvaltning av värdepapper för kundens räkning. Ofta är kreditgivningen av sådan storleksordning att bolaget är att anse som *finansbolag*, dvs. omsättningen uppgår till 10 milj kr. Bolag av denna kategori är t.ex. *Finans AB Cartos* i Helsingborg, *AB Obligentia* i Hindås och *Obligations Finans AB* i Jönköping. Av bolagen lämnade krediter är ofta ämnade för investering i obligationer, företrädesvis premier. Dessa förvaltas vanligen av bolagen, som har etablerat nära samarbete med bank. Alltefter kundens önskemål inriktas förvaltningen av premierna i sina mest renodlade former antingen på delaktighet i så många dragningar som möjligt eller på att få maximala kursvinster. Av förekommande standardavtal framgår, att bolaget vanligen inte kan göras ansvarigt om gjorda köp eller försäljningar skulle visa sig ofördelaktiga för kunden. Arvoden beräknas på

grundval av det förvaltade värdet men det förekommer också att arvudet bestäms i proportion till uppkommen vinst.

En förvaltning av särskilt slag bedrivs av *fondbolagen*, som förvaltar de aktiefonder eller aktiesparfonder, vari allmänheten har del.

Vid sidan av nu nämnda institutioner finns andra både fysiska och juridiska personer som yrkesmässigt förvaltar fondpapper åt privatpersoner och företag. Sådana förvaltare benämns stundom investeringskonsulter men här används begreppet *fristående fondpappersförvaltare*. Att de betecknas som fristående beror på att de till skillnad från de nyssnämnda institutionerna inte är föremål för bankinspektionens tillsyn. Det erbjuder vissa svårigheter att klarlägga de fristående förvaltarens antal liksom omfattningen av deras förvaltarverksamhet, men intervjuer som utredningen gjort med personer som själva ägnar sig åt sådan förvaltning som här avses och med andra som är initierade om marknaden ger följande bild.

De uppskattningar som gjorts tyder på att antalet personer som yrkesmässigt förvaltar och handlar med värdepapper åt privatpersoner och enskilda företag är omkring 50. Bedömningen om antalet varierar dock. Vissa uppgiftslämnare anser att det knappast finns mer än ett 30-tal förvaltare, medan andra beräknar antalet till omkring 75. Förvaltarena bedriver i regel ingen annan yrkesmässig verksamhet vid sidan av värdepappersförvaltningen. De är ej heller anställda i eller på annat sätt knutna till fondpappersförvaltande institutioner. I ganska stor utsträckning drivs verksamheten genom en juridisk person, företrädesvis ett aktiebolag. Detta är då ett fåmansbolag, där ägaren eller ägarna är de enda befattningshavarna. Omfattningen av kretsen uppdragsgivare varierar. I vissa fall har förvaltaren ett 10-tal uppdragsgivare som utgörs av privatpersoner och företag. Det vanliga synes vara att uppdragsgivarna är omkring fem. Det finns exempel på att förvaltaren inte har mera än en uppdragsgivare. Denne är då ett företag med stor portfölj. Det synes vara vanligt, att förvaltare dessutom innehar en egen portfölj av inte obetydlig storlek. Förvaltningsuppdraget består i att för uppdragsgivarens räkning göra de köp och omplaceringar av värdepapper som förvaltaren bedömer lämpliga. I allmänhet har uppdragsgivaren konto och depå hos fondkommissionär. I kraft av bemyndigande i fullmakt kan förvaltaren ta i anspråk medel på kontot och ge fondkommissionären anvisning om köp och omplaceringar för huvudmannens räkning. Placeringsinriktningen skiftar, framförallt beroende på att de olika uppdragsgivarna har olika preferenser. I fråga om privatpersoners portföljer tycks vara vanligt med s.k. tvåårsaffärer, dvs. sådana som tillkommit i ett skatteplaneringssyfte¹, men portföljförvaltning med annan inriktning förekommer också. Detta gäller inte minst beträffande uppdrag för dem som inte berörs av skattereglerna om realisationsvinst eller realisationsförlust, t.ex. företag vars vinster på aktieförsäljningar ingår som en del i företagets rörelseresultat. Beläningsbenägenheten hos förvaltarena – och hos deras uppdragsgivare – är i allmänhet stor. Möjligheten att belåna papperen torde sålunda ofta vara maximalt utnyttjad. Då det gäller storleken av förvaltat kapital föreligger stora differenser. Det kapital som privatpersoner anförtror förvaltare sägs variera mellan 50 000 kr och 1 000 000 kr. Då kunden är ett företag kan den åt förvaltaren anförtrödda portföljen bestå av värdepapper till flera hundra miljoners värde. Arvode för förvaltarens arbete är i allmänhet i huvudsak

¹Bakgrunden är att realisationsvinst vid försäljning av aktier som innehafts i kortare tid än två år (yngre aktier) i inkomstdeklarationen skall tas upp i sin helhet (100 %). Har man däremot haft aktierna i två år eller mer (äldre aktier) behöver man bara ta upp 40 % av vinsten i deklarationen. Dessutom får man vid äldre aktier göra ett schablonavdrag med upp till 3 000 kr per år. Vid försäljning av aktier med förlust är regeln att hela förlusten är avdragsgill i deklarationen om man haft aktierna kortare tid än två år. För äldre aktier får endast 40 % av förlusten dras av. Med beaktande av dessa bestämmelser görs sålunda ofta köp med avsikt att behålla aktierna i två år. Vid försäljning ur en portfölj väljs följdenligt företrädesvis antingen s.k. vinstaktier som innehafts i mer än två år eller förlustaktier som innehafts mindre än två år. – Förslag om skärpning av realisationsvinstbeskattningen föreligger; se prop 1983/84:48.

prestationsbundet, dvs. det utgår på basis av portföljens avkastning inklusive värdetillväxt. I allmänhet är därjämte ett minimiarvode avtalat. Förutsättningen för att prestationsbunden arvodesdel skall utgå är i vissa fall att utvecklingen på portföljen varit bättre än index.

9.3 Den s.k. Trend-affären

Risken för att allmänheten skulle vidkännas stora förluster genom fristående förvaltares verksamhet påtalades redan av fondbörsutredningen² och accentuerades efter det att fondbörsutredningens förslag remissbehandlats³. Följderna av den verksamhet som bedrivits av ett aktiebolag, Trend Invest AB, fortsättningsvis kallat Trend, började då kartläggas. I den i direktiven omnämnda skrivelsen från bankinspektionen av den 13 december 1977 underströks bl.a. med hänvisning till den s.k. Trend-affären behovet av ändrade regler för tillsynen över värdepappersmarknaden. Med gällande tillsynsregler var nämligen inspektionen förhindrad att direkt ingripa mot bolagets verksamhet.

Syftet med Trends verksamhet var att biträda allmänheten med kapitalplacering. Kunderna tillhandahöll kontanter och värdepapper. Såväl kontanterna som de mottagna värdepapperen byttes huvudsakligen ut mot ett litet urval av aktier. Enligt uppgift uppgick de förvaltade tillgångarna som mest till 350 milj. kr. Omkring 600 personer hade satsat detta kapital.

Verksamheten ledde till konkurs. Det uppges att kundförlusterna uppgick till uppemot 200 milj. kr.

Marknadsföringen av Trend och dess verksamhet skedde genom vissa från Trend fristående bolag och av Trends egna ackvisitörer. De sistnämnda agerade efter ungefär samma mönster som den uppmärksammade s.k. Holiday Magic-gruppen. De använde uppsökande metoder som dörrknackning och brevskrivning. Ofta skedde kundackvisitionen efter långvarig bearbetning av kunden.

Inte sällan hade kunden vid ackvisitionen redan etablerat affärskontakt med en fondkommissionär, hos vilken han placerat sina värdepapper. I sådant fall skrevs en fullmakt, varigenom Trend tillförsäkrades rätten att i alla avseenden företräda kunden beträffande tillgodohavanden hos och skulder till fondkommissionären liksom beträffande hos denne för kundens räkning förvarade aktier eller andra värdehandlingar.

Över huvud taget var användandet av vittgående fullmakter ett vanligt sätt att få nära nog obegränsad handlingsfrihet. Ett ofta använt fullmaktsformulär gav Trend rätt att uppta och omsätta lån, ställa säkerhet för kundens förbindelser, i kundens ställe verkställa aktieteckning vid ny- eller fondemissioner, beordra köp och försäljning av aktier eller andra värdehandlingar samt rätt att belåna kunden tillhöriga aktier. Genom sistnämnda bestämmelse var det möjligt att förstora den insats, varmed Trend investerade för kundens räkning (hävstångseffekten). Fullmakter av nu nämnt slag gjorde de begränsningar i Trends befogenheter som var intagna i avtal mellan Trend och kunden närmast betydelselösa.

I fråga om arvoderingen gällde att Trend genast vid tillträde av uppdraget betingade sig en avgift på 2,5 % av investerat kapital upp till 200 000 kr,

²SOU 1976:54 s. 83

³Jfr prop. 1978/79:9 s. 156

1,25 % upp till 500 000 kr. och 0,75 % på investering däröver. Denna avgift var dock att anse som en förskottsbetalning och fick avräknas från den förvaltningsavgift som var avtalad. Förvaltningsavgiften uppgick till 10 % av under året realiserad utdelning eller annan vinst. Den uttogs endast om depåvärdet av portföljen översteg ingångsvärdet uppräknat med under förvaltningsåret gällande ränta på kapitalsamlingsräkning.

I avtalet friskrev sig Trend från ansvar för åtgärd eller underlåten åtgärd med avseende på kapitalets placering. Som nämnts skedde investeringar oftast i ett fåtal aktier, vilket gjorde kursnedgång på ifrågavarande papper synnerligen kännbar. Det förekom emellertid att investeringar skedde utanför värdepappersmarknaden. Bl.a. gjordes en uppmärksammaspekulation i tackjärn. Spekulationen misslyckades som en följd av sjunkande priser på järn. Trend synes ha tjänat god provision medan kunderna gjorde kraftiga förluster.

Vid en informell och intern bedömning av Trends affärsmetoder som 1977 gjordes av bankinspektionen konstaterades, att Trends verksamhet i flera avseenden avvek från de krav som bör upprätthållas på en sund marknad som har allmänhetens förtroende. Bland annat ansågs placeringspolitiken tveksam på grund av begränsningen av placeringarna till ett fåtal aktier. Inslag i övrigt i verksamheten som ansågs harmoniera mindre väl med de principer som bör gälla på marknaden gällde ackvisionsförfarandet med dess närgående och påfallande enträgna bearbetning av potentiella kunder. Den friskrivning från ansvar för vidtagna eller underlåtna åtgärder som tillämpats bedömdes ej heller förenlig med den kundomsorg som bör utmärka de tjänster som ställs till allmänhetens förfogande. Den använda friskrivningsklausulen sträckte sig, konstaterades det, långt vidare än enbart till frågan om ansvar för dålig kursutveckling. I sistnämnda hänseende torde normalt en placerare inte kunna göras ansvarig. Direkta försummelse, t.ex. bestående i underlåtenhet att underrätta om emissioner i företag där kunden har aktier, ansågs dock vederbörande förvaltare normalt böra få svara för.

9.4 Nuvarande reglering

Skyddet för investerare på värdepappersmarknaden grundar sig till väsentlig del på olika regleringar beroende av om den som tillhandagår investerarna står under bankinspektionens tillsyn eller ej.

9.4.1 Verksamhet under bankinspektionens tillsyn

Den alldeles övervägande delen av dem som tillhandagår investerare på värdepappersmarknaden står under bankinspektionens tillsyn. Sådana tillsynsobjekt är sålunda bankinstitut, fondkommissionsbolagen, finansbolagen och fondbolagen. Var och en av dessa kategorier har sin verksamhet reglerad i speciallag. I lagarna uppställs krav på någon form av auktorisation. Bankaktiebolag måste enligt 1 § lagen (1955:183) om bankrörelse, banklagen, ha regeringens tillstånd (oktroj) för att få bedriva bankrörelse. Oktroj förutsätter enligt 4 § 1 mom. femte stycket att den tillämnade rörelsen är till nytta för det allmänna. Enligt 3 § fondkommissionslagen och 15 § aktiefonds-

lagen får fondkommissionsrörelse respektive aktiefondsverksamhet endast drivas efter tillstånd av bankinspektionen. Tillstånd skall ej meddelas om fondkommissionsrörelsen kan antagas bli till skada för det allmänna eller om fondbolag är olämpligt att utöva aktiefondsverksamhet. Beträffande finansbolag gäller att sådant bolags bolagsordning skall godkännas av bankinspektionen enligt 10 § finansbolagslagen, ett godkännande som kan vägras bl.a. om bolagsordningen har sådan brist att en sund utveckling av verksamheten kan äventyras. Den allmänna kontroll över etableringen som sålunda förekommer är åtminstone indirekt till gagn för konsumentskyddet, även om prövningen av kvalifikationerna åtminstone beträffande finansbolagen är av mindre ingående natur⁴.

Av mer direkt betydelse för skyddet av investerarna är vissa s.k. rörelser regler i de enskilda lagarna. Här kan som exempel nämnas begränsningen i fondkommissionsbolags rätt att inneha aktier för egen räkning enligt 16 § fondkommissionslagen, vilken bestämmelse ytterst är avsedd att motverka att fondkommissionsbolag uppträder i strid med kundens intressen. En bestämmelse av motsvarande slag är intagen i 55 § tredje stycket banklagen. För både fondkommissionsbolag och banker gäller vidare, att de inte får medverka till s.k. blankning (23 § andra stycket fondkommissionslagen jämförd med 38 §), bl.a. därför att "den part som har en närmare kännedom om marknadsläget uppenbarligen har ett övertag i jämförelse med motparten"⁵. Av bestämmelser i aktiefondslagen till skydd mot investerarens kapitalförlust kan nämnas 21 § som bl.a. föreskriver att fondbolagets placeringar skall ske så att viss riskspridning åstadkommes. Som ytterligare exempel kan nämnas de kapitaltäckningsregler som förekommer i såväl finansbolagslagen (7 §) som i fondkommissionslagen (18 §) och banklagen (57 §).

Av störst betydelse för konsumentskyddet i den verksamhet som nu ifrågakommande bolag bedriver är emellertid de tillsynsbestämmelser som förekommer i de olika speciallagarna. Enligt de s.k. sundhetsparagraferna (147 § banklagen, 27 § fondkommissionslagen, 11 § finansbolagslagen och 46 § aktiefondslagen) åligger det bankinspektionen att förskaffa sig insyn i förhållanden som är av betydelse för en sund utveckling av verksamheten.

Föreligger missförhållande i verksamheten, t.ex. så att oskäligt avtalsvillkor tillämpas eller så att marknadsföringen avviker från de krav som anses böra upprätthållas, ger förekommande tillsynsbestämmelser bankinspektionen rätt att ingripa (jfr. 154 § första stycket banklagen, 31 § fondkommissionslagen, 18 § finansbolagslagen och 46 § aktiefondslagen). Som ett yttersta remedium mot missförhållanden kan inspektionen föranstalta om att bolaget inte får fortsätta med sin verksamhet (153 § andra stycket och 154 § andra stycket banklagen, 29 § fondkommissionslagen, 17 § andra stycket finansbolagslagen och 16 § aktiefondslagen).

Bankinspektionens möjlighet att få insyn i och ingripa mot missförhållanden inskränker sig inte till den verksamhet som bedrivs av de bolag som nu nämnts. Även ett bolag eller annan juridisk person som är ett tillsynsobjekt *närstående* kan direkt eller indirekt omfattas av bankinspektionens insyn eller tillsyn.

En utsträckning av bankinspektionens kontroll till s.k. närstående företag

⁴Jfr prop. 1978/79:170 s. 33

⁵Se prop. 1978/79:9 s. 136

följer i visst fall direkt av lag. Enligt 25 § fondkommissionslagen skall bestämmelserna om fondkommissionsbolags verksamhet och om tillsyn över fondkommissionsbolag i tillämpliga delar gälla sådant företag som har nära samband med fondkommissionsbolag, om företagets huvudsakliga verksamhet består i att förvalta, handla med eller biträda vid handel med fondpapper eller lämna kredit mot säkerhet i fondpapper. Nära samband skall anses föreligga, om de båda företagen leds av samma eller i huvudsak samma personer eller om vinsten av företagets verksamhet helt eller till betydande del skall, direkt eller indirekt, tillfalla samma eller i huvudsak samma personer.

Till komplettering av det nu behandlade lagrummet gäller enligt 36 § att om det i annat fall än som anges i 25 § finns ett väsentligt samband mellan fondkommissionsbolag och sådant företag som förvaltar, handlar med eller biträder vid handel med värdepapper eller lämnar kredit mot säkerhet i värdepapper får bankinspektionen besluta att företaget skall lämna upplysningar om förhållandet till fondkommissionsbolaget och om sådan verksamhet som an knyter till fondkommissionsbolagets rörelse. Denna paragraf tar sikte på det fall att det föreligger i 25 § angivet samband mellan ett fondkommissionsbolag och ett företag som driver viss finansiell verksamhet utan att denna utgör företagets huvudsakliga verksamhetsområde.

I vissa fall har bankinspektionens insyn i ett s.k. närstående företag en avtalsmässig grund. Detta gäller bankinstituts dotterbolag. Som framgår av 55 § första stycket 5 banklagen får bank med vissa undantag endast efter tillstånd av regeringen förvärva aktie i svenskt aktiebolag. Då bank med stöd av det anförda lagrummet får tillstånd att bilda ett dotterbolag eller förvärva aktiemajoriteten i ett annat bolag, görs normalt det förbehållet att moderbolaget/banken skall tillhandahålla de uppgifter rörande dotterbolagets verksamhet som bankinspektionen begär. På detta sätt får alltså inspektionen insyn i dotterbolagets verksamhet. Genom framställning till moderbolaget kan bankinspektionen få till stånd den ändring av verksamheten i dotterbolaget som kan vara motiverad. Exempel på en banks dotterbolag som på detta sätt står under bankinspektionens "medelbara kontroll" är det förut omnämnda AB Aktiv Placering⁶.

En bestämmelse som tar sikte på ett sambandsförhållande mellan flera företag förekommer också i finansbolagslagen. Enligt 4 § skall sålunda företag med visst personellt eller organisatoriskt samband alla falla under finansbolagslagens bestämmelser och därmed stå under bankinspektionens tillsyn så snart de tillsammans har den omsättningsvolym som förutsätts i 2 § finansbolagslagen.

Såsom närmare skall framgå i avsnitt 9.4.2 kan också några s.k. konsumentlagar bli tillämpliga på verksamhet som bedrivs av bolag som står under bankinspektionens tillsyn. De verksamheter som avses är marknadsföringen och kreditgivningen och de åsyftade lagarna är dels marknadsföringslagen (1975:1418), MFL, och dels konsumentkreditlagen (1977:981), KkrL. Vidare kan den allmänna civilrättsliga bestämmelsen i 36 § lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område gällande oskäligt avtalsvillkor bli tillämplig. Detsamma gäller vissa allmänna straffrättsliga bestämmelser, t.ex. bedrägeri- eller svindleriparagraferna i 9 kap. brottsbalken och 10 kap. 5 § brottsbalken rörande trolöshet mot huvudman.

⁶Det kan nämnas att bolaget såsom förvaltare av aktiefonder också är föremål för en mera direkt kontroll p.g.a. aktiefondslagens bestämmelser

9.4.2 Verksamhet utanför bankinspektionens tillsyn

När det gäller verksamhet som faller utom området för bankinspektionens tillsyn kan ingripande i investerarens eller konsumentens intresse ske huvudsakligen med stöd av de allmänna konsumentlagarna. Dessa har tillkommit från 1971 och framåt som ett resultat av statsmakternas önskan att ge konsumenterna ett ökat rättsskydd. Vissa av lagarna är näringsrättsliga och är avsedda att skydda konsumenterna som kollektiv. Hit hör främst lagen (1971:112) om förbud mot oskäliga avtalsvillkor, avtalsvillkorlagen, AVL, och den nyss nämnda marknadsföringslagen. Andra lagar är civilrättsliga och inriktade på att stärka den enskilde konsumentens ställning i förhållande till näringsidkare. Till denna grupp hör bl.a. konsumentköplagen (1973:877). Av både näringsrättslig och civilrättslig karaktär är den förut omnämnda konsumentkreditlagen.

Statsmakterna har också inrättat olika myndigheter för att ta till vara konsumenternas intressen. Hit hör konsumentverket (KV) samt marknadsdomstolen. De nämnda myndigheterna har i huvudsak anförtratts tillämpningen av den näringsrättsliga konsumentskyddslagstiftningen. Konsumentverket övervakar marknaden och söker vid behov få företagen att frivilligt anpassa sin marknadsföring och sina avtalsvillkor till konsumenternas intressen. Lyckas i visst fall inte detta, kan konsumentombudsmannen, KO, föra ärendet inför marknadsdomstolen, som kan besluta om tvingande åtgärder.

Handläggningen av ärenden hos domstolen regleras i lagen (1970:417) om marknadsdomstol m.m. Förfarandet inför domstolen är oftast muntligt och följer i stort sett samma regler som vid allmän domstol. I domstolens avgörande deltar förutom jurister även företrädare för konsumenter, löntagare och företagare. Marknadsdomstolens beslut kan inte överklagas.

De konsumentlagar som är av störst intresse i detta sammanhang skall närmare redovisas i det följande.

Avtalsvillkorlagens huvudsyfte är att ta till vara konsumenternas intressen när det gäller utformningen av kontraktsformulär inom olika branscher. I detta syfte innehåller lagen en generalklausul (1 §), enligt vilken marknadsdomstolen kan förbjuda näringsidkare att i fortsättningen använda avtalsvillkor som med hänsyn till vederlaget och övriga omständigheter är att anse som oskäligt mot konsumenten. Lagen gäller numera i princip alla avtalstyper och är tillämplig också på villkor som används vid *förmedling* av erbjudande. KO skall i första hand försöka på frivillig väg uppnå ändringar av oskäliga avtalsvillkor, men om förhandlingarna blir resultatlösa kan KO föra talan inför marknadsdomstolen om förbud enligt generalklausulen. Beslutar KO för visst fall att inte ansöka om förbud, får enligt 3 § ansökan i stället göras av sammanslutning av näringsidkare, konsumenter eller löntagare. Fall som inte är av större vikt får prövas av KO och kan avgöras genom förbudsföreläggande. Sådant föreläggande innebär att den som anses ha använt ett oskäligt avtalsvillkor av KO föreläggs förbud vid vite att fortsätta därmed. Godkänns föreläggandet, gäller det som förbud som meddelats av marknadsdomstolen. Näringsidkare är skyldig att på KO:s anmaning komma in med yttrande eller upplysning i förbudsärende. KO kan förelägga vite, om

en anmaning inte åtlyds. Om ett av marknadsdomstolen meddelat förbud eller ett godkänt förbuds föreläggande överträds, prövar allmän domstol på talan av åklagare frågan om utdömande av det förelagda vitet. Sådan talan får väckas endast efter anmälan av KO eller av annan som hos marknadsdomstolen har ansökt om förbudet (7 §).

Från avtalsvillkorlagens tillämpningsområde har undantagits verksamhet som står under tillsyn av bank- eller försäkringsinspektionen.

Marknadsföringslagen har till ändamål att främja konsumenternas intressen i samband med näringsidkares marknadsföring av varor, tjänster och andra nyttigheter och att motverka marknadsföring som är otillbörlig mot konsumenter eller näringsidkare. Lagens centrala bestämmelser utgörs av tre generalklausuler som gör det möjligt att förbjuda vissa marknadsföringsåtgärder och att ålägga marknadsföraren att lämna viss information samt att förbjuda försäljning av vissa varor. Två bestämmelser är av särskilt intresse, nämligen 2 och 3 §§. Enligt 2 § kan marknadsdomstolen förbjuda näringsidkare att fortsättningsvis företa reklamåtgärd eller annan handling som genom att strida mot god affärsed eller på annat sätt är otillbörlig mot konsumenter eller näringsidkare. Bestämmelsen gäller – liksom numera avtalsvillkorlagen – oavsett vilket slag av nyttighet det är fråga om. Enligt 3 § kan domstolen ålägga näringsidkare som vid marknadsföring underlåter att lämna information som har särskild betydelse från konsumentsynpunkt, att lämna sådan information.

För handläggningen av förbuds- och informationsfrågor enligt marknadsföringslagen gäller i huvudsak samma ordning som enligt avtalsvillkorlagen. Förutom förbuds föreläggande finns informations föreläggande som ger KO möjlighet att själv pröva frågor rörande underlåtelse att lämna information i fall som inte är av större vikt. Om någon har meddelats förbud eller åläggande utövar KO tillsyn över att förbudet eller åläggandet åtlyds. För detta ändamål kan KO från den som avses med förbudet eller åläggandet, i sista hand med användande av vite, infordra upplysning, handling och liknande som behövs för tillsynen. Vidare innehåller marknadsföringslagen straffbestämmelser som riktar sig mot speciella marknadsföringsåtgärder.

Marknadsföringslagen är tillämplig på all näringsverksamhet och omfattar alltså även verksamhet som står under bankinspektionens och försäkringsinspektionens tillsyn.

Konsumentkreditlagen har till syfte att stärka konsumenternas ställning i kreditsammanhang. Lagen gäller för alla former av kredit. Med kredit avses lån och betalningsansånd. Näringsidkare åläggs enligt 5 och 6 §§ att vid marknadsföring av kredit lämna information om den effektiva räntan för krediten. Gäller det kredit för förvärv av en särskild vara, tjänst eller annan nyttighet skall näringsidkaren även ange kreditkostnaden och kontantpriset. Informationen skall lämnas dels vid annonsering, skyltning och liknande marknadsföring, dels skriftligt till den enskilde konsumenten innan ett kreditavtal ingås. Skyldigheten att informera åvilar i princip alla näringsidkare som ger eller förmedlar kredit, således även t.ex. banker. Konsumentkreditlagen innehåller vidare särskilda bestämmelser om kreditköp m.m. Dessa innebär bl.a. krav på viss kontantinsats och begränsningar av möjligheten att använda förbehåll om återtaganderätt.

Bestämmelser i konsumentkreditlagen anknyter till dels marknadsförings-

lagen och dels avtalsvillkorslagen, så att nämnda lagars kontroll- och sanktionssystem kommer till tillämpning även på förevarande område.

Tillsynen över efterlevnaden av konsumentkreditlagen utövas av konsumentverket (25 §), dock ej i fråga om verksamhet som står under tillsyn av bl.a. bankinspektionen.

9.4.3 Allmän civil- och strafflag

Vid sidan av marknadsföringslagen och konsumentkreditlagen finns andra bestämmelser som gäller verksamhet både utom och inom bankinspektionens tillsynsområde. Hit hör bestämmelser i allmän civil- och strafflag. Här följer några exempel.

Den generalklausul som förekommer i 36 § *avtalslagen* trädde i kraft 1976 och har gett domstolarna ökade möjligheter att göra skälighetsbedömningar. Avtalsvillkor får jämkas eller lämnas utan avseende, om villkoret är oskäligt med hänsyn till avtalets innehåll, omständigheterna vid avtalets tillkomst, senare inträffade förhållanden och omständigheterna i övrigt. Har villkoret sådan betydelse för avtalet att det inte skäligen kan krävas att detta i övrigt skall gälla med oförändrat innehåll, får avtalet jämkas även i annat hänseende eller i sin helhet lämnas utan avseende. Vid skälighetsprövningen skall särskild hänsyn tas till behovet av skydd för den som i egenskap av konsument eller eljest intar en underlägsen ställning i avtalsförhållandet.

Ansvar för *bedrägeri* kan enligt 9 kap. 1 § brottsbalken utkrävas då någon medelst vilseledande förmår någon till handling eller underlåtenhet, som innebär vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde eller någon i vars ställe denne är. Brott kan föreligga, utom då gärningsmannen uppväcker villfarelsen, då han förstärker villfarelsen eller vidmakthåller den genom en handling eller – i visst fall – genom en underlåtenhet att tala om sanningen.

Svindleribrottet i 9 kap. 9 § brottsbalken gäller bl.a. den situationen att någon offentliggör eller eljest bland allmänheten sprider vilseledande uppgift för att påverka priset på t.ex. värdepapper. Vidare gäller paragrafen det fallet, att någon som medverkar vid bildandet av ett företag eller på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett företag, uppsåtligen eller av grov oaktsamhet offentliggör eller eljest bland allmänheten eller företagets intressenter sprider vilseledande uppgift ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medför skada.

Den som på grund av förtroendeställning, t.ex. såsom syssloman, fått att för annan sköta ekonomisk angelägenhet eller öva tillsyn å skötseln därav missbrukar behörighet att företräda huvudmannen eller eljest sin förtroendeställning och därigenom skadar huvudmannen, kan enligt 10 kap. 5 § brottsbalken dömas för *trolöshet mot huvudman*. Straffbart missbruk anses kunna förekomma även i form av underlåtenhet att vara verksam⁷.

9.4.4 Kompetensfördelningen mellan bankinspektionen och KO/KV

Såsom framgått kan bankinspektionen med stöd av sin allmänna tillsynsbefogenhet ingripa mot den marknadsföring som görs av de bolag som står

⁷Se Beckman, m.fl.,
Kommentar till brotts-
balken, fjärde upplagan,
1974, s. 456

under dess tillsyn. Samtidigt kan ingripande göras av KO enligt marknadsföringslagen. Beträffande konsumentkreditlagen är som tidigare nämnts bankinspektionen tillsynsmyndigheten i fråga om verksamhet som står under dess tillsyn. Emellertid innebär kopplingen i konsumentkreditlagen till marknadsföringslagens regelsystem att konsumentverket – med stöd av sistnämnda lags kontroll- och sanktionsbestämmelser – kan övervaka att de olika kreditinstituten följer konsumentkreditlagens bestämmelser om information. Den nuvarande ordningen innebär alltså att en och samma företeelse kan komma att prövas av såväl bankinspektionen med stöd av den allmänna tillsynsbefogenheten enligt lagarna för kreditinstituten som av de konsumentpolitiska organen med stöd av konsumentlagstiftningen. Tidigare kunde också avtalsvillkor som tillämpas av finansbolag prövas såväl av bankinspektionen med stöd av den allmänna tillsynsbefogenheten och av KV enligt avtalsvillkorslagen.

Mot den nu angivna bakgrunden har på senare år i olika lagstiftningssammanhang prövats gränsdragningen mellan bl.a. bankinspektionens och de konsumentpolitiska organens verksamhet. Då den ståndpunkt som intagits i fråga om hur konsumentskyddet inom inspektionens tillsynsområde bör vara anordnat kan ge vägledning för denna utrednings överväganden, skall gjorda ställningstaganden här kort redovisas.

Banklagsutredningen (Fi 1976:04) föreslog i sitt delbetänkande (Ds E 1980:3) att bankinspektionen liksom *hitills* ensam skulle ha ansvaret för granskningen av bankernas avtalsvillkor och i *fortsättningen* även för tillsynen över bankernas marknadsföring och information om krediter. Vidare innebar förslaget att beslut i konsumenträttsliga frågor skulle behandlas som bankinspektionens övriga tillsynsbeslut; beslut rörande bankernas avtalsvillkor, marknadsföring, information m.m. skulle således av berörda banker kunna överklagas hos regeringen. Motsvarande organisatoriska lösning borde enligt utredningen gälla beträffande fondkommissionsbolagen, kreditaktiebolagen, finansbolagen och hypoteksinstituten.

Utredningen föreslog, att bestämmelser motsvarande avtalsvillkorslagens och marknadsföringslagens generelklausuler skulle föras in i bl.a. banklagarna och att det i marknadsföringslagen fördes in en bestämmelse av innebörd att marknadsföringslagen inte gällde den verksamhet som bankinstituten drev. Vidare föreslogs att kopplingen i konsumentkreditlagen till marknadsföringslagen upphävdes och att i stället hänvisningen i konsumentkreditlagen skulle avse de regler som skulle införas i banklagarna.

Enligt utredningen borde ett kontaktforum med representanter för bl.a. bankinspektionen och konsumentverket inrättas för konsumentfrågor inom bankområdet.

I ett särskilt yttrande förordades att gränsdragningen mellan konsumentverket och bankinspektionen gjordes så att frågor enligt marknadsföringslagen skulle handläggas av konsumentverket medan avtalsvillkorsgranskningen och tillsynen enligt konsumentkreditlagen skulle handläggas av bankinspektionen.

I *prop. 1981/82:180* angående försäkringsrörelselag m.m. föreslogs att följande ordning skulle genomföras i fråga om konsumentskyddet på bl.a. bankområdet. Bankinspektionen skulle i fortsättningen handha avtalsvillkorsgranskningen i fråga om samtliga företag under dess tillsyn, dvs. även

finansbolagen. Granskningen skulle ske med stöd av de allmänna tillsynsbestämmelserna i de lagar som reglerar verksamheten för dessa företag. Bankinspektionens avgöranden i avtalsvillkorsfrågor skulle – i överensstämmelse med vad som i allmänhet gällde i tillsynsfrågor – av berörda företag kunna överklagas hos regeringen genom besvär. Bankinspektionen skulle även ha huvudansvaret för tillsynen över bankernas marknadsföring och skulle övervaka marknadsföringen med stöd av marknadsföringslagen. Marknadsdomstolen skulle även i fortsättningen vara sista instans i marknadsföringsfrågor på bankområdet. I konsekvens härmed föreslogs bankinspektionen bli exklusiv tillsynsmyndighet när det gällde kontrollen av att kreditinstituten fullgjorde sin informationskyldighet enligt konsumentkreditlagen. Talan mot kreditinstituten, fondkommissionsbolagen och fondbolagen i marknadsföringsfrågor skulle föras av bankinspektionen, som även i övrigt skulle erhålla samma befogenheter enligt marknadsföringslagen som dem som tillkom konsumentombudsmannen. Lagtekniskt löstes frågan så, att det i marknadsföringslagen fördes in en föreskrift om att KO:s åligganden enligt lagen fullgjordes av bankinspektionen inom dess tillsynsområde.

I propositionen betonades, att det var viktigt att inspektionen samrådde med konsumentverket vid tillämpningen av den konsumenträttsliga lagstiftningen. Formerna för samarbetet skulle de berörda myndigheterna själva bestämma. Även på bankområdet skulle därför med förebild från försäkringsområdet inrättas ett samarbetsorgan (kontaktforum) för konsumentfrågor. Det borde ankomma på bankinspektionen att ta initiativ till bildandet av detta organ.

Vid riksdagsbehandlingen framfördes kritik mot den organisatoriska förändringen av konsumentskyddet. Riksdagen antog emellertid propositionen. De antagna ändringarna i marknadsföringslagen, avtalsvillkorslagen, banklagen, finansbolagslagen, fondkommissionslagen, aktiefondslagen m.fl. lagar (SFS 1982:713-726 och 730) skulle träda i kraft den 1 januari 1983.

Efter regimskifte och innan de antagna lagändringarna trätt i kraft föreslogs i *propositionen 1982/83:51* att nyss angivna lagändringar skulle upphävas. En av de beslutade ändringarna, (1982:715), nämligen den att finansbolags verksamhet i likhet med annan verksamhet som stod under bankinspektionens tillsyn ej skulle omfattas av avtalsvillkorslagen, föreslogs dock bestå.

I propositionen betonades av föredragande statsrådet (a. prop. s. 13), att konsumentverket såsom central förvaltningsmyndighet för konsumentfrågor hade en ingående näringsrättslig sakkunskap och besatt en samlad erfarenhet av konsumentskyddsfrågorna i landet. Det var genom att konsumentverkets erfarenheter av åtgärder inom ett område fördes över till ett annat med likartade problem som effektiviteten i konsumentskyddet kunde upprätthållas, ansåg föredraganden. I den mån specialistkunskaper behövde tillföras ett ärende med anknytning till bankinspektionens tillsynsområde förutsattes att samråd mellan konsumentverket och inspektionen ägde rum. I frågan om komplikationer kunde uppstå av en dubbel tillsyn i marknadsföringsfrågor på bank- och försäkringsområdena pekade föredraganden på att den hittills rådande ordningen fungerat på ett tillfredsställande sätt. Föredraganden

kunde i och för sig instämma i den kritik som riktats mot att en och samma konsumentskyddsfråga skulle kunna behandlas både i marknadsdomstolen på talan av KO och hos regeringen efter besvär mot bank- eller försäkringsinspektionens beslut. Möjligheten att något sådant skulle inträffa ansågs dock vara teoretisk. Det förutsattes att de inblandade myndigheterna etablerade ett sådant samarbete att en dylik situation inte skulle uppstå.

I enlighet med propositionen 1982/83:51 blev resultatet att den beslutade lagstiftning som skulle ha trätt i kraft den 1 januari 1983 upphävdes⁸. Enda undantaget gällde den beslutade lagändring som innebar att avtalsvillkorslagen inte längre skulle vara tillämplig på finansbolags verksamhet.

9.5 Överväganden och förslag

Som framgått är det banker, fondkommissionsbolag och andra under bankinspektionens tillsyn som innehar den väsentliga delen av lämnade förvaltningsuppdrag på den svenska värdepappersmarknaden. Att de villkor som tillämpas i förekommande avtal mellan dessa företag och deras kunder i visst fall skulle kunna anses vara ägnade att ensidigt tillgodose uppdragsgivarens intressen är inte osannolikt. Fall av tveksam marknadsföring eller andra inslag i förvaltarverksamheten som strider mot konsumentskyddsintresset kan också tänkas förekomma. De specialbestämmelser som gäller för de s.k. tillsynsobjekten stävjar dock i hög grad uppkomsten av konsumentfientliga förfaranden. Vidare finns remedier att komma tillrätta med missförhållanden i den mån sådana skulle uppkomma. Genom sina tillsynsbefogenheter kan sålunda bankinspektionen ingripa då en sund utveckling av verksamheten äventyras. Är fråga om otillbörliga marknadsföringsåtgärder kan också KO ingripa. Med hänsyn härtill föreligger inget aktuellt lagstiftningsbehov på det område som står under bankinspektionens tillsyn.

Då det gäller verksamhet av förvaltare utanför bankinspektionens tillsynsområde, dvs. sådana som tidigare betecknats fristående förvaltare, är förhållandena något annorlunda. En fri etableringsrätt råder. Då vem som helst får åtaga sig förvaltningsuppdrag föreligger alltså inget skydd mot att personer med tillgängligt kapital kommer "i händerna" på förvaltare som saknar tillräcklig erfarenhet eller kapacitet. Vid skadeståndsgrundande försummelse av förvaltaren kan det vara svårt för uppdragsgivaren att få ersättning. Något krav på förvaltarens solvens eller likviditet uppställs ju inte. Här kan erinras om att det för fondkommissionsbolag förutsätts ett visst minsta eget kapital (9 och 18 §§ fondkommissionslagen) och tillfredsställande betalningsberedskap (19 § fondkommissionslagen). Rätten att utan inskränkning inneha och handla med värdepapper för egen räkning kan också ge upphov till intressekonflikter mellan uppdragsgivare och den fristående förvaltaren. I fondkommissionsverksamheten förebyggs en sådan situation genom den inskränkning i möjligheten till s.k. egenhandel som följer av 16 § fondkommissionslagen. De särskilda riskerna för att handeln inriktas på spekulativa, korta affärer, möjligen i strid med uppdragsgivarens intresse av långsiktig förmögenhetstillväxt, kan också nämnas i sammanhanget. Dessa risker är nära förbundna med den tydligtvis i inte ringa

⁸Se SFS 1982:1142-1153, 1166 och 1225

utsträckning använda metoden att sätta arvodet för förvaltningsuppdraget i proportion till uppkommen vinst, en metod som enligt 23 § första stycket fondkommissionslagen inte är tillåten för fondkommissionsbolag. Konsumentskyddet skulle vidare kunna sägas lida brist av att de fristående förvaltarna till skillnad från fondkommissionsbolag o.a. inte är föremål för en kontinuerlig kontroll. Genom att bankinspektionen är ålagd att med uppmärksamhet följa fondkommissionsverksamheten (27 § fondkommissionslagen) och genom att insynen på olika sätt tryggas (jfr 28, 32, 33, 35, 40 §§ nämnda lag) finns här goda förutsättningar att få kännedom om missförhållanden och på ett tidigt stadium ingripa däremot. Sådana förutsättningar föreligger inte beträffande verksamhet av fristående förvaltare.

Det behov av lagstiftningsåtgärder som de anförda omständigheterna kan peka på är likväl mindre framträdande i ljuset av andra förhållanden. Fristående fondpappersförvaltare förekommer i ett jämförelsevis litet antal och de flesta har en begränsad kundkrets. Marknadsföringslagens och avtalsvillkorlagens tillämplighet minskar också i viss utsträckning behovet av en särskild lagstiftning på området. Vidare kan framhållas, att det inte framkommit att förvaltningsverksamhet för närvarande skulle utövas av personer med otillräckliga kunskaper eller med bristfälligt ansvarsmedvetande. Härvid måste emellertid den reservationen göras, att det naturligtvis inte är möjligt att kartlägga förhållandena mer än i sina huvuddrag eftersom verksamheten inte är föremål för insyn. Det faktum att nära nog alla placeringar i börsaktier utvecklats sig gynnsamt under senare år kan ju också ha bidragit till de synbarligen tillfredsställande förhållanden som för närvarande råder.

Vid en samlad bedömning av lagstiftningsbehovet finner utredningen, att bilden av de nuvarande förhållandena inte bör ges en avgörande betydelse i sammanhanget. Situationen på marknaden kan fort växla: omfattningen av förvaltningsverksamheten kan öka, formerna förändras och allmänt kursfall blotta missförhållanden som hittills inte kommit i dagen. Med hänsyn till det angelägna i att erhålla en beredskap mot en sådan förändrad situation och till att oseriös förvaltningsverksamhet kan få långtgående ekonomiska konsekvenser för enskilda är en förstärkning av skyddet för investerarna på detta område väl motiverat.

Frågan är då hur ett sådant konsumentskydd – och ett skydd mot osunda företeelser i vidare mening – bör utformas.

En tänkbar möjlighet vore att ställa förvaltningsverksamhet under bankinspektionens tillsyn efter förebild huvudsakligen i fondkommissionslagen och finansbolagslagen. En sådan typ av reglering skulle systematiskt harmoniera väl med den övriga tillsynslagstiftning som gäller. Behovet av följdändringar i andra författningar skulle också bli mindre; tillämpningen av bestämmelser i lagar av mera allmän natur görs nu i viss utsträckning beroende av om företag eller verksamhet står under bankinspektionens tillsyn. Som exempel kan nämnas 2 § avtalsvillkorlagen och 8 kap. 5 § sekretesslagen.

Utredningen finner emellertid att en reglering av detta slag skulle kräva större administrativa resurser än vad saken synes fordra. Vad som kan anses vara angeläget är att få till stånd en offentlig insyn i viss förvaltningsverksamhet och en möjlighet att påverka verksamheten i den riktning som behövs

för att uppdragsgivarna skall få ett skäligt skydd mot förluster. Detta mål bedöms kunna nås utan att en tillsynslagstiftning av gängse typ kommer till. Den lösning som ter sig mest näraliggande och ändamålsenlig är att införa en ordning liknande den som aktualiserats i direktiven till utredningen och som innebär rätt för myndighet att dels inhämta uppgifter om verksamheten och dels att göra anmärkning mot konstaterade missförhållanden.

Den övervakning som således anses böra komma till stånd kan begränsas till verksamhet som består i yrkesmässig förvaltning av andra tillhöriga fondpapper. Det är självklart att sådan förvaltningsverksamhet som redan är föremål för bankinspektionens tillsyn inte bör omfattas av förslaget. Även sådan förvaltning som eljest är särskilt reglerad bör undantas, t.ex. förvaltning av omyndigs värdehandlingar.

Huvudinslagen i den modell för kontrollen som utredningen förordar kan, för att antyda en möjlig kronologisk ordning, sägas utgöras av ett skede då bankinspektionen *orienterar sig* om en förvaltares verksamhet, ett annat då *samråd sker* i syfte att fastställa om inspektionen eller KO/KV skall gå vidare i saken och ett tredje skede, under vilket *åtgärd väljs och vidtas* för att få ett missförhållande undanröjt. Modellen skall närmare beröras i det följande.

Bankinspektionen bör få inhämta de uppgifter från förvaltare som inspektionen anser behövliga för att få en bild av verksamheten. En sådan rätt till insyn kommer därför till uttryck i förslaget liksom en rätt att förena en begäran om uppgifter med vite. I specialmotiveringen (avsnittet 13.1 under 28 §) berörs närmare vilken typ av uppgifter som inspektionen kan behöva infordra.

Om den information som kommit inspektionen till del ger vid handen att missförhållande föreligger och om missförhållandet avser av förvaltare tillämpade avtalsvillkor eller marknadsföring, bör inspektionen samråda med KV/KO om lämpliga åtgärder för att komma tillrätta med missförhållandet. Sådan kontakt kan ske i ett organ, kontaktforum för frågor rörande viss förvaltningsverksamhet, som förutsätts bli bildat efter förebild från de samrådsorgan som finns för att underlätta kontakterna myndigheterna emellan på bank- och försäkringsområdet. Utredningen utgår från att bankinspektionen, om här föreslagen modell genomförs, tar initiativ till bildandet av ett sådant forum när samrådsbehov uppkommer. Vidare förutsätts att inspektionen prövar om företrädare för olika organisationer med särskilda intressen på värdepappersmarknaden bör knytas till forumet. Som exempel på sådana organisationer kan nämnas Aktiespararnas riksförbund, Svenska fondhandlareföreningen och Finansanalytikernas förening. Bedöms åtgärd enligt avtalsvillkorlagen eller marknadsföringslagen möjlig och mest ändamålsenlig bör det ankomma på KO att gå vidare i saken. För inspektionens del är i denna situation, efter det att ärendet initierats, handläggningen avslutad. Om ett missförhållande föreligger utan att de allmänna konsumentlagarna är tillämpliga, bör bankinspektionen emellertid kunna fortsätta handläggningen för att få missförhållandet undanröjt.

Det medel för att få till stånd rättelse som enligt förslaget i första hand bör stå inspektionen till buds är att göra framställning till förvaltaren om att denne skall vidta sådan åtgärd för att åstadkomma rättelse som är skälig med hänsyn till omständigheterna.

Bakom förslaget i den här delen ligger bl.a. erfarenheter från vissa andra områden. För att få till stånd tillfredsställande förhållanden på konsumentskyddets område har t.ex. möjlighet till uppgörelser mellan KO och branschorganisationer eller näringsidkare visat sig vara av stort värde. Enligt den nyligen upphävda konkurrensbegränsningslagen (1953:603) var vidare rätten att framtinga förhandlingar i marknadsdomstolen det enda medel som för vissa fall anvisades för att komma till rätta med missförhållanden. Vid sidan av dessa domstolsförhandlingar förekom överläggningar mellan näringsfrihetsombudsmannen (NO) och näringslivet, vilka i flertalet fall ledde till uppgörelser. Den senare metoden att komma till rätta med missförhållanden skall gälla också efter införandet av konkurrenslagen (1982:729). Det nya systemet innefattar också ett förhandlingsinslag i handläggning i marknadsdomstolen, ehuru detta inslag inte är så framträdande som tidigare⁹.

Även om utredningsförslaget saknar bestämmelser om förhandling eller sammanträde med förvaltaren, utgår utredningen från att sammanträffanden mellan företrädare för myndigheten och förvaltaren ändå kommer att ske i viss utsträckning. Därvid kan inspektionen både få de uppgifter om verksamheten som den anser vara av intresse och ge uttryck åt vilka åtgärder som bör vidtas för att öka uppdragsgivarnas skydd mot kapitalförluster. Det formella förfarande som utredningsförslaget anvisar och som innebär att inspektionen först framtingar uppgifter om verksamheten och sedan, om missförhållande föreligger, gör skriftlig framställning till förvaltaren om att denne skall vidta viss åtgärd, är alltså att se som en ram för inspektionens befogenheter och hindrar inte att inspektionen inom den angivna ramen löser sin övervakningsuppgift på annat sätt.

En särskild fråga gäller vad som skall ske om ett missförhållande inte kan undanröjas, därför att förvaltaren inte rättar sig efter den framställning inspektionen gjort. Utredningen föreslår, att bankinspektionen i denna situation, om den finner detta lämpligt, i beslut får göra anmärkning om missförhållandet. Förslaget har bestämmelsen i 31 § andra stycket fondkommissionslagen som förebild. Som en särskild markering av det olämpliga i ett visst förfaringsätt kan möjligheten till anmärkning tjäna som ett påtryckningsmedel och göra förvaltaren mera benägen att rätta till bristerna. Med den publicitet som kan antas följa på ett sådant beslut kan detta också ha funktionen att varna allmänheten för att ta förvaltarens tjänster i anspråk och därmed begränsa befarade kundförluster.

Genom att anmärkningen görs i beslut, kan anmärkningen på talan av den kritiserade komma att undanröjas av regeringen. Besvärsmöjligheten föreslås av rättssäkerhetsskäl.

Utredningen finner skäl att något kommentera det förhållandet att det till ett anmärkningsbeslut inte är kopplat några egentliga rättsverkningar och att det därför inte finns någon garanti för att ett missförhållande verkligen blir tillrättat.

Först kan konstateras, att det ligger i ett förhandlingssystem eller annat sanktionsfritt systems natur att tvångsmedel i egentlig mening inte kommer till användning. Vidare kan framhållas att risken för att systemet skulle bli verkningslöst p.g.a. frånvaron av egentliga sanktioner inte ter sig överhängande. Detta har att göra med att fondkommissionärerna, som har ensamrätt

⁹ Jfr prop. 1981/82:165 s. 58 f. och 4 § konkurreslagen

till handel på börsen och till handel med fondpapper i kommission, har ett särskilt ansvar för att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Av vikt är också att bankinspektionen med stöd av tillsynsbestämmelserna kan ingripa mot den fondkommissionär som tar del i eller underlättar uppkomsten av osunda företeelser på marknaden. I förarbetena till fondkommissionslagstiftningen¹⁰ diskuterades om i den nya fondkommissionslagen borde införas en motsvarighet till 10 § lagen den 16 maj 1919 om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet, enligt vilken bestämmelse fondkommissionär ej fick åtaga sig att förmedla vissa särskilt spekulativa affärer. Det slogs fast, att de principer denna regel byggde på skulle gälla också i fortsättningen, samtidigt som det konstaterades att det fanns en rad normer av bl.a. affärsetisk karaktär som fondkommissionär hade att följa utan att de kom till uttryck i lagtext. I nämnda förarbeten¹¹ uttalades också, att fondkommissionär visserligen fritt fick avgöra hur han ville bedriva sin verksamhet, men att bankinspektionen hade både rätt och plikt att meddela fondkommissionären råd och anvisningar. Det är mot bakgrund av de anförda förhållandena lätt för en förvaltare att inse, att ett sådant missförhållande i verksamheten som äventyrar uppdragsgivares kapitalinsatser eller marknadsfunktionerna i förlängningen kan leda till att förvaltaren i praktiken blir avstängd från handel med börspapper. Har missförhållandet konfirmerats av både bankinspektionen och regeringen och är det av allvarligt slag kan ju nämligen fondkommissionären själv ådra sig anmärkning om han lämnar biträde åt förvaltaren så att den osunda verksamheten kan fortsätta. Avvisar fondkommissionärerna uppdragserbjudanden från förvaltaren torde denne svårligen kunna framdeles bedriva sin rörelse.

¹⁰Jfr prop. 1978/79:9 s. 38

¹¹Se prop 1978/79:9 s. 150

1875
1876
1877
1878
1879
1880
1881
1882
1883
1884
1885
1886
1887
1888
1889
1890
1891
1892
1893
1894
1895
1896
1897
1898
1899
1900

1901
1902
1903
1904
1905
1906
1907
1908
1909
1910
1911
1912
1913
1914
1915
1916
1917
1918
1919
1920
1921
1922
1923
1924
1925
1926
1927
1928
1929
1930
1931
1932
1933
1934
1935
1936
1937
1938
1939
1940
1941
1942
1943
1944
1945
1946
1947
1948
1949
1950
1951
1952
1953
1954
1955
1956
1957
1958
1959
1960
1961
1962
1963
1964
1965
1966
1967
1968
1969
1970
1971
1972
1973
1974
1975
1976
1977
1978
1979
1980
1981
1982
1983
1984
1985
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000

10 Skyddet för investerare i övrigt och marknadsövervakningen

10.1 Inledning

Hur regleringen av värdepappersmarknaden bör vara beskaffad för att investerare i framför allt aktier skall ha rättmätigt skydd och för att inte marknadsfunktionerna skall riskeras, är ett omfattande ämne som väcker en rad andra frågeställningar än dem som förut behandlats. Tas ämnet upp i hela dess vidd kan aktualiseras omfattningen och utformningen av skyddet av minoritetsaktieägare och hur stor röstvärdesdifferentiering som bör vara tillåten. I ämnets utkanter möter också frågan om behovet av restriktioner mot det korsvisa ägande bolag emellan som tenderar att utbreda sig. Andra frågor är från investerarskydds- och marknadsövervakningssynpunkt mer centrala. Detta är fallet med de i den associationsrättsliga lagstiftningen behandlade frågorna om den offentliga redovisningen och skyldigheten att utge prospekt. Av centralt intresse är också under vilka förutsättningar ett bolag skall få tillträde till marknaden, om marknaden är organiserad på ett ändamålsenligt sätt och om den tekniska aktiehanteringen kan förbättras. Frågorna om möjligheten att förbättra informationen till marknaden om förhållanden som kan påverka bedömningen av aktiemarknadsbolagen och vilken ställning det marknadsövervakande organet bör ha hör också till ämnesområdets centrala delar.

Alla de nu nämnda frågeställningarna – som skulle kunna utökas med flera andra – kan naturligtvis inte här bli föremål för en allsidig genomlysning. Lagstiftaren har sålunda relativt nyligen tagit ställning i merparten av frågorna genom beslutade förändringar i aktiebolagslagen och genom den nya fondbörs- och fondkommissionslagstiftningen och annan under 1970-talet genomförd lagstiftning på värdepappersmarknadens område. Dessutom har utredningen inte förutsatts göra en allmän och omfattande översyn av regleringen på marknaden. Det är i huvudsak endast den sista frågeställningen i gjord exemplifiering som kan anses omfattad av utredningens uppgift, nämligen den om informationen till marknaden kan förbättras och vilken ställning det marknadsövervakande organet bör ha.

Det är tydligt att denna fråga delvis sammanfaller med det principiellt viktiga frågorna om det i Sverige bör införas en i princip total marknadsövervakning. I de anglosachsiska länderna har regleringen en sådan karaktär. Särskilt sträng är marknadsövervakningen i USA där en central myndighet, Securities Exchange Commission (SEC), utrustats med vittgående befogenheter att orientera sig om förhållanden på marknaden och

att ingripa mot missförhållanden. Det kan här hänvisas till avsnitt 6.1.

OECD:s råd antog, efter förslag av OECD:s Committee on Financial Market, 1974 en rekommendation i fråga om villkoren för erbjudande till allmänheten av värdepapper. Sverige har anslutit sig till denna rekommendation. Såsom fondbörsutredningen (SOU 1976:54 s. 75) framhöll, förutsätter rekommendationen en offentlig marknadsövervakning av mer omfattande slag än den som förekommer i vårt land och närmast en ordning som liknar den amerikanska modellen.

Utredningen anser det inte nödvändigt att den amerikanska modellen i sina enskildheter får motsvarighet i vårt land för att syftet med internationella åtaganden skall uppfyllas. Det är dock naturligt att uppslag hämtas från den amerikanska regleringen och att motsvarighet föreslås där detta är påkallat med hänsyn till förhållandena på den svenska marknaden. Ett resultat härav blir då att utformningen av marknadsövervakningen i Sverige länkas till vad som gäller på sedan länge utvecklade marknader.

I bl.a. USA har man velat förebygga, att förändringar eller potentiella förändringar i kontrollen av ett företag sker utan att marknaden på ett tidigt stadium får kännedom om detta. Något motsvarande skydd för investerarna i Sverige finns inte och det kan, enligt utredningens mening, vara påkallat att på detta område införa regler med den amerikanska regleringen som förebild.

Vid sidan av nämnda spörsmål berörs i detta kapitel vilket mått av insyn på marknaden som den offentliga kontrollen kräver och vilka särskilda befogenheter som bankinspektionen i egenskap av marknadsövervakande organ bör ges.

10.2 Frågan om förbättrad marknadsinformation

Många är beredda att sätt likhetstecken mellan en väl fungerande marknad och en välinformerad marknad. Har marknaden information om alla väsentliga uppgifter om ett företag och dess verksamhetsutveckling och om andra faktorer av betydelse för bedömningen av aktierna i företaget kan underbyggda placeringsbeslut göras. Kursen på aktierna svarar då mot de faktiska förhållandena och marknads värderingar av dem och utrymmet för direkta felinvesteringar och otillbörliga förfaranden blir mindre. Mot denna bakgrund är det viktigt att pröva om informationen till marknaden kan förbättras. Detta skall göras i det följande.

10.2.1 Gällande ordning

Som delvis framgått tidigare (4 kap.) innehåller redan nu gällande ordning en rad bestämmelser som tjänar det föreliggande informationsintresset.

Vad först gäller information om *bolagens verksamhet och ställning* kan erinras om att aktiebolagslagen ålägger bolagen, att till ledning för bedömningen av företaget ge överskådlig offentlig årsredovisning. Reglerna om emissionsprospekt, som gäller också enskild större aktieägare som erbjuder en betydande aktiepost till en större krets, är också av stor betydelse i sammanhanget. Här kan också nämnas den möjlighet som börsstyrelsen har

att framtvunga utgivning av s.k. introduktionsprospekt av bolag, som önskar få aktier inregistrerade vid börsen¹. Viktigast är dock de avtal om informationsgivningen som träffats mellan börsbolagen och Stockholms fondbörs och mellan OTC-bolag och den fondkommissionär som åtagit sig att vara s.k. marker maker i fråga om OTC-bolagets aktier. Enligt dessa kontrakt har börsbolag och OTC-bolag åtagit sig att snabbt förse marknaden med den information om varje omständighet eller händelse som i inte oväsentlig grad påverkar bilden av företaget och dess ställning.

Vid sidan av information från de bolag som har aktier inregistrerade vid fondbörsen eller introducerade på OTC-marknaden är för marknadsverkningsförmåga nödvändigt att aktuella uppgifter finns att tillgå om *rådande marknadsläge*. Det kan sägas vara en av börshandelns viktigaste funktioner att ge en bild härav². Av 21 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs följer, att kurser med ledning av köpanbud, säljanbud och avslut skall noteras och att noteringarna omedelbart skall offentliggöras. Noteringarna görs i det s.k. börsprotokollet, som utgör primärmaterial för de tryckta listor som fondbörsen producerar och distribuerar. Såvitt avser aktier och premieobligationer vinner listorna allmän spridning, främst genom att dagstidningarna publicerar dem. Samtliga de i protokollet upptagna kurserna återfinns emellertid inte i de tryckta listorna. Vid överförandet av kursuppgifter från protokollet till listorna sker ett urval. Vägledande vid urvalet är intresset att ge en överskådlig bild av marknadsläget. Numera ges offentlighet åt kurser och omsättning i papper även om handeln ej skett på börsen. Genom den nya fondkommissions- och börslagstiftningen infördes nämligen en skyldighet för varje börsmedlem att till fondbörsen anmäla alla avslut i börspapper som börsmedlem gjort vid eller utanför fondbörsen för egen eller någon annans räkning (25 § förordningen 1979:996 om Stockholms fondbörs). På framställning av bankinspektionen övervägs en lagändring som skulle göra samtliga fondkommissionärer, oavsett om de är börsmedlemmar, skyldiga att göra s.k. efteranmälningar om utanför fondbörsen förmedlade affärer i börspapper.

Vad gäller affärer på den s.k. OTC-marknaden är sörjt för att uppgifter om dessa skall bli publika i ungefär den utsträckning som gäller för handel med börspapper. Enligt överenskommelse mellan bankinspektionen och Svenska fondhandlareföreningen skall den fondkommissionär som är s.k. marker maker i ett papper varje dag köp eller försäljning skett sända en kopia av särskilt upprättad blankett till inspektionen. På blanketten anges köp-, sälj- och betalkurser, antal omsatta aktier samt fondkommissionär. Vid affär där ingendera parten är fondkommissionär skall köpkommissionären fullgöra rapporteringsskyldigheten. Vid sidan av den dagliga rapporteringen till inspektionen är förutsatt, att varje marker maker eller flera marker makers gemensamt rapporterar affärerna till pressen. Detta skall ske minst en gång i veckan.

Ett annat slag av information som är av intresse för investerarna är uppgifter om *ledningen och de ägarintressen som står bakom bolaget*. Sålunda har förväntningarna på ett bolag ofta ett samband med värderingen av kapaciteten hos den verkställande ledningen och med kännedomen om de finansiella resurser och även det renommé som de dominerande aktieägarna har. Att förändringar i den verkställande ledningen har informationsvärde

¹ Se 13 § förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs

² Jfr prop 1978/79:9 s 108

för marknaden har beaktats vid utformningen av inregistreringskontrakten och OTC-avtalen. Bolagen är nämligen skyldiga att omedelbart ge offentlighet åt och meddela börsen när verkställande direktör avgått eller ny verkställande direktör utsetts. Detsamma gäller varje avgång eller nyval av styrelseledamot. T.o.m. när styrelsesuppleant nyvalts eller avgått skall omedelbart offentliggörande ske. Då det gäller insynen i ägarförhållandena har lagstiftaren tagit klar ställning för att aktiebolags ägarintressen skall kunna kartläggas av allmänheten. Detta kommer främst till synes genom bestämmelsen i 3 kap. 13 § ABL som föreskriver att aktiebok eller utskrift därav skall hållas tillgänglig för envar. Som anmärkts i annat sammanhang fullföljs denna offentlighetsprincip genom bestämmelsen i 19 § lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering, av vilken bestämmelse följer att förvaltare som i stället för aktieägare är införd i aktiebrev och aktiebok måste ge uppgift till värdepapperscentralen en gång i halvåret om vilka aktieägare som har mer än 500 aktier förvaltarregistrerade. I sammanhanget kan också nämnas bestämmelsen i 8 kap. 5 § ABL, varigenom föreskivs att styrelseledamot och verkställande direktör i ett bolag när de tillträder sitt uppdrag eller befattning skall för införing i aktieboken anmäla sitt innehav av aktier i bolaget och i bolag inom samma koncern. Förändring i aktieinnehavet skall anmälas inom en månad. Att införing i aktieboken är obligatorisk såvitt gäller nämnda personers handel motiveras med att "medlemmar i bolagsledningen inte skall kunna köpa och sälja aktier i bolaget utan att detta blir känt för bolaget" (prop. 1975:103 s. 373). Det bör dock framhållas, att nämnda bestämmelse inte gäller i fråga om aktieinnehav i börsbolag, eftersom nämnda befattningshavare och uppdragstagare i stället har anmälningskyldighet enligt insiderlagen.

De nu nämnda bestämmelserna till trots kan konstateras, att den praktiska möjligheten till insyn i aktiemarknadsbolags ägarförhållanden och snabba förändringar däri är begränsad. En anledning härtill är att aktierna i aktieboken upptas i nummerordning. Någon skyldighet för bolagen att föra ett personregister till aktieboken finns inte. En annan anledning är möjligheten till s.k. förvaltarregistrering. Eftersom sammanställning över de aktieägare som har mer än 500 aktier i ett aktiemarknadsbolag bara behöver förnyas var sjätte månad, kan alltså uppköp av aktier ske anonymt under förhållandevis lång tid.

10.2.2 Hur ägarförändringar rapporteras i några andra länder

Till ledning för hur insynen i aktiemarknadsbolags ägarförhållanden skulle kunna förbättras i vårt land skall här redovisas två delvis skilda system som utformats i andra länder för ändamålet. Det ena systemet gäller i USA och det andra i Danmark.

Det finns i USA ett flertal regler som gäller skyldighet att informera om större innehav av bland allmänheten spridda aktier. Reglerna är intagna i the Securities Exchange Act från 1934.

Envar som fått kontroll över 5 procent av aktierna i ett aktiemarknadsbolag är skyldig att lämna en rapport om innehavet dels till det bolag som utgivit aktierna, dels till varje fondbörs där handel med aktierna sker och dels till det marknadsövervakande organet, SEC. Rapporteringen skall ske inom

tio dagar efter det att kontrollposten förvärvades (section 13 (d)). Syftet med bestämmelsen är att förse allmänheten och bolaget med snabb information om förändringar i ägarstrukturen som kan ändra eller påverka ägarkontrollen över företaget. Genom informationen blir marknaden i stånd att anpassa sin värdering av aktierna i bolaget med hänsyn till de förändringar i bolaget eller dess verksamhet som kan förväntas. Till ledning för investerarna skall den föreskrivna rapporten innefatta en rad andra uppgifter än storleken av ökningen av aktieinnehavet. Aktieägarens tidigare verksamhet och bakgrund skall uppges liksom de överväganden som lett till förvärvet jämte de planer ägaren har beträffande strukturella förändringar i bolaget eller med avseende på bolagets rörelse. Vidare skall rapporten uppta redogörelse för samtliga transaktioner som anmälaren gjort de senaste sextio dagarna och för samtliga kontrakt, arrangemang eller formlösa överenskommelser som träffats med avseende på aktierna i bolaget. Har förändringar uppkommit i något av i rapporten uppgivna förhållanden skall tillägg till rapporten genast göras. Med hänsyn till syftet med regleringen har vissa innehavare undantagits från rapporteringsskyldigheten, t.ex. sådana som förvärvat en stor del av aktierna under längre tid och vissa institutionella placerare som gjort förvärvet eller förvärven i sin normala verksamhet och som inte haft syftet att påverka kontrollen över bolaget. Sådana innehavare skall dock göra en kortfattad rapport i anslutning till årsskiftet efter det att förvärvet gjorts.

För att inte personer eller företag med aspirationer på att tillskansa sig kontrollen över ett företag genom samverkande åtgärder skall kunna kringgå regleringen jämsställs med direkt ägande även medelbart sådant och även rätt att disponera över de ifrågavarande aktierna. Definitionen av en s.k. beneficial owner är över huvud taget synnerligen vid. När beräkning görs av om innehavet är av den storleksordning som förutsätts för rapporteringsskyldighet, skall t.ex. medräknas aktier som vederbörande kommer att erhålla inom sextio dagar eller ännu längre fram, om ett sådant överenskommet framtida förvärv står i samband med syftet att erhålla kontroll över det bolag som utgivit aktierna.

Det kan framhållas att section 13 (d) och därtill anknutna bestämmelser gäller vid sidan av de bestämmelser (se 6.1) som har till syfte att förhindra insiderspekulation. Enligt section 16 (b) skall ju ägare till 10 procent av aktierna i ett bolag – jämte ledande befattningshavare och styrelseledamöter i bolaget – varje månad till SEC anmäla inträffade förändringar i aktieinnehavet.

Informationen till marknaden om större aktieägare och förändring i innehaven är inte helt beroende av att de större ägarna verkligen fullgör sin rapporteringsskyldighet. Även bolagen skall nämligen i tabellarisk form rapportera till SEC om bl.a. de av bolaget kända företag eller personer som äger mer än 5 procent av aktierna i bolaget. Bolaget är också skyldigt att upplysa om varje känt ”arrangemang” som i en framtid kan resultera i en förändring av kontrollen över bolaget. Det åligger också bolaget att ta del av de rapporter som upprättats av de större ägarna och att ange om en rapport i något avseende skulle vara oriktig.

Den *danska* aktiebolagsrättsliga lagstiftningen innefattar, liksom den svenska, krav på förande av aktiebok. Aktieboken skall vara tillgänglig för

offentliga myndigheter och beträffande bolag, vari saknas arbetstagarrepresentant i styrelsen, för sådan representant. Till komplettering av reglerna om aktiebok infördes 1980 en bestämmelse, § 28 a loven om aktieselskaber, i vilken föreskrivs att ett bolag skall föra en särskild förteckning över de aktieägare som innehar aktier antingen med ett röstvärde motsvarande minst 10 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget eller som har ett nominellt värde motsvarande 10 procent av aktiekapitalet. Även panthavare som äger att förfoga över rösterna i ett bolag i nämnd utsträckning skall införas i förteckningen. För att bolagen skall kunna fullgöra sitt åliggande skall nämnda aktieägare och panthavare göra anmälan till bolaget om innehavet. Sådan anmälan skall också göras vid varje ändring i besittningsförhållandet som representerar 5 procent av rösterna för samtliga aktier eller 5 procent av aktiekapitalet. Vid tillämpningen av bestämmelserna skall aktier eller röster som innehas av flera företag i samma koncern anses vara moderföretagets egna. Den av bolaget förda förteckningen över anmälda innehav och förändringar däri kan envar få del av. Motsvarighet till de nämnda bestämmelserna har införts i loven om anpartsselskaber.

10.2.3 Överväganden och förslag

Hur informationen till marknaden skall garanteras och göras så lättillgänglig, aktuell och välvpassad som möjligt, får anses vara en av de mest grundläggande frågorna då det gäller att skapa en väl fungerande värdepappersmarknad. I Sverige har utvecklingen obestridligen gått mot en, allmänt sett, väl informerad marknad. Viktiga led i denna utveckling har varit det framväxande bruket hos bolagen att utge emissionsprospekt, en praxis som numera lagfästs, och de förändringar i redovisningsreglerna som tillkom genom den nya aktiebolagslagstiftningen. Av andra viktiga händelser som varit till gagn för utvecklingen kan i första hand erinras om tillkomsten av inregistreringskontrakten och de sedermera införda s.k. OTC-avtalen. Insiderlagen, som ger inblick i insiders transaktioner, bör också nämnas i sammanhanget. Man får heller inte bortse från den stora betydelse en, till synes, alltmer aktiv nyhets- och samhällsbevakning från massmedias sida haft för att öka och påskynda informationen till allmänheten.

Det bör understrykas, att det sagda gäller utvecklingen och inte innefattar något omdöme om de nuvarande förhållandena är godtagbara eller ej. Utfallet av en sådan bedömning blir naturligtvis beroende av vilka mål som uppställs eller vilken måttstock som används. Med hänsyn till informationsgivningens betydelse är klart att ambitionsnivån i det här avseendet måste vara hög. Bara det faktum, att börsstyrelsen funnit anledning att ingripa i ett 10-tal fall på grund av att inregistreringskontraktets bestämmelser eftersatts pekar på att förhållandena inte svarar mot de anspråk som måste ställas.

Som framgått kan den för marknaden väsentliga informationen komma från i huvudsak tre håll: dels från den som organiserar handeln med börspapper, dvs. fondbörsen, dels från de bolag, i vars aktier handel sker och dels från dem som uppträder som stora köpare eller säljare på marknaden. Det har inte framkommit annat än att den information som fondbörsen svarar för och som gäller kursläge och omsättningsvolymerna fungerar tillfredsställande. Detta slag av information lämnas därför här åt sidan. Vid

en prövning av lagstiftningsbehovet i övrigt blir utfallet beroende av vilken av de två återsäende informationskällorna prövningen gäller.

Vad beträffar den information som skall lämnas av börsbolagen eller av dem som vill ha sina aktier introducerade på börsen anser utredningen att något aktuellt lagstiftningsbehov inte är för handen. Detta beror på den förhållandevis nya reglering som redan finns på området och på den möjlighet att styra utvecklingen som styrelsen för Stockholms fondbörs har. Sålunda kan börsstyrelsen se till att information föreligger om nya bolag på börsen, bl.a. genom att bestämma att sådana bolag skall utge introduktionsprospekt. Av större vikt är att börsstyrelsen med stöd av inregistreringskontrakten kan ingripa mot brister i den löpande informationen från börsbolagens sida. Skulle börsstyrelsen finna att enskilda bestämmelser i inregistreringskontrakten är bristfälliga, med hänsyn till marknads informationsbehov, eller att reaktionsmöjligheterna vid ådagalagda försummelse inte är tillräckligt kännbara, utgår utredningen från att börsstyrelsen verkar för förändringar i kontrakten. Sådana förändringar kan f.ö. komma att aktualiseras relativt snart, eftersom en översyn av kontrakten, enligt uppgift, är avsedd att slutföras under sista halvåret 1983. Först om det visar sig att något eller några bolag inte är beredda att utveckla den praxis på området som börsstyrelsen må föreslå bör lagstiftning övervägas. Utredningen vill tillägga, att den självreglering som här berörs väl kan utsträckas till områden som nu är reglerade i lag. Skulle t.ex. aktiebolagslagens regler om emissionsprospekt visa sig inte i tillräcklig mån svara mot de krav på information som marknaden ställer, synes det vara en både lämplig och naturlig åtgärd att i inregistreringskontrakten skärpa bolagens åligganden. Det kan i detta sammanhang erinras om, att de nuvarande bestämmelserna om emissionsprospekt innebar en kodifiering av redan gällande praxis hos börsbolagen och att dessa alltså kan sägas ha "visat vägen" för den senare lagstiftningen på området.

OTC-marknaden är skild från börshandeln men möjligheterna till bibehållen självreglering föreligger också här. Som framgått bygger OTC-bolags informationskyldighet i huvudsak på de med inregistreringskontrakten som förebild ingångna avtalen med en s.k. market maker. Den överensstämmelse som föreligger mellan börsbolags och OTC-bolags skyldighet att lämna information till marknaden bör bestå. Ändringar i inregistreringskontrakten bör därför i allmänhet följas av motsvarande ändringar i OTC-avtalen. Som tillsynsmyndighet över fondkommissionärerna torde bankinspektionen kunna genomdriva att erforderliga ändringar i OTC-avtalen kommer till stånd.

Vad härefter gäller information till marknaden om ändringar i ägarstrukturen hos ett aktiemarknadsbolag föreligger, som redan antytts, påtagliga brister. Utan ett omständligt och tidskrävande studium av aktieboken kan inte ägarförhållandena klarläggas. Det kan också noteras, att uppgiftslämnande för införing i aktiebok inte är obligatorisk för envar. Det har gjorts gällande, att "offentligheten är ett sken i stora bolag med kanske hundratusentals aktier fördelade på flera tiotusental aktieägare, eftersom en aktiebok utan personregister i sådana bolag är helt oöverskådlig"³. Hårtill kommer att den som vill göra stora uppköp kan låta förvaltarregistrera aktierna och därmed under lång tid hålla uppköpen hemliga. En viss insyn

³Se Rodhe, Aktiebolagsrätt, tionde upplagan, 1981, s 132

ger visserligen den förteckning som enligt insiderlagen förs av VPC och bankinspektionen över anmälningar om förändringar i insiders aktieinnehav. Den insyn som insiderlagen ger är dock begränsad. Detsamma gäller i fråga om de av utredningen föreslagna bestämmelserna om anmälningskyldighet för personer med insynsställning i ett aktiemarknadsbolag. Kvar står alltså att marknaden har otillräckliga möjligheter att följa ägarförändringar i aktiemarknadsbolagen. Den angivna bristen kan knappast lösas genom en sådan självreglering som aktiemarknadsbolagen underkastat sig, dvs. en reglering som ger möjlighet att utkräva en sanktion om reglerna inte iakttas. En annan sak är att renodlat etiska regler skulle kunna bidra till att ägarförändringar eller planer på kontroll över ett bolag frivilligt tillkännages.

Då det gäller aktieinnehav överstigande 500 aktier gäller i Sverige, som framgått, en offentlighetsprincip. Det har ansetts särskilt angeläget att aktieägare som i kraft av stora innehav har möjlighet att påverka förvaltningen av bolaget inte blir anonyma⁴. I förarbetena till nya aktiebolagslagen underströks också betydelsen av att uppgifter om aktieägarna skulle vara lättillgängliga⁵. En förbättring av insynen i aktiemarknadsbolags ägarförhållanden harmonierar därför med de intentioner som ligger bakom aktiebolagslagens offentlighetsprincip. För aktiemarknadens del skulle en nyordning som innebar att marknaden fick snar kännedom om väsentliga förändringar i ett bolags ägarbild vara ett viktigt komplement till de övriga bestämmelse som syftar till att ge investerarna informationsunderlag för placeringsbesluten. Som framgått går vissa av bestämmelserna i inregistreringskontrakt och OTC-avtal tämligen långt då det gäller att förse investerarna med information rörande ett aktiemarknadsbolag. Jämför man med den ambitionsnivå som kommer till synes i dessa kontrakt och avtal är frånvaron av bestämmelser som framtvingar information om väsentliga ägarförändringar särskilt framträdande.

Sådana förändringar kan vara direkt kursdrivande, när de kommer till allmänhetens kännedom. Detsamma gäller uppgift om att någon *avser* att förvärva en sådan andel av ett bolag som ger möjlighet till kontroll och styrning av bolagets verksamhet eller inriktning. Med den målsättning som måste gälla, nämligen att investerarna vid varje tillfälle har tillgång till alla uppgifter som kan påverka värdet på de aktier som förekommer på marknaden, är det naturligtvis av intresse att planer på kontroll över ett aktiemarknadsbolag kommer till marknads kännedom så snart som möjligt. Åtminstone bör investerarna utan tidsutdräkt kunna få kännedom om de stora uppköp eller utförsäljningar som gjorts så att slutsatser om pågående väsentliga ägarförändringar kan göras. Därmed ges förutsättningar till en snar anpassning av kursläget till uppkomna förväntningar och med logisk nödvändighet blir det då färre som kommer att handla med bristande eller felaktiga förutsättningar som grund.

En baksida av det sagda är att ett offentliggörande av påbörjade eller planer på stora förvärv av aktier i ett bolag kan driva upp kursen på aktierna så att de ämnade fortsatta köpen kan bli dyrare och svårare att genomföra. Kursen kan stiga både av att bolagets framtida utveckling bedöms positivare p.g.a. en särskild tilltro till den nye intressenten och av att aktieägare som tänkt avveckla sitt innehav avvaktar därmed tills kursen drivits upp av den

⁴Jfr prop 1970:99 s 60

⁵Jfr prop 1975:103 s 325

aviserade ökade efterfrågan på aktien. Motsvarande, fast omvända, effekter kan naturligtvis uppstå om en stor aktieägare aviserar att avveckla sitt intresse i ett företag. I vissa fall kan ett informationstvång tänkas omintetgöra planerna på att gå in i eller ur ett engagemang i ett bolag, vilket, beroende av de omständigheter som föreligger, kan vara både bra eller dåligt från det enskilda bolagets synpunkt sett.

Även om icke önskvärda bieffekter i vissa enskilda fall kan följa med en skyldighet att offentliggöra stora pågående uppköp eller utförsäljningar av aktier i ett aktiemarknadsbolag, anser utredningen att intresset av att investerarna får välaypassad och aktuell information om de förhållanden som kan påverka bedömningen av aktierna väger så tungt att en skyldighet av diskuterat slag nu bör införas. Det kan tilläggas, att det finns andra väsentliga intressen som gör det motiverat att förbättra insynen i aktiebolags ägarförhållanden, låt vara att det inte tillkommer utredningen att fästa avgörande vikt vid intressen som saknar närmare beröringspunkter med utredningsuppdraget. Ett sådant intresse är anställdas behöriga anspråk på insyn i förhållanden som kan påverka förvaltningen av det företag vari de är verksamma.

I fråga om valet av regelmodell på området kan konstateras att ett tvång att tillkännage planer på ägarkontroll över ett företag skulle svara mot mycket högt ställda anspråk på information till marknaden. Ett sådant system kräver stora övervakningsinsatser för att vara meningsfullt. Det ter sig också som en mycket långtgående åtgärd att i lag införa en allmän skyldighet att röja avsikter om framtida åtgärder. Det bjuder också lagtekniska problem att knyta en informationsskyldighet till avsikter som inte manifesterat sig i någon handling eller eljest lätt konstaterbart faktum. Visar utvecklingen, att ett s.k. flaggningsystem av berört slag är påkallat, synes det lämpligast att ett sådant system kommer till stånd genom frivilliga åtaganden. Åtagandena kunde initieras genom tillskapande av börsetiska regler på området eller allmänna rekommendationer av den marknadsövervakande myndigheten. Det kan här tilläggas, att en självreglering av området i sin helhet i och för sig vore tänkbar. Som kort nämnts i avsnittet 4.2.4 har Näringslivets börskommitté, sedan utredningen haft sitt slutsammanträde, meddelat rekommendationer rörande offentliggörande av förvärv av större aktieposter m.m. Med hänsyn till det obestridliga behov av förbättrad information om ägarförhållandena i aktiemarknadsbolagen som föreligger, bör emellertid en lagstiftning som tillgodoser vad man kan betrakta som måttligt ställda krav på information till marknaden nu komma till genomförande.

Utredningen anser, att ett system av liknande karaktär som det i Danmark gällande (jfr under 10.2.2) kan passa även i Sverige.

Utredningen föreslår sålunda, att aktieägare åläggs att göra anmälan till bankinspektionen när innehavet av aktier i ett aktiemarknadsbolag uppgår till en viss storlek. Det finns inte några bärande skäl att inskränka skyldigheten till innehav i börsbolag. Även större innehav i OTC-bolag bör sålunda rapporteras. För att väsentliga förändringar i ägarförhållandena snabbt skall komma marknaden till del är det uppenbarligen inte tillräckligt med en engångsanmälan. Så snart en väsentlig förändring i förut uppgivet innehav inträtt bör det därför åligga den anmälningskyldige att göra en förnyad anmälan. Detta betyder alltså att varje större förändring i innehavet

som uppkommit efter senast gjord anmälan föranleder ingivande av ny anmälan till bankinspektionen. De skriftliga anmälningarna blir, sedan de inkommit till bankinspektionen, offentliga. Anmälningarna bör införas i ett särskilt s.k. ägarregister. Det blir sålunda möjligt för envar att hålla sig à jour med ägarutvecklingen i företagen. Det kan ju emellertid bero av tillfälligheter om den väsentliga information som en anmälan må innehålla får den omedelbara och allmänna spridning som är önskvärd. Det bör därför tillses, att marknaden får del av uppgifterna i anmälan så snart som möjligt. Det föreslås, med hänsyn härtill, att bankinspektionen genast skall underrätta Stockholms fondbörs om innehållet i inkomna anmälningar. Då anmälan gäller innehav av aktier i OTC-bolag, föreslås att underrättelse även lämnas till den fondkommissionär som är bolagets s.k. market maker.

Vad gäller den närmare avgränsningen av anmälningsskyldigheten bör denna endast gälla sådana aktieinnehav som representerar en väsentlig andel av röstvärdet för samtliga aktier i bolaget. Den här föreslagna lagstiftningen syftar ju i första hand till att ge marknaden information om de ägarintressen som kan få inflytande på företagets förvaltning och inriktning och därför är det naturligt att anmälningsskyldigheten görs beroende av vederbörandes andel av röstvärdet. Hur stort röstvärdet bör vara för att medföra anmälningsskyldighet kan det finnas delade meningar om. Målsättningen måste vara att finna en lämplig och lätt beskrivbar gräns, under vilken förändringar i röstinnehavet, generellt sett, inte är ägnade att påverka den existerande kontrollen över företagen.

Som framgått har gränsen i USA satts vid ett 5-procentigt aktieinnehav. Samma gräns förekom i det förslag som låg till grund för den lagstiftning på området som 1980 infördes i Danmark. Den politiska behandlingen av detta förslag medförde att gränsen bestämdes till ett 10-procentigt innehav av aktier eller röster i ett bolag. I Sverige har lagstiftaren på närbesläktade områden tagit ställning i fråga om här berörd gränsdragning. Enligt 7 kap. 17 § försäkringsrörelselagen (1982:713) får ett försäkringsbolag inte utan särskilt medgivande inneha mer än 5 procent av röstetalet för aktierna i ett och samma aktiebolag. Motivet till denna restriktion är att om försäkringsbolag i större utsträckning skulle få äga aktier kunde det krävas av bolagen att de tog på sig ett aktivt ägaransvar och mer än f.n. nödgades ingripa i de aktuella företagens skötsel, något som kunde medföra ett åsidosättande av principen att försäkringsbolag inte får driva rörelse som är främmande för försäkringsrörelsen⁶. En motsvarande bestämmelse förekommer i aktiefondslagen (1974:931). Enligt 22 § nämnda lag får nämligen i aktiefond ej ingå mer än 5 procent av röstvärdet för samtliga aktier i ett och samma aktiebolag. Om ett fondbolag förvaltar flera fonder, gäller vad nu sagts det sammanlagda aktieinnehavet i fonderna. Begränsningsregeln har tillkommit för att hindra en från samhällssynpunkt mindre önskvärd maktkoncentration inom näringslivet och för att skapa garantier för att fondbolagens inflytande inte blir alltför stort⁷. Någon generellt gällande gräns vid 5 procent förekommer dock inte. I 12 a § reglementet (1959:293) angående allmänna pensionsfondens förvaltning föreskrivs, att allmänna pensionsfonden inte får inneha mer än 10 procent av aktierna i samma aktiebolag eller, om aktierna har olika röstvärde, större antal än att röstetalet för aktierna utgör högst 10 procent av röstetalet för samtliga aktier. Det kan nämnas, att i förslaget till

⁶Se Gabrielsson m.fl. Försäkringsrörelselagen 1983, s 149

⁷Se prop 1974:128 s 123 f

löntagarfonder (prop. 1983/84:50) angiven bestämmelse är överförd till 37 § föreslagen lag med reglemente för allmänna pensionfonden. Denna paragraf innehåller vidare, att en löntagarfondstyrelse inte får förvärva så många vid fondbörsen inregistrerade aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till 8 procent eller mera av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstvärdet för aktierna uppgår till 8 procent eller mera av samtliga aktier i bolaget. Motiven till sistnämnda begränsningsregler överensstämmer i stort med vad som föranlett införandet av förekommande restriktioner i försäkringsrörelselagen och aktiefondslagen. Också på andra håll i lagstiftningen har lämplig gränsdragning prövats, t.ex. i samband med tillkomsten av lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m. Enligt 7 § nämnda lag får s.k. kontrollsubjekt inte utan tillstånd förvärva aktier som motsvarar mer än 10 procent av aktiekapitalet eller rösterna i aktiebolaget.

Det är tydligt, att ju lägre gränsen sätts desto mindre blir risken för att sådana ägarförändringar som är för marknaden intressanta sker i det fördolda. Utredningen anser emellertid att gränsen inte bör sättas lägre än vid ett 5-procentigt röstinnehav. Det föreslås därför, att som villkor för anmälningsskyldighet skall gälla att aktieinnehavet har ett röstvärde som motsvarar minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i aktiemarknadsbolaget.

När anmälningsskyldigheten i förslaget sålunda gjorts beroende av rösträttens omfång, kunde det te sig naturligt att envar som har rätt att förfoga över röster i angiven utsträckning gjordes anmälningsskyldig. Detta skulle innebära att anmälningsskyldigheten kunde inträda vid vissa tillfällen då fullmaktsinsamling skett. Utredningen anser emellertid inte att lagstiftningen på nuvarande stadium bör göras så vidsträckt. Endast de röster som innehas som en följd av eget aktieinnehav bör i princip beaktas vid beräkningen av om röstvärdet uppgår till stipulerad storlek.

I fall, där rösterna mera allmänt kan antas stå till förfogande för annan än ägaren, finns dock skäl att göra undantag från denna princip. Här avses främst det fallet att flera företag i en koncern har aktier i samma aktiemarknadsbolag. De olika rättssubjektens innehav föreslås då bli betraktade som en enhet.

En särbestämmelse bör också gälla i vissa fall då flera personer bildat ett konsortium i avsikt att i samverkan förvärva aktier i ett aktiemarknadsbolag. Representerar avtalsparternas sammanräknade röstinnehav 5 procent av rösterna i bolaget eller mera kan man, om avtal om ytterligare förvärv träffas, presumera att mera ingripande marknadsoperationer är planerade. Förekomsten av konsortiet är då av största intresse för den investerade allmänheten.

Avtal eller överenskommelse av nämnt slag kan komma till stånd av det enkla skälet att erhållande av kontroll över ett bolag kräver stora finansiella resurser och att samverkan därför är nödvändig. Ett annat skäl kan vara att eftersträvd kontroll inte så lätt kommer i dagen, om förvärven sprids på flera händer eller om annan än en redan större aktieägare uppträder som köpare; i det senare fallet är en jämförelse med bulvanköp näraliggande. Vidare inses lätt att en rapporteringsskyldighet av här diskuterat slag relativt enkelt kunde kringgås om flera med målsättningen att överta kontrollen över

ett bolag var och en förvärvade aktier med ett röstvärde strax under den för anmälningsskyldighet stadgade nivån.

Utredningen är medveten om de svårigheter som föreligger att upptäcka och i förekommande fall styrka en samverkan av nu åsyftat slag. Inblandade parter måste dock kalkylera med att deras agerande kan komma att uppenbaras då den gemensamma kontrollen väl har erhållits. Det finns därför skäl räkna med, att en utsträckning av rapporteringskyldigheten på nu angivet sätt kan förebygga hemliga marknadsoperationer av det berörda slaget.

Den anmälningsskyldighet som här diskuteras behöver i princip inte omfatta fysiska personer annat än om vederbörande är part i ett sådant konsortium som nyss berörts. Anledningen är att fysiska personer som har ett innehav med ett röstvärde motsvarande minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier – jämte vissa befattningshavare m.fl. – anses ha insynsställning i bolaget. Till följd härav föreligger skyldighet att anmäla aktieinnehav och förändringar i innehavet redan som en följd av bestämmelserna till motverkande av insiderspekulation. Det är av intresse att undvika att anmälningsskyldighet föreligger på grund av två regelkomplex, även om dessa uppbärs av olika syften. För att önskvärd samordning skall komma till stånd föreslås, att av anmälan enligt de s.k. insiderbestämmelserna skall framgå om det anmälda innehavet representerar minst 5 procent av rösterna i bolaget. Utfylls innehållet i anmälan med sådan uppgift kan den anmälningsskyldighet som nu är föremål för diskussion, bortsett från vad man kan kalla konsortiefallet, begränsas till juridiska personer.

Kontentan av förslaget är, att tre olika slag av aktieinnehav skall rapporteras, om innehavet har ett röstvärde som motsvarar minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i ett aktiemarknadsbolag. Anmälningsskyldigheten kommer att gälla

- 1) aktier som ägs av en juridisk person
- 2) aktier som ägs tillsammans av två eller flera företag som ingår i en koncern samt
- 3) aktier som ägs av två eller flera som med varandra träffat avtal om att anskaffa aktier i bolaget.

Som förutskickats bör efter en s.k. initialanmälan varje därefter uppkommande väsentlig förändring i röstinnehavet rapporteras. Utredningen är i och för sig inte främmande för en ordning som skulle innebära att alla förändringar i aktieinnehaven måste rapporteras. Fysiska personer med stort aktieinnehav är ju till följd av sin insynsställning skyldiga att i princip rapportera alla förändringar i innehavet. Det kunde te sig konsekvent att denna skyldighet gällde alla stora aktieägare. Utredningen är ändå tveksam till en sådan ordning. En anledning är att ansvällningen av anmälningar skulle bli betydande. Ett annat skäl är att väsentliga förändringar i innehaven lätt kunde komma att skymmas av oväsentliga. Därför föreslås, att förnyad anmälan endast behöver göras om en förändring – sedan senast gjord anmälan – motsvarar 5 procent av röstvärdet för samtliga aktier i bolaget.

10.3 Värdepappersmarknadens övervakning. Bankinspektionens befogenheter och åligganden

Gällande lagstiftning ger bankinspektionen en viss möjlighet att följa utvecklingen på värdepappersmarknaden och beivra osunda företeelser. Utredningen har i avsnitt 8.7 uppehållit sig vid bankinspektionens övervakningsfunktion när det gäller den speciella frågan om åtgärder för att motverka insiderspekulation. Vidare har utredningen i samband med förslaget om skydd för investerare mot obehöriga förfaranden vid fondpappersförvaltning i avsnitt 9.5 föreslagit införande av en möjlighet för inspektionen att informera sig om och i förekommande fall vidta åtgärder mot den verksamhet som utövas av s.k. fristående fondpappersförvaltare. Vad som nu närmast skall behandlas är alltså om bankinspektionens befogenheter och åligganden bör vidgas ytterligare i syfte att få en så praktisk och smidig och samtidigt effektiv värdepappersmarknadsövervakning som möjligt.

10.3.1 Tidigare förslag

Enligt direktiven skall utredningen ytterligare överväga vissa i förarbetena till nya börs- och fondkommissionslagstiftningen framförda förslag och synpunkter rörande bankinspektionens möjlighet att informera sig om förhållanden på marknaden och bankinspektionens befogenheter. Innebörden av dessa förslag och synpunkter skall här rekapituleras.

Bankinspektionen gjorde redan 1973 en framställning till regeringen om utökade befogenheter. Denna framställning överlämnades till fondbörsutredningen, som skulle beakta den i samband med att frågan om en utvidgad kontroll över fondhandeln övervägdes.

Utgångspunkten för bankinspektionens framställning var 38 § 1919 års lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet, som föreskrev att inspektionen hade skyldighet att verka för att värdepappershandeln ägde rum "på ett tillfredsställande sätt". Detta åliggande ansågs inte kunna fullgöras med mindre befogenheterna utökades. Inspektionens framställning mynnade ut i en begäran om att den skulle ges rätt att infordra de yttranden och göra de påpekanden och framställningar som föranleddes av ärendets art.

Fondbörsutredningen konstaterade (SOU 1976:54 s. 161), att antalet enskilda personer som investerar sparmedel i aktier ökat under senare år, att aktiefonder och den fjärde AP-fonden utgjorde nya inslag på marknaden samt att sådana fåmansbolag som tillkommit för att aktieägarna skulle få sitt innehav uppdelat på flera rättssubjekt och vars verksamhet ofta var av utpräglat spekulativ natur också ökat i antal. Mot denna bakgrund ansåg utredningen det angeläget att inspektionen, för att kunna följa värdepappershandeln, gavs möjlighet att informera sig om företeelser på marknaden. Det påpekades, att konsumentombudsmannen/konsumentverket på sitt område hade möjlighet att av näringsidkare begära yttrande eller upplysning i ärende enligt marknadsföringslagen (1970:412) och avtalsvillkorlagen (1971:112). Utredningen ansåg att bankinspektionen på motsvarande sätt borde ges rätt att inhämta upplysningar. Emellertid borde inte denna rätt –

såsom bankinspektionen föreslagit – vara allmän utan begränsas till vissa kategorier, nämligen sådana personer som yrkesmässigt bedriver eller medverkar vid handel med värdepapper och sådana juridiska personer som, utan att bedriva yrkesmässig handel, äger eller förvaltar värdepapper i en omfattning som ej endast är obetydlig.

Beträffande frågan om vad som skulle ske om den erhållna informationen gav vid handen att marknaden i visst avseende inte fungerade på ett "tillfredsställande sätt", förklarade utredningen, att den intog en restriktiv hållning, när det gällde den av bankinspektionen ifrågasatta befogenheten att göra påpekanden. Den fann ej skäl att ansluta sig till inspektionens förslag i denna del. Information som erhållits borde sålunda uteslutande tjäna som underlag för framställning om lagändring eller för kontakt med borsstyrelsen för att denna skulle kunna få ett fylligare underlag för beslut om borsstopp eller annan åtgärd.

Om utfallet av remissförfarandet konstaterades i propositionen (1978/79:9 s. 155), att förslaget i nu ifrågavarande del fick ett blandat mottagande. Vissa remissinstanser fann att det var ägnat att stärka allmänhetens förtroende för marknaden och tillstyrkte det. Några av näringslivets organisationer ansåg däremot att förslaget gick längre än vad som krävdes med hänsyn till den aktieköpande allmänhetens intresse. Bankinspektionen framhöll, att om inspektionen inte gavs rätt att göra påpekanden, var det lika bra att inte ha någon lagstiftning alls i detta hänseende.

Departementschefens överväganden (prop. 1978/79:9 s. 156) koncentrerade sig i huvudsak till frågan om den av bankinspektionen begärda rätten att göra påpekanden. Han delade den av utredningen framförda synpunkten att frågan var känslig, därför att det från den enskildes synpunkt skulle kunna ses som ett ingrepp i den personliga integriteten om inspektionen gavs möjlighet att genom offentliga påpekanden ge uttryck för sin uppfattning i hithörande frågor. Även om departementschefen ansåg att det kunde finnas skäl att skärpa lagstiftningen på detta område var han därför inte beredd att slutgiltigt ta ställning i frågan utan ansåg att den borde övervägas ytterligare.

Resultatet blev alltså att lagstiftning på nu behandlat område fick anstå.

10.3.2 Överväganden och förslag

Med hänsyn till att värdepappersmarknaden är en betydelsefull del av kapitalmarknaden kunde övervägas införande av en i det närmaste total marknadsövervakning eller en sådan ordning som ursprungligen föreslogs av bankinspektionen och som innebar att denna skulle ha rätt "att infordra de yttranden och göra de påpekanden och framställningar som föranleddes av ärendets art". Detta skulle också bringa tillsynen över marknaden i större överensstämmelse med vad som gäller i fråga om mer utvecklade marknader, företrädesvis den i USA.

Utredningen är emellertid inte beredd att föreslå ett system med denna allmänna utformning. Ett skäl är att ett sådant system skulle ställa alltför stora anspråk på nuvarande administration och – inte minst mot bakgrund av landets ekonomiska läge – sannolikt kräva för stora resurser i förhållande till

det eftersträvade resultatet. Övervägandena bör därför inriktas på en marknadsövervakning av mera begränsat slag. Även härmed kan man nämligen, enligt utredningens mening, uppnå en efter svenska förhållanden tillfredsställande ordning på värdepappersmarknaden.

En begränsad marknadsövervakning föreslogs av fondbörsutredningen, vars förslag denna utredning ytterligare skall pröva. Förslaget innebar, som framgått, att en frågerätt skulle få utövas mot vissa kategorier.

Till dem som genom förslaget gjordes uppgiftsskyldiga hörde investmentbolag, försäkringsbolag, vissa stiftelser och andra s.k. institutionella placerare. Ett skäl var att deras agerande kunde få kraftigt genomslag på kursbildningen⁸. Med förslaget utsträcktes uppgiftsskyldigheten även till fåmansbolag som bedrev aktiehandel i större skala. Det konstaterades, att deras handel ofta var av spekulativ karaktär och att bolagens handel tillsammans utgjorde en jämförelsevis stor del av den aktieomsättning som fondkommissionärerna medverkade i (SOU 1976:54 bilaga 1). Slutligen innebar förslaget, att frågerätten skulle få utövas mot bl.a. de "konsulter som vänder sig till allmänheten genom annonsering eller cirkulärbrev med erbjudande om medverkan vid handel med värdepapper".

Den av fondbörsutredningen föreslagna frågerätten kan ses som ett utflöde av den av utredningen föreslagna allmänna bestämmelsen (30 § utredningsförslaget) om att bankspektionen, jämte sina övriga uppgifter, skulle verka för att värdepappershandeln ägde rum på ett tillfredsställande sätt. I detta hänseende anslöt förslaget nära till 38 § andra stycket 1919 års lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. Som nämnts skulle den information inspektionen fått tillgång till genom bruk av frågerätten i huvudsak endast få användas som underlag för begäran om lagändringar. Någon rätt att göra särskilda påpekanden om missförhållanden, vilket bankspektionen hemställt om, inrymdes inte i förslaget.

När frågan om bankspektionens allmänna uppgifter på värdepappersmarknaden nu tas upp på nytt, finner utredningen anledning att diskutera inspektionens roll från delvis annorlunda utgångspunkter än som skett under förarbetena till den nya fondkommissions- och börslagstiftningen.

Utredningen anser i likhet med fondbörsutredningen att det bör vara en förstahandsuppgift för inspektionen att – jämte kontrollen av om i lagen intagna bestämmelser efterlevs – verka för att lagstiftningen håller jämna steg med utvecklingen på värdepappersmarknaden. Samtidigt måste emellertid konstateras, att det inte är önskvärt med en lagreglering som efterhand blir mer och mer detaljerad. Bäst är naturligtvis om en önskad utveckling kan hejdas med så litet ingripande medel som möjligt. Ett auktoritativt tillkännagivande av att ett visst beteende på marknaden är önskvärt eller olämpligt torde ibland vara vad som behövs för att länka utvecklingen i önskad riktning. En sådan möjlighet att smidigt påverka utvecklingen bör inte försittas. Utredningen finner, mot bakgrund av det anförda, att bankspektionens ställning på marknaden bättre utnyttjas och intresset av sunda förhållanden på marknaden mera tillgodoses, om inspektionen inte blir hänvisad till att endast ta lagstiftningsinitiativ. Vad utredningen vill möjliggöra är att inspektionen, vid sidan av sina övriga uppgifter och i samverkan med styrelsen för Stockholms fondbörs, skall komma att spela en attitydpåverkande eller etikskapande roll till gagn för utvecklingen på marknaden.

⁸SOU 1976:54 s 159

En sådan ordning kan lämpligen grundas på en norm om vad som bör gälla på värdepappersmarknaden. Det är ofrånkomligt, att en sådan norm får en allmän utformning. Enligt utredningens uppfattning bör normen ge uttryck åt, att handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden bevaras och enskildas kapitalinsatser inte äventyras. En sådan bestämmelse innebär en riktning för dem som uppträder på marknaden men dess största praktiska betydelse ligger i att den kommer att tjäna som en plattform för och en beskrivning av gränserna för inspektionens allmänna uppgift att övervaka och påverka förhållandena på värdepappersmarknaden.

En oundgänglig förutsättning för att bankinspektionen skall kunna påverka utvecklingen på marknaden på annat sätt än genom lagstiftningsinitiativ är att inspektionen får klargöra sin mening om en företeelse genom någon form av tillkännagivande. Tillkännagivandet kan ha en vidare krets som adressat och utgör då en allmän rekommendation. Det kan också vara riktat till enskilt eller enskilda rättssubjekt.

Då det gäller den mycket begränsade krets som benämnts fristående fondpappersförvaltare (se kapitel 9) föreslås, som framgått, att bankinspektionen skall kunna rikta anmärkning mot missförhållanden i enskild förvaltares verksamhet. Bankinspektionens befogenhet till anmärkningsbeslut mot fondkommissionärer enligt 31 § fondkommissionslagen har alltså i praktiken vidgats så att missförhållande i all yrkesmässigt bedriven förvaltningsverksamhet kan bli föremål för anmärkning från inspektionens sida. Syftet med denna utvidgning är att motverka att förvaltningen bedrivs så att uppdragsgivare och potentiella uppdragsgivare åsamkas förluster och är alltså betingad av ett slags konsumentskyddsintresse. Samma intresse kan knappast motivera möjlighet till anmärkningsbeslut mot envar som i övrigt uppträder på marknaden. Skyddsintresset gäller således här mindre den enskilde än marknaden som sådan. Detta intresse bedöms bäst kunna tillgodoses genom att bankinspektionen får tillkännage sin bedömning av olika förfaranden genom allmänna rekommendationer.

Det kan här erinras om att på konsumentpolitikens område en väsentlig del av samhällsregleringen består av de riktlinjer för företagens marknadsföring och utformning av varor, tjänster och andra nyttigheter samt för företagens tillämpning av konsumentkreditlagen (1977:981) som konsumentverket utfärdar. Riktlinjerna är inte bindande för näringsidkarna och binder inte marknadsdomstolen i fall som kommer under domstolens prövning. Man har alltså på detta område hittills medvetet valt linjen att inte detaljreglera genom bindande föreskrifter. Statsmakterna har velat bygga på principen att lagstiftarens intentioner så långt som möjligt skall genomföras på frivillighetens grund.

Genom rätten att utfärda allmänna rekommendationer får bankinspektionen alltså motsvarande möjlighet att öva inflytande på utvecklingen på värdepappersmarknaden. Utöver konsumentverkets riktlinjer kommer rekommendationerna att förete likheter med de i rikligt antal förekommande normer som är föreskrifter i regeringsformens bemärkelse och vars ändamål är att få till stånd ett visst bestämt handlings sätt. I motsats till sådana föreskrifter blir dock de allmänna rekommendationer som bankinspektionen föreslås få utfärda aldrig bindande.

Utredningen utgår från att utfärdande av rekommendationer kommer att föregås av noggranna överväganden. Rekommendationsrätten är föreslagen för att en lagstiftning skall kunna undvikas. I konsekvens härmed bör möjligheten att utfärda rekommendation i huvudsak användas för sådana fall där lagstiftning i förlängningen ter sig som ett realistiskt alternativ.

För att rekommendationerna skall fylla avsett ändamål är det nödvändigt att de mer allmänt följs. Åsidosätts rekommendationerna har inspektionen att överväga lagstiftningsinitiativ.

Frågan om rekommendationer är tillfyllest förutsätter av naturliga skäl att inspektionen får möjlighet till bedömning av om givna rekommendationer efterlevs. Till viss del kan inspektionen få vägledning för sin bedömning genom sin allmänna övervakning av förhållandena på marknaden. En uppföljning av åsyftat slag bör dock, enligt utredningens mening, underlättas genom att inspektionen ges rätt att inhämta uppgifter från enskilda huruvida givna rekommendationer iakttagits. Det synes dock inte påkallat att inspektionen får möjlighet att infordra sådant besked från envar. Uppgiftsskyldigheten bör begränsas till de kategorier som genom sin omfattande handel eller i kraft av betydande innehav har särskilda förutsättningar att påverka marknadsverkningsförmåga. En begränsning av förevarande slag föreslogs, som nämnts, av fondbörsutredningen, låt vara att denna begränsning gällde i fråga om skyldigheten att på begäran lämna uppgifter i mera oinskränkt omfattning än som här är på tal.

I nära överensstämmelse med fondbörsutredningens förslag till begränsning föreslås, att bankinspektionen skall få inhämta besked från "juridiska personer som uteslutande eller så gott som uteslutade förvaltar eller handlar med fondpapper". Av beskrivningen omfattas merparten av institutionella placerare, bl.a. investmentbolagen. Avgränsningen är gjord med anvisningarna till 54 § kommunalskattelagen (1928:370) som förebild, men en utvidgning är gjord så att även andra juridiska personer än aktiebolag och ekonomiska föreningar omfattas. Härjämte likställs handel med förvaltning.

Även om den förordade bestämningen täcker den väsentliga delen av dem som bör tillhandagå inspektionen med upplysningar i berört hänseende är klart att vissa större placerare inte träffas av beskrivningen. Det gäller t.ex. försäkringsbolag och rörelsedrivande bolag med betydande aktieinnehav. Den uppgiftsskyldiga kretsen bör därför vidgas så att även dessa kategorier omfattas. Den genomgång av ägarstrukturen i börsbolagen som gjorts av civilekonomen Ragnar Boman och som redovisas i betänkandet SOU 1982:28 kan här vara av visst intresse. Enligt Bomans beräkningar (s 40) fanns 1979 ca 250 placerare som ägde börsaktier till ett värde som översteg 10 milj. kr. De 17 största aktieägande institutionerna förvaltade samma år (s 25) portföljer som värdemässigt hade en spridning från 1 690 milj. kr. (Skandia) till 300 milj. kr. (SAF). En särskild granskning av de börsnoterade rörelsedrivande bolagens aktieportföljer gav vid handen, att de 10 största portföljerna varierade i värde från 886 milj. kr. (Asea) till 41 milj. kr. (Broströms). En motsvarande granskning av de 10 största aktieportföljerna bland då icke börsnoterade rörelsedrivande bolag visade en spridning från 310 milj. kr. (Protorp) till 50 milj. kr. (Pripps Bryggerier).

Det föreslås, att även den som i betydande omfattning bedriver handel

med eller förvaltning av fondpapper skall åläggas att på begäran lämna besked huruvida allmänna rekommendationer iakttagits. Därigenom kommer uppgiftsskyldigheten att omfatta också de stora aktieägarinstitutioner som nyss nämnts.

I fråga om den nu behandlade rekommendationsrätten och befogenheten att inhämta besked huruvida rekommendation iaktas finns skäl att göra några särskilda påpekanden.

Det bör sålunda erinras om, att övervakningen av kursbildning och handel vid börserna primärt är en börsstyrelsens uppgift. Detta kommer till ett direkt uttryck i 22 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Av denna bestämmelse följer också, att börsstyrelsen skall tillse att handeln sker under förhållanden som överensstämmer med god affärsred. För att börsstyrelsen skall kunna fullgöra sin uppgift har den enligt 23 § börslagen möjlighet att inhämta de upplysningar den behöver dels av de bolag som fått sina aktier inregistrerade och dels av börsmedlemmar och börsombud. Det kan här nämnas, att ett översynsarbete av standardmodell till inregistreringskontrakt under hösten 1983 befann sig i en slutfas. I samband med detta översynsarbete har börsstyrelsen uppdragit åt en särskild arbetsgrupp att efter samråd med Näringslivets börskommitté överväga möjligheterna att – efter dansk modell – ställa samman rekommendationer till aktiemarknadens parter i form av tryckta börsetiska regler. Vidare har Stockholms fondbörs förutskickat att den, mot bakgrund av den anmärkningsvärt stora omsättningsökning som skett under senare år, skall intensifiera övervakningen av kursutvecklingen, s.k. stock watch⁹.

De befogenheter för bankinspektionen som här föreslås bör naturligen användas så att en ändamålsenlig samordning med börsernas kursövervakande verksamhet och börsernas uppgifter i övrigt kommer till stånd. En sådan samordning förutses inte vålla nämnvärda problem. Av betydelse i sammanhanget är att bankinspektionen utövar tillsyn över fondbörsen.

Då det gäller förfaranden som omfattas av bestämmelse i inregistreringskontrakt bör inte rekommendation komma i fråga. Börsbolagen är civilrättsligt förpliktade att tillse att marknaden får information om väsentliga händelser i bolaget. Börsen har att övervaka att åliggandena fullgörs och har befogenheter att tillgripa vissa tvångsmedel om åliggandena negligeras. Det saknas sålunda anledning för bankinspektionen att utfärda rekommendation i här avsedda ämnen. I den mån genom börsstyrelsens försorg etiska regler blir utfärdade, ligger saken något annorlunda till. Det ligger i begreppet att sådana regler inte blir formellt bindande. Likväl kan det finnas skäl att reglerna beaktas vid bedömningen av om allmän rekommendation bör utfärdas. Men är det ett starkt marknadsintresse att ett visst beteende iaktas bör inte rekommendation underlåtas bara av den anledningen att etisk regel i ämnet förekommer. Rekommendationen kan ge ökat eftertryck åt den etiska regeln och kan därigenom vara av värde. Viktigare är att rekommendation måste utfärdas om bankinspektionen på det sätt förut sagts skall ha möjlighet till uppföljning av om ett rekommenderat beteende iaktas.

Vad särskilt gäller den nyss berörda rätten att inhämta uppgift huruvida rekommendation iaktas, bör inte bortses från att denna rätt, utom att förse bankinspektionen med information, i någon mån kan ha självständig

⁹Se Stockholms fondbörs förvaltningsberättelse för 1982, s 8

betydelse för att påverka utvecklingen i önskvärd riktning. Detta beror på flera faktorer. För det första får bankinspektionen genom frågerätten tillfälle att erinra om förekomsten av en rekommendation. Att frågerätten tas i bruk kan också ge föreställning om att bankinspektionen överväger lagstiftningsinitiativ på området. Den som inte efterlevt rekommendation och som görs till föremål för frågerätten kan vidare förutsättas utgå från att bankinspektionen gjort särskilda iakttagelser beträffande vederbörandes agerande. Alla dessa faktorer torde sålunda bidra till att ge en rekommendation ökad tyngd. Det kan i sammanhanget erinras om gjorda iakttagelser med anledning av de påminnelser bankinspektionen gjort om den s.k. 30-dagarsregeln, som anmälningsskyldiga enligt insiderlagen rekommenderats iaktta. Den statistik som bankinspektionen för ger vid handen, att nämnda rekommendation i långt större utsträckning efterlevs något år efter en påminnelse än annars.

Vid sidan av det system för påverkan av förhållandena på värdepappersmarknaden som nu behandlats, kan övervägas andra åtgärder för att motverka osunda förhållanden på marknaden. Det finns anledning att här särskilt beröra en företeelse. Det gäller möjligheten till utnyttjande av s.k. marknadsinformation.

Då kursen med nödvändighet påverkas av tillgång och efterfrågan på aktien är det naturligt att den som har vetskap om förestående stora köp eller försäljningar kan utnyttja sin exklusiva information till egen vinning. Köper t.ex. vederbörande aktier innan stora uppköp med inverkan på kursbildningen börjar verkställas, kommer naturligtvis de inköpta aktierna att inom kort öka i värde, en kursökning som sedan lätt kan realiseras. Situationen avviker endast från insiderspekulation såtillvida att det är en annan typ av exklusiv information som utnyttjas, nämligen den om orderläget på marknaden.

Gällande lagstiftning innehåller regler till skydd mot missbruk av marknadsinformation. 39 och 40 §§ fondkommissionslagen har nämligen tillkommit för att förebygga ett sådant missbruk. Det står emellertid klart att information om orderläget kan utnyttjas utanför den krets som har anknytning till fondkommissionär. Det har gjorts gällande att de personer som handhar institutionella placerares värdepappersportföljer, dvs företrädesvis vissa tjänstemän hos i huvudsak fondbolag, försäkringsbolag, investmentbolag, stiftelser, m.fl., normalt sitter inne med lika mycket marknadsinformation som dem som omfattas av 39 § fondkommissionslagen. Då institutionerna är innehavare av stora poster i många olika paper och har resurser och benägenhet till stora köp av varierande värdepappersslag, är det naturligt att fondkommissionärerna står i nära och praktiskt taget kontinuerlig kontakt med dem. Detta kan sägas vara ett led i fondkommissionärernas aktiva marknadsföring. De som handlar för institutionernas räkning får därför en god inblick i utbud och efterfrågan och får i övrigt på ett tidigt stadium del av den service ifråga om placeringsrådgivning m.m. som fondkommissionärerna erbjuder.

Den här möjligheten att utnyttja orderläget blir särskilt framträdande i fall den "egna" institutionen har planer på att göra stora förvärv av aktier i ett visst bolag. Den som känner till planerna har här synnerligen goda utsikter att förutsäga s.k. tekniska kursförskjutningar. Man kan m.a.o. utnyttja

marknaden på helt andra villkor än som är möjligt för investerarna i allmänhet. Genom det kapitaltillflöde som kommit aktiefonderna till del har problemet under senare år kommit att särskilt accentueras beträffande fondbolagen och deras befattningshavare.

I frågan om hur ett missbruk bör motverkas, kunde synas näraliggande att låta dem som har anknytning till stora aktieäggande institutioner omfattas av en bestämmelse motsvarande 39 § fondkommissionslagen. Befattningshavare hos institutionella placerare måste dock anses ha en mindre central ställning på värdepappersmarknaden än befattningshavare hos fondkommissionärer. En avgörande skillnad mellan de båda kategorierna ligger i det förhållandet att de senare i motsats till de förra står till den investerande allmänhetens förfogande.

Utredningen avstår bl.a. med hänsyn härtill från förslag till lagstiftning som inskränker vederbörandes rätt att handla med aktier för egen räkning. Härtill kommer att det torde finnas förutsättningar att åstadkomma visst skydd mot missbruk på frivillighetens väg. Ett sådant skydd kan initieras av bankinspektionen med stöd av sin rätt att utfärda allmän rekommendation. En ordning som bankinspektionen skulle kunna rekommendera är att befattningshavare och andra med närmare anknytning till större aktieäggande institution till institutionen rapporterar de affärer som görs för egen räkning. En sådan ordning tillämpas i viss utsträckning hos tidningsföretagen (se avsnitt 5.4.6). Rekommendationen kunde eventuellt också innefatta att arbetsgivaren utverkade utfästelse av sina anställda att avstå från handel för egen räkning med aktier som arbetsgivaren avsåg att göra stora affärer i.

Föreligger en rekommendation har bankinspektionen möjlighet att följa upp om utnyttjande av marknadsinformation förebyggs på frivillig väg. För att bankinspektionen mera ingående skall kunna göra en bedömning av förhållandena är det dock nödvändigt att inspektionen på detta område får en längre gående frågerätt än den förut berörda.

Sålunda föreslås att bankinspektionen till vägledning för sin bedömning av om utnyttjande av marknadsinformation skett får infordra uppgifter av juridisk person som genom omfattande handel med aktier i aktiemarknadsbolag kan antas ha föranlett eller i betydande grad bidragit till att kursen på aktierna väsentligt ändrats. Uppgifterna skall avse vilka personer som deltagit i den juridiska personens beslut om handeln eller som annars i sin anställning eller till följd av sitt uppdrag hos den juridiska personen erhållit kännedom om att handeln skulle äga rum.

Såsom gäller beträffande rätten till besked huruvida allmän rekommendation iakttagits, kan den nu föreslagna frågerätten ha värde också på annat sätt än att förse bankinspektionen med information. Vetskapen om att ett utnyttjande av marknadsinformation kan komma att uppenbaras genom förfrågan av bankinspektionen torde sålunda kunna ha en återhållande inverkan på benägenheten till sådant utnyttjande.

Vad som hittills anförts ger vid handen att en mer eller mindre oinskränkt frågerätt mot vissa kategorier, såsom fondbörsutredningen föreslog, inte getts motsvarighet i förevarande förslag. Det nu sagda gäller med ett väsentligt undantag. Som framgår av 9 kap. har utredningen föreslagit att bankinspektionen skall få rätt att informera sig om viss förvaltningsverksamhet; i denna del har alltså utredningen anslutit sig till fondbörsutredningens

förslag. I fråga om dem som bedriver handel med eller förvaltning av fondpapper för egen räkning kan det inte anses finnas bärande skäl att införa en så vidsträckt frågerätt som fondbörsutredningen föreslog. Detsamma gäller i fråga om dem som lämnar kredit för värdepappersaffärer, normalt mot säkerhet i värdepapper. Sådan medverkan i handeln lämnas i den största utsträckningen av dem som redan står under bankinspektionens tillsyn, nämligen banker, fondkommissionsbolag och finansbolag. Genom finansbolagslagen (1980:2) har lagstiftaren särskilt tagit ställning till vilken finansieringsverksamhet som skall stå under offentlig kontroll. Till detta kommer att konsumentkreditlagen (1977:981) även på nu förevarande område skyddar låntagare både som kollektiv och enskilt.

På grund av sin viktiga roll på marknaden finns skäl att här uppmärksamma ytterligare en kategori, nämligen den som yrkesmässigt förser investerarna med information som underlag för placeringsbesluten. Till denna kategori hör i första hand tidningsföretagen, vars börskommentatorer i dagstidningar och i specialtidsskrifter som *Affärsvärlden*, *Veckans Affärer* och *Aktiespararen* företar analyser av marknaden och enskilda företag och värdepapper. De har härigenom möjlighet att inte bara spegla utan även att påverka skeendet på marknaden. Vid sidan av tidningsföretagen lämnas information av andra företag som ett led i mer omfattande verksamhet på fondhandelns område. Här kan nämnas AB Aktiv Placering, som utger "Företagsanalyser" med olika aktiedata och Sparbankernas Bank, som i "Systematisk Börsinformation" redovisar kursutveckling, s.k. nyckeltal, olika vinstprognoser och annan information om samtliga börsnoterade bolag. Andra exempel är PK-bankens och Sundsvallsbankens aktieöversikter som innehåller konkreta köpråd med personliga kommentarer av fondcheferna. Ett finansbolag som kontinuerligt lämnar information till intressenter på marknaden är AB Obligentia i Hindås som utger publikationen "Marknadsinformation" till ledning för olika placeringsalternativ. Vidare förekommer mindre enskilda företag som bedriver yrkesmässig informationsverksamhet med inriktning på investerare i bl.a. fondpapper. Tammstorp AB i Stockholm, som utger publikationen "Insikt", är ett sådant företag och Aktierådet i Göteborg, som utger s.k. marknadsbrev, är ett annat exempel.

Det kan erinras om att tryckfrihetsförordningen är en garanti för en fri nyhetsförmedling och opinionsbildning: rapportering om händelser på marknaden skall kunna ske fritt utan myndighets inblandning. Detsamma gäller i fråga om slutsatser om händelseförlopp, prognoser och rekommendationer. Det finns alltså ej här utrymme för en frågerätt. Lämnas uppsåtligt vilseledande uppgifter för att påverka kursen på värdepapper motsvarar förfarandet beskrivningen av svindleri enligt 9 kap 9 § brottsbalken. Det skydd tryckfrihetsförordningen i allmänhet ger torde här inte hindra lagföring¹⁰. Även om en frågerätt vid misstanke om svindleri teoretiskt kunde tänkas, är det dock naturligtast att frågan om eventuellt brott – som faller under allmän strafflag – får utredas på gängse sätt utan bankinspektionens medverkan.

Det kan i sammanhanget göras en påminnelse om att journalister och andra med informationsuppgifter som en naturlig följd av sitt arbete ibland kan få tillgång till uppgifter som, när de publiceras, kan vara ägnade att

¹⁰ Jfr Beckman m.fl. Brottsbalken I, 1970, s 380 f

påverka kursen på värdepapper. Om journalisten för egen del utnyttjar uppgiften till aktiehandel innan den publiceras är fråga om insiderspekulation i vid mening. Som framgått tidigare (bl.a. av avsnitt 8.4.3) hindras inte sådana förfaranden av utredningens förslag. Att införa en frågerätt mot specifikt journalister och andra med likartade uppgifter på marknaden för att kartlägga om sådan insiderspekulation förekommer kan dock inte anses nödvändigt. Detta gäller särskilt med hänsyn till att regler av självsanerande natur förekommer på området. De regler som avses är journalisternas yrkesregler som ställer krav på både saktlighet i innehållet och på journalistens integritet.

Vidare kan erinras om den i avsnitt 5.4.6 omnämnda rekommendationen av pressens samarbetsnämnd om att ekonomijournalister m.fl. skall rapportera egna och närståendes aktieaffärer till arbetsgivaren. Till yttermera visso torde flertalet börsskribenter vara anslutna till Finansanalytikernas förening som uppställer särskilda etiska krav i fråga om medlemmarnas yrkesutövning (se avsnitt 5.4.7).

Medan det hittills anförda har gällt frågan om utökade befogenheter och utökad insyn för bankinspektionen, skall här slutligen göras några anmärkningar i frågan om den nu gällande lagen (1908:129 s 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper (fondhandelslagen, FHL) har ett användningsområde också inom det system för offentlig insyn på värdepappersmarknaden som här föreslagits. Enligt fondhandelslagen skall uppgifter om affärer med fondpapper dokumenteras i s.k. avräkningsnotor. Det åligger fondkommissionär och annan som driver rörelse med fondpapper att inge uppgift om innehållet i upprättade avräkningsnotor till inspektionen. Tidigare låg avräkningsnotorna till grund för den stämpelavgift som uttogs på omsättningen av fondpapper, men sedan stämpelavgiften slopades har skyldigheten att upprätta avräkningsnota i huvudsak endast funktionen att bereda det allmänna insyn i handeln (se prop 1978/79:165 s 181).

För att de av utredningen föreslagna bestämmelserna till motverkande av insiderspekulation skall ha en effektiv verkan, bör bankinspektionen kunna kontrollera om personer med insynsställning i ett aktiemarknadsbolag gjort affär i " eget bolag" och när detta skett. Visserligen ger den, enligt utredningens förslag, bibehållna registreringen av insiderhandeln normalt besked därom. Men saknas praktisk möjlighet till kontroll av om anmälningsskyldigheten rätteligen fullgjorts finns uppenbara risker att den i stor utsträckning negligeras och därmed underlättas också insiderspekulation. I nuvarande system tillgodoses det här insynsbehovet av att bankinspektionen, när den så anser nödvändigt, kan få del av innehållet i upprättade avräkningsnotor. Från kontrollsynpunkt är det också angeläget att bankinspektionen får kännedom om vilka s.k. fristående fondpappersförvaltare som är verksamma på marknaden. Avräkningsnotor kan spela en roll även här. Detta gäller dock endast om avräkningsnotor i förekommande fall innehåller uppgift om sådan förvaltares namn.

För kartläggning av eventuellt förekommande utnyttjande av marknadsinformation är det också nödvändigt att bankinspektionen har möjlighet att ta del av avräkningsnotor.

Redan av det anförda framgår att de materiella bestämmelser som nu ingår i FHL även behövs fortsättningsvis. En annan sak är att FHL är i behov av modernisering. Till detta återkommer utredningen i avsnitt 11.1.

11 Några skilda frågor

I detta kapitel tas upp lagstiftningsfrågor som inte har närmare samband med varandra. Dels aktualiseras en revidering av lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper (fondhandelslagen, FHL) och dels behandlas fråga om ändringar i fondkommissionslagen (1979:748) samt i sekretesslagen (1980:100). Slutligen berörs när den i detta betänkande föreslagna lagen om värdepappersmarknaden bör träda i kraft och kostnaderna för lagförslagets genomförande.

11.1 Fondhandelslagen

11.1.1 Motiven för en översyn av lagen

Fondhandelslagen är en kvarleva av förordningen (1908:129) angående en särskild stämpelavgift vid köp och byte av fondpapper. I samband med att fondstämpeln borttogs kom innehållet i förordningen att inskränkas till vissa föreskrifter om upprättande av avräkningsnota samtidigt som dessa föreskrifter samlades under den rubrik lagen nu har.

I prop. 1978/79:165 om den svenska kapitalmarknaden konstaterades (s. 181) att nämnda föreskrifter behövs för att bankinspektionen skall kunna fullgöra sina tillsynsuppgifter på fondhandelns område. Samtidigt uttalades, att det kunde finnas anledning för denna utredning att se över föreskrifterna.

Såsom framgått i slutet av avsnitt 10.3.2 anser utredningen, att systemet med avräkningsnotor som ett kontrollinstrument inte kan undvaras. Utan tillgång till sådana notor skulle sålunda kontrollen av den handel som omfattas av anmälningsskyldighet förlora betydligt i effektivitet. Den föreslagna frågerätten för bankinspektionen förutsätter också att avräkningsnotor upprättas. Det sagda betyder inte att utredningen anser, att de nuvarande bestämmelserna fortsättningsvis bör gälla med oförändrat innehåll. Det kan t.ex. på goda grunder tas upp till diskussion om skyldigheten att upprätta nota bör ha den omfattning som den nu har. Härtill kommer att rent redaktionella förändringar av lagen är påkallade. Med hänsyn till syftet med bestämmelserna – att ge bankinspektionen insyn i handeln – förefaller det också vara motiverat att överföra de reviderade bestämmelserna till den lag om värdepappersmarknaden som utredningen föreslår i detta betänkande.

11.1.2 Lagens nuvarande innehåll

Enligt 2 § FHL skall avräkningsnota alltid upprättas samma dag som fondpapper överläts genom köp eller byte. Har överlåtelsen skett genom kommissionsaffär skall avräkningsnota upprättas också beträffande uppgörelsen mellan kommissionären och kommittenten, dvs. den för vars räkning kommissionären handlat.

I fråga om avräkningsnotans *innehåll* gäller enligt 4 § 2 första stycket, att notan vid köp/försäljning skall uppta kontrahenternas (säljarens och köparens eller kommissionärens och kommittentens eller kommissionärens och tredje mans) namn och bostad, ort och dag för köpets avslutande, föremålet för överlåtelsen liksom den överenskomna köpeskillingen. Avräkningsnota med anledning av bytesavtal skall väsentligen ha samma innehåll (4 § 4 andra och tredje styckena).

Beträffande frågan om *vem* som skall upprätta avräkningsnota gäller följande.

Vid *köp/försäljning* är det enligt huvudregeln i 4 § 2 andra stycket *säljaren* som är skyldig att upprätta avräkningsnota. Är en av parterna en fondhandlare¹ skall dock denne upprätta avräkningsnotan. Är både köparen och säljaren en fondhandlare skall den som *köper i kommission* upprätta särskild avräkningsnota (4 § 3). Ett ytterligare undantag från huvudregeln följer av att den som uppträtt som *förmedlare* av köpet/försäljningen i stället för säljaren skall upprätta notan, vilken i detta fall även skall innehålla uppgift om förmedlarens namn (4 § 2 fjärde stycket).

Vid *bytesavtal* skall enligt 4 § 4 *vardera parten* upprätta avräkningsnota. I det fall avtalet ingåtts mellan fondhandlare och annan som inte är fondhandlare skall dock avräkningsnota endast upprättas av fondhandlaren. Ett annat undantag är att parterna inte behöver upprätta avräkningsnota om bytesavtalet avslutats genom *förmedlare*, i vilket fall denna skall upprätta avräkningsnota för envar av kontrahenterna.

Avräkningsnota skall enligt 4 § 5 upprättas i två likalydande exemplar. Det ena exemplaret skall stanna i förvar hos upprättaren och det andra inom tre dagar sändas till kontrahenten. Är avtalet slutet genom förmedlare skall dock denne avsända båda exemplaren, ett till vardera kontrahenten. Enligt 10 § FHL skall vidare varje fondhandlare inom tre månader efter utgången av varje kalenderkvartal till bankinspektionen sända in det ena exemplaret av de avräkningsnotor som upprättats under kvartalet eller på annat av inspektionen godkänt sätt lämna de uppgifter som avräkningsnotorna innehåller.

Enligt 9 § åligger det bankinspektionen att tillse att skyldigheterna enligt FHL efterlevs.

Blanketter till avräkningsnotor skall tillhandahållas av postverket (5 och 18 §§). Blanketter som utlämnas till fondhandlare skall vara försedda med för varje fondhandlare löpande numrering.

Den som bryter mot föreskrift i lagen kan dömas till böter.

11.1.3 Avräkningsnotornas betydelse för skattekontrollen

Under förarbetena till en relativt nyligen genomförd ändring av 10 § FHL, varigenom denna kom att få den innebörd som framgått i föregående avsnitt,

¹ Med fondhandlare förstås enligt 3 § dels fondkommissionär och dels den som, utan att vara fondkommissionär, driver sådan rörelse med fondpapper att han på grund därav är pliktig att föra handelsböcker

uttalade bankinspektionen² att den övervägt att föreslå att skyldigheten att upprätta avräkningsnota skulle inskränkas till fondkommissionärerna men att den avstod härifrån med hänsyn till avräkningsnotornas betydelse för skattekontrollen. Med anledning av denna bankinspektionens anmärkning skall här helt kort anges hur skattekontrollen i fråga om aktier och obligationer kan gå till. Uppgifterna bygger i huvudsak på riksskatteverkets i november 1981 avlämnade betänkande, Obligationskontroll m.m.

Den som lyfter ränta på *räntebärande obligationer* skall lämna uppgifter på särskild blankett, som lämnas till den som utbetalar räntan. Det beror på initiativ från riksskatteverket om blanketterna infordras för att användas vid taxeringskontrollen. Utredningen konstaterar här att möjligheten att ta del av avräkningsnotor skulle kunna ha betydelse endast vid en fördjudad kontroll. Denna kontrollform skulle dock vara mycket resurskrävande.

Beträffande *aktier* i avstämningsbolag lämnar VPC uppgifter till taxeringsmyndigheterna om utdelningen. Vad gäller andra aktier, s.k. kupongaktier, skall den som lyfter utdelningen lämna uppgifter på blankett, som tillställs skattemyndigheterna. Kontroll av ett riktigt uttag av förmögenhetsskatt och skatt på realiserade vinster kan ske genom att – som ett första led – ta del av i aktieboken angivet innehav. Uppgifterna i aktieboken kan sedan jämföras med tillgängliga uppgifter om erhållen utdelning, varigenom slutsatser kan dras om förändring av innehavet och eventuella vinstgivande avyttringar. Då det gäller korta affärer, i vilket fall utdelning i många fall inte skett under innehavstiden, har metoden dock en klar begränsning. I detta fall har tillgången till avräkningsnotor betydelse från skattekontrollsynpunkt.

I det nuvarande systemet för kontroll av de skatteskyldigas redovisning av *premieobligationsinnehav* och förändringar i detta utgör avräkningsnotorna det helt dominerande underlaget. Genom att begära in upprättade avräkningsnotor för premieobligationer kan man kontrollera att försäljningarna deklarerats riktigt. Avräkningsnotorna ger dock inget direkt besked om innehavet av premieobligationer vid beskattningsårets utgång.

Det kan tilläggas, att *en skatt på omsättning* av vissa värdepapper är avsedd att införas från den 1 januari 1984. Denna skatt kommer inte att få samma utformning som den tidigare gällande stämpelskatten (se prop. 1983/84:48 s. 13). Det är fondkommissionärerna och de som under ett halvt kalenderår omsätter värdepapper till ett värde av 500 000 kr. som avses bli skattskyldiga. Skatt skall utgå med 5 promille av överlåtelsesumman (vederlaget). Den som är skattskyldig skall lämna deklARATION till riksskatteverket för bestämda redovisningsperioder. Det kan förutsättas, att avräkningsnotor kan få viss betydelse också för kontroll av att omsättningen deklarerats riktigt.

11.1.4 Överväganden och förslag

Som framgår av det föregående föreligger f.n. alltid skyldighet att upprätta avräkningsnota så snart fondpapper överläts genom köp eller byte. Sedan stämpelskatten på fondpapper avskaffats har det varit på tal att också avskaffa skyldigheten för andra än fondkommissionärer att upprätta avräkningsnotor, men av allmänna skattekontrollskäl har ändå skyldigheten fått kvarstå i sin tidigare allmänna omfattning. Huvudsäket till att man har kvar skyldigheten att upprätta avräkningsnota är intresset av insyn på

²Prop. 1982/83:49, bilaga 1, s. 9

värdepappersmarknaden. Frågan hur denna skyldighet i fortsättningen bör vara utformad anser utredningen således böra lösas med utgångspunkt i detta intresse. Utredningen saknar kännedom om några mera precist formulerade krav från skatteadministrationens sida på att få behålla skyldigheten att upprätta avräkningsnota i nuvarande omfattning. Utredningen anser sig på grund härav kunna i detta sammanhang bortse från eventuella sådana önskemål.

När det gäller skyldighetens omfattning kan frågan ställas om upprättande av avräkningsnotor fyller någon självständig funktion beträffande bokföringsskyldiga personer. Dessa utgörs av alla aktiebolag, handelsbolag och ekonomiska föreningar samt dessutom sådana rättssubjekt som utövar näringsverksamhet, dvs. yrkesmässigt driver verksamhet av ekonomisk art. De bokföringspliktiga är under alla förhållanden skyldiga att upprätta verifikation avseende varje affärshändelse i rörelsen. Enligt 5 § bokföringslagen (1976:125) kan verifikation bestå av handling som härrör från affärshändelsen eller särskilt upprättas med uppgifter om denna. Verifikationen skall bl.a. innehålla uppgifter om när den upprättats, när affärshändelsen inträffat, vad denna avser, vilket belopp den gäller och vilken motpart den berör, alltså väsentligen samma uppgifter som framgår av avräkningsnota.

Det ligger på grund av det nu anförda således nära till hands att diskutera om man för bokföringsskyldiga rättssubjekt i stället för regler om upprättande av avräkningsnota kan ha regler om rätt för bankinspektionen att ta del av upprättade verifikationer avseende affärer med fondpapper. Några fördelar med ett byte av system är dock svåra att finna. Den enskilde skulle inte slippa det mekaniska förfarandet att upprätta ett dokument. Vidare skulle bankinspektionen vid tillsynen antagligen komma att konfronteras med handlingar av sinsemellan olika utformning, vilket skulle försämra effektiviteten i granskningen. Motsvarande olägenheter torde också på andra sätt uppkomma om samma regler skulle gälla för affärer med fondpapper som för affärshändelser i allmänhet. Utredningen finner därför att det gällande systemet som sådant inte bör ändras.

Som framgått skall enligt gällande rätt varje affär med fondpapper dokumenteras genom upprättande av avräkningsnota. Det synes inte påkallat att bevara en sådan generell skyldighet att upprätta avräkningsnota. Har en affär gjorts mellan två enskilda personer behöver, som reglerna nu är beskaffade, avräkningsnotan inte inges till bankinspektionen. Detta betyder alltså att den är praktiskt oåtkomlig och utan betydelse som informationsunderlag för myndigheten. Att genomföra en ordning som skulle innebära att envar som handlat med fondpapper inte bara skulle vara skyldig att upprätta avräkningsnota utan också omfattas av åliggandet enligt 10 § FHL att inge eller lämna upplysning om uppgifter i avräkningsnota till inspektionen är uppenbarligen för långtgående. En begränsning av skyldigheten att upprätta nota bör därför kunna göras.

I fråga om de subjekt som också framgent bör vara skyldiga att upprätta avräkningsnota är naturligt att fondkommissionärerna, dvs. fondkommissionsbolag och banker med rätt att driva fondkommissionsrörelse, omfattas av skyldigheten. Fondkommissionärerna är utan vidare den viktigaste upplysningskällan beträffande gjorda fondpappersaffärer och utan doku-

mentation av de affärer som fondkommissionär medverkat i skulle önskvärd offentlig insyn och kontroll inte kunna upprätthållas.

Har fondkommissionär förmedlat affären finns ingen anledning att kommittenten också upprättar nota; onödigt dubbelarbete skulle då bli följd. Däremot kunde man tänka sig att låta skyldigheten att upprätta nota i viss utsträckning gälla part eller parterna i sådana affärer som kommit till stånd utan fondkommissionärs förmedling.

Utredningen anser emellertid, att skyldigheten att upprätta avräkningsnota kan begränsas till fondkommissionärer. Då en generell skyldighet att upprätta avräkningsnota inte är påkallad, blir en gränsdragning under alla förhållanden nödvändig. Den förordade gränsdragningen har fördelen av klarhet och inbegriper den väsentliga delen av handeln.

Vad gäller innehållet i avräkningsnotorna är ej påkallat att göra några större förändringar. P.g.a intresset att få kännedom om och kunna kartlägga den verksamhet som bedrivs av s.k. fristående fondpappersförvaltare bör dock också namnet på kommittentens ombud framgå av notan liksom ombudets adress.

Såsom framgått innebär nuvarande reglering att varje fondkommissionär i normalfallet måste upprätta två avräkningsnotor så snart affär gjorts för annans räkning. En nota skall upprättas "mot" kunden (kundnotan), en annan "mot" den part med vilken avtalet träffats (motpartsnotan). Är motparten en annan fondkommissionär som handlar för annans räkning blir följderna att affären ger upphov till sammanlagt fyra avräkningsnotor. Ett exemplar av vardera av de fyra notorna skall sedan inom tre dagar översändas till kund respektive motpart; fondkommissionärerna s.a.s. växlar sina notor och vardera fondkommissionären sänder ett exemplar av sin kundnota till respektive uppdragsgivare. Vidare åligger det fondkommissionären att till bankinspektionen inom tre månader inge ett exemplar av upprättade avräkningsnotor eller att på annat, av inspektionen godkänt sätt, lämna de uppgifter som avräkningsnotorna innehåller³.

Det står utan vidare klart att den insyn i eller tillsyn över värdepappershandeln som är motiverad kan åstadkommas utan att avräkningsnotor upprättas till det *antal* som här sagts. Själva översändandet av avräkningsnotor till motparten i avtalsförhållandet eller till kunden/kommittenten saknar också praktisk betydelse från insynssynpunkt. Även om det med hänsyn härtill kunde te sig motiverat att jämka gällande krav, skulle knappast någon rationaliseringsvinst uppstå. Såvitt gäller både förhållandet mellan de avtalslutande parterna och uppgörelsen mellan kommissionär och kommittent kan svårligen undvaras någon form av skriftlig dokumentation. Utväxlande av avräkningsnotor mellan kommissionärerna ger möjlighet till kontroll av att samstämmighet råder om uppgörelsen och därtill knutna villkor och är alltså en form av bekräftelse på avtalslutet. Motpartsnotan underlättar också nödvändig clearing fondkommissionärerna emellan. Beträffande kundnotan är den både en bekräftelse på att avslut skett och en form av faktura för kommissionärens utlägg och arbete.

Det anförda ger uttryck åt bedömningen, att nuvarande rutiner i stort sett bör bibehållas. I väsentliga stycken kommer därför den föreslagna ordningen att överensstämma med gällande rätt. En rad detaljföreskrifter i FHL kan dock slopas och kvarvarande bestämmelser i FHL inarbetas i den värdepap-

³Motsvarande skyldighet har annan fondhandlare som inte är fondkommissionär. Enligt uppgift från bankinspektionen är det tre företag som vid sidan av fondkommissionärerna lämnar avräkningsnotor eller uppgifter därom. De affärer som dessa gör är till antalet obetydliga i jämförelse med fondkommissionärer

persmarknadslag som denna utredning ämnar föreslå. FHL kan därmed avskaffas.

11.2 Fondkommissionslagen

Sveriges Aktiesparares Riksförbund hemställde i skrivelse till regeringen i juli 1981 om ändring av de bestämmelser som gäller inskränkning i rätten för befattningshavare och andra med anknytning till fondkommissionär att för egen räkning handla med fondpapper. Framställningen överlämnades genom beslut av regeringen den 22 oktober 1981 till denna utredning. Vid sidan av den i framställningen behandlade frågeställningen aktualiseras här annan mindre justering av bestämmelse i fondkommissionslagen.

11.2.1 39-41 §§ fondkommissionslagen

11.2.1.1 Innebörden av reglerna och motiven till dem m.m.

Enligt 39 § fondkommissionslagen gäller att den som på grund av befattning eller annars har anknytning till en fondkommissionär inte får för egen räkning genom köp, byte eller därmed jämförligt fång förvärva fondpapper annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Ett villkor för att en person skall omfattas av förbudet är dock att han normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer, som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas. Vidare undantas från förbudet förvärv av sådana obligationer och förlagsbevis som inte är konvertibla.

Av förarbetena till bestämmelsen⁴ följer att frågan om ett förvärv är att anse som en långsiktig förmögenhetsplacering får avgöras med ledning av två presumtionsregler. En sådan presumtionsregel innebär, att förvärv som följs av försäljning inom kortare tid än två år skall antas utgöra annat än långsiktig förmögenhetsplacering. Enligt den andra presumtionsregeln skall också förvärv som finansieras med kredit antas gjort för annat ändamål än långsiktig förmögenhetsplacering.

De personer som träffas av förbudet är⁵ börsombud, chef för banks fondavdelning, ordermottagare eller andra befattningshavare i bank eller fondkommissionsbolag som i sitt arbete normalt får sådan kännedom om uppdragsgivares värdepappersaffärer att de därigenom kan skaffa sig ekonomiska fördelar på bekostnad av kunderna. Även befattningshavare i bank eller fondkommissionsbolag närstående företag kan omfattas av bestämmelsen, om de har den i lagrummet förutsatta insynen. Sådana befattningshavare hos fondkommissionär eller närstående företag som endast i begränsad utsträckning eller vid enskilda tillfällen har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer träffas dock inte av förbudet. Förutom anställda kan bestämmelsen omfatta exempelvis konsulter till en fondkommissionär eller ägare som aktivt tar del i ett fondkommissionsbolags verksamhet.

Bestämmelserna i 40 och 41 §§ har i huvudsak utformats med förebild i reglerna om anmälningsskyldighet m.m. i insiderlagen. I 40 § föreskrivs, att den som avses med 39 § skall till fondkommissionären ofördröjligen anmäla

⁴Se SOU 1976:54 s. 105 och prop. 1978/79:9 s. 142

⁵Se prop. 1978/79:9 s. 189 f

sitt eget och vissa närstående personers innehav av fondpapper och förändring i innehavet. Närståendekretsen är bestämd på samma sätt som i insiderlagen, dvs. omfattar make och därmed likställd, omyndigt barn samt sådan juridisk person över vars verksamhet den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande och med vilken den anmälningsskyldige eller annan i närståendekretsen har väsentlig ekonomisk gemenskap. Fondkommissionären skall föra förteckning över anmälningarna och hålla förteckningen tillgänglig för bankinspektionen. Enligt 41 § skall styrelsen för eller verkställande direktör hos fondkommissionär skyndsamt skriftligen erinra den som avses i 39 § om hans anmälningsskyldighet. Något straff är inte stadgat för den som bryter mot förbudet i 39 § eller underlåter att göra anmälningar enligt 40 §.

Bankinspektionen skall dock vaka över att bestämmelserna efterlevs. Åsidosätts bestämmelserna kan detta inverka på bedömningen av fondkommissionsbolagets respektive bankens lämplighet att driva fondkommissionsrörelse.

Inskränkningar i rätten att handla för egen räkning och skyldighet att rapportera egna och närståendes affärer förekom redan före fondkommissionenslagens genomförande. Regleringen avsåg dock då endast börsombuden. I 15 § tredje stycket börsordningen (1969:546) för Stockholms fondbörs föreskrevs sålunda, att börsombud ej för egen räkning fick handla med börspapper eller andra värdepapper i större omfattning än som stod i rimligt förhållande till hans inkomster och förmögenhetsförhållanden. Mot bakgrund av en omfattande handel för egen räkning från börsombudens sida fastställde börsstyrelsen i samråd med bankinspektionen 1974 den mer preciserade begränsningsregeln, att börsombuden under ett kalenderår fick handla för egen räkning till ett belopp som ej översteg fyra gånger den vid självdeklaration samma år uppgivna nettoförmögenheten. För de börsombud som inte hade någon nettoförmögenhet gällde att de fick handla för ett belopp om högst 100 000 kr per år. Vidare var börsombuden enligt 15 § fjärde stycket skyldiga att till bankinspektionen rapportera de affärer som gjorts för egen räkning eller av personer som var den rapporteringsskyldige närstående. Närståendekretsen var utformad på det sätt som nu kommer till synes i både fondkommissionslagen och insiderlagen. Nyssnämnda regel kompletterades med en bestämmelse i 17 § fjärde stycket börsordningen, som föreskrev att börsmedlem skulle till bankinspektionen rapportera varje förmedlad affär i börspapper eller andra värdepapper, där ena parten var börsombud eller sådant ombud närstående. För att kunna fullgöra denna rapporteringsskyldighet hade börsmedlemmen tillgång till ett register som upptog samtliga börsombud och de anhöriga och juridiska personer som hörde till respektive ombuds närståendekrets.

Då fondbörsutredningen tog upp frågan om fortsatt begränsning av börsombudens rätt att handla för egen räkning och kontrollen av denna handel gjorde utredningen principiella uttalanden som senare departementschefen i motiveringen till de nu gällande bestämmelserna på området anslöt sig till⁶. Utredningen konstaterade bl.a., att det inte bara var börsombuden som hade en särskilt känslig ställning: överblick över orderläget och insikt i marknadssituationen har även andra medarbetare i en fondkommissionsfirma eller på en bank. Även dessa kategorier borde därför, enligt fondbörs-

⁶Se SOU 1976:54 s. 104 f och prop. 1978/79:9 s. 142

utredningens mening, få vidkännas begränsningar i sin rätt att handla för egen räkning.

11.2.1.2 Framställningen om lagändring

I sin framställning till regeringen om lagändring framhöll Sveriges Aktiesparares Riksförbund att 39 § fondkommissionslagen motverkade berörda befattningshavares intresse för värdepappersmarknaden. Med hänsyn till att personerna i fråga fungerar som rådgivare till den aktieköpande allmänheten ansåg förbundet att detta var allvarligt.

Därtill kommer, fortsatte förbundet, att personer som äger särskilt goda förutsättningar att fungera som rådgivare inte är beredda att söka eller behålla sin anställning hos fondkommissionär. Detta innebär, att den allmänhet som i sina aktieaffärer finner sig hänvisad till enbart fondkommissionärerna och som ju i allt väsentligt utgörs av de många små aktiespararna, undandras de kanske främsta experterna på området.

Också från andra synpunkter var förbundet kritiskt mot utformningen av 39 § fondkommissionslagen. Förbundet anförde bl.a.:

Exempelvis omfattar 39 § endast förvärvstillfället trots att helt naturligt vederbörande lika lätt kan missbruka marknadsinformation vid försäljningstillfället. En lägsta innehavstid på två år framstår också som klart överdrivet med hänsyn till syftet. Det kan ju knappast göras gällande att vederbörande befattningshavare har en sådan insyn att de kan förutse marknadssituationen mer än högst några månader framåt. Såvitt avser kreditfinansierade placeringar kan vidare konstateras att enbart att förvärvet lånefinansierats inte kan anses indikera ett missbruk av marknadsinformation. Motiven ger inte heller någon ledning i frågan om en kreditfinansierad placering skall anses föreligga när befattningshavaren väl upptagit lån för köp av aktier men lånet säkerställts med annan egendom. Sett ur den enskilde befattningshavarens synvinkel måste bestämmelsen dessutom framstå som skatterettsligt och privatekonomiskt diskriminerande.

Förbundet kan vidare konstatera att det förhållandet att bestämmelserna saknar straffsanktion kan ge upphov till icke önskvärda situationer med hänsyn till rättssäkerheten. Som det nu är kan sålunda den enskilde befattningshavaren utsättas för administrativt godtycke utan att vederbörande ges rimliga möjligheter att bemöta påståenden om missbruk och erhålla en allsidig och opartisk prövning av omständigheterna i fallet. Införs straffsanktion förutsättes att påstått missbruk exklusivt kan prövas av allmän domstol.

Med hänvisning till det anförda hemställde förbundet att 39 § fondkommissionslagen skulle upphävas och att missbruk av sådan information som avses i gällande 39 § skulle kriminaliseras. Enligt förbundets mening borde straff också bli följden av att anmälningsskyldigheten enligt 40 § underläts.

11.2.1.3 Överväganden och förslag

Utredningen kan inte dela farhågorna för att de som arbetar som börsombud eller eljest omfattas av 39 § fondkommissionslagen skulle komma att visa mindre intresse för marknaden som en följd av begränsningen av rätten att för egen räkning handla med värdepapper. Att ett visst antal befattningshavare hos fondkommissionärer övergått till annan verksamhet är obestridligt,

men förfrågningar som gjorts hos fondkommissionärer ger inte stöd för slutsatsen att 39 § fondkommissionslagen och därtill knutna bestämmelser skulle ha varit något avgörande skäl till att vederbörande slutat sina anställningar. Några rekryteringsproblem av betydelse hos fondkommissionärerna har heller inte rapporterats till utredningen, låt vara att fondkommissionärerna för att kunna knyta dugliga personer till sig i allmänhet måste erbjuda jämförelsevis höga löner.

Det finns inte anledning att nu införa en obegränsad rätt för här avsedd kategori att för egen räkning handla med fondpapper. Detta föreslås ej heller i framställningen. Med hänsyn till fondkommissionärernas centrala roll på marknaden är det av största vikt att allmänhetens förtroende för dem inte rubbas. En sådan förtroenderubbning kunde uppstå om det vore möjligt för dem som avses med 39 § att uppträda i strid med uppdragsgivarens intressen, t.ex. så att vederbörande med en uppdragsgivare kunde konkurrera om bästa möjliga kurs vid köp eller försäljning av fondpapper. Även om uppdragsgivarens intressen i de enskilda fallen tillgodosågs kunde det vara till olägenhet för upprätthållande av förtroendet för marknaden om befattningshavare i stor utsträckning gjorde korta affärer för egen del.

Det anförda innebär emellertid inte att gjorda invändningar mot *utformningen* av 39 §, enligt utredningens mening, skulle sakna relevans. Påpekandet att 39 § ej förhindrar möjligheten att missbruka insynen i orderläget i samband med försäljning av fondpapper får anses berättigat. Det kan här erinras om att utredningen i anslutning till sina överväganden om hur ett förbud till motverkande av insiderspekulation borde vara utformat (se 8.4.1), uttalade att 39 § ej var tjänlig som modell. Ett av skälen var just att bestämmelsen inte hindrade informationsmissbruk genom försäljning. Andra invändningar som kan anses ha visst fog gäller de presumtioner som enligt uttalanden i lagbestämmelsens förarbeten skall tillämpas vid bedömningen av om ett aktieförvärv tillkommit för annat ändamål än "långsiktig förmögenhetsplacering".

Som nämnts anses bl.a. den omständigheten att ett förvärv lånefinansierats utgöra presumtion för ett otillåtet förvärv, särskilt om det är fråga om stora krediter. I anslutning till att denna presumtion föreslogs gälla, uttalade fondbörsutredningen⁷, att ett förbud för ifrågavarande kategori att uppta kredit för köp av fondpapper skulle innebära ett för långt gående ingrepp i den enskildes ekonomi. Emellertid verkar presumtionen i stor utsträckning i praktiken som ett förbud. Befattningshavare hos flera fondkommissionsbolag avstår sålunda, enligt vad utredningen erfarit, helt från att göra kreditfinansierade affärer för att undgå risken för misstanke om överträdelse av 39 § fondkommissionslagen. Hos fondkommissionärerna förefaller det vidare vara en allmän mening att nu avsedd presumtion är inadekvat. Att lån upptagits för genomförandet av ett aktieförvärv anses inte på något sätt signifikativt för en kortsiktig placering. Även utredningen bedömer presumtionen olämplig, eftersom också långa placeringar ofta är lånefinansierade.

Vad beträffar den andra presumtionen, nämligen att förvärv som följts av avyttring inom två år skall antas vara kortsiktigt, tycks de flesta experter på området dela aktiespararnas åsikt att ett innehav inte behöver vara bundet i två år för att syftet med 39 § fondkommissionslagen skall tillgodoses. Även

⁷SOU 1976:54 s. 105

utredningen kan ansluta sig till denna uppfattning. I sammanhanget kan noteras, att det ibland är en skattemässig fördel att gå ur en placering inom en tvåårsperiod, t.ex. i det fall kursutvecklingen varit negativ. Får även nu avsedd kategori praktisk möjlighet att avveckla ett innehav inom en tidrymd av två år, bortfaller tydligen grunden för kritiken att restriktionerna är skatterättsligt diskriminerande.

På grund av det anförda anser utredningen, att 39 § fondkommissionslagen bör ges en något annorlunda utformning än den har nu. Förutom att berättigad kritik kan riktas mot berörda presumtionsregler är naturligtvis önskvärt att gällande rätt så långt möjligt kommer till ett direkt uttryck i lagtexten. Begreppet "långsiktig förmögenhetsförvaltning" bör därför utmönstras ur bestämmelsen och ersättas med en mer precis och för ändamålet bättre avpassad bestämning av vad som gäller.

Till en början bör av bestämmelsen framgå, att börsombud eller annan som avses med 39 § inte får göra köp för egen räkning före uppdragsgivare, om turordningen har betydelse för det ekonomiska resultatet. Detsamma bör gälla i fråga om försäljning. Därför föreslås ett förbud mot förvärv av sådana fondpapper som fondkommissionären åtagit sig att köpa, om fondkommissionärens köp kan antas höja kursen på fondpapperen. Motsvarande föreslås gälla då hos fondkommissionären föreligger större säljorder.

I 44 § fondkommissionslagen finns ett allmänt förbud mot att i strid med uppdragsgivares intresse begagna sig av kännedom om uppdragsgivares affärsförhållanden eller ekonomiska förhållanden. I viss utsträckning torde detta förbud täcka de situationer som här avses. Emellertid gäller detta förbud endast befattningshavare och styrelseledamöter hos fondkommissionären, dvs. en snävare krets än den som omfattas av 39 §. I huvudsak av detta skäl kan inte 44 § anses tillräcklig.

För att förebygga att nu ifrågavarande personer ägnar sig åt kortsiktiga värdepappersaffärer bör vidare gälla ett krav på att fondpapper inte avyttras alltför kort tid efter förvärvet. Utredningen finner att en tidrymd av ett år är lämplig i sammanhanget. Man kan emellertid inte bortse från att det i vissa fall kan finnas särskilda behov av att få ett innehav avvecklat. Bankinspektionen föreslås därför få möjlighet att lämna dispens när särskilda skäl föreligger.

Som framgått förekom redan före nya fondkommissionslagens tillkomst en spärr mot att nu ifrågavarande kategori i alltför stor omfattning satte sig i skuld i samband med förvärv av fondpapper. Att utredningen i det föregående ansett lånefinansiering inadekvat som en indikation på en kortsiktig affär, innebär inte att utredningen vill verka för att lånemöjligheten fortsättningsvis skall kunna begagnas i en obegränsad utsträckning. Tvärtom anser utredningen någon form av restriktion påkallad.

I enlighet med vad som gällde före fondkommissionslagens tillkomst föreslås att den med 39 § avsedda kategorin inte får handla med fondpapper i större utsträckning än som står i skäligt förhållande till vederbörandes inkomster eller förmögenhetsförhållanden. Det får ankomma på bankinspektionen att ge närmare riktlinjer om storleksordningen av de krediter som kan anses godtagbara.

Tillräckliga skäl att införa straffsanktioner på förevarande område finns inte. Inte heller förekommer särskild anledning till ändring av de skyldigheter som följer av 40 och 41 §§ fondkommissionslagen.

11.2.2 21 § fondkommissionslagen

I rubricerade lagrum föreskrivs, att det för kredit som fondkommissionsbolag lämnar skall finnas betryggande säkerhet i fondpapper som har inregistrerats vid fondbörs eller som har utbudits till försäljning under sådana förhållanden att det är sannolikt att de inom ett år från kreditens beviljande kommer att inregistreras vid fondbörs. Bortses från det fallet att tilläggssäkerhet behövs och som behandlas i paragrafens andra stycke är det sålunda endast s.k. börspapper som kan godtagas som säkerhet.

Klart är att omsättningen av på OTC-marknaden introducerade aktier främjas och att dessa aktiers attraktionskraft ökar om de godtas som belåningsobjekt hos fondkommissionärerna. Avsikten vid tillkomsten av OTC-marknaden var uppenbarligen också att aktier i OTC-bolagen skulle få belånas. Utredningen föreslår därför, att 21 § fondkommissionslagen kompletteras så att aktier i OTC-bolag i belåningshänseende likställs med börspapper.

11.3 Sekretesslagen

Frågan om i vilka fall allmänheten är förhindrad att ta del av handlingar hos en myndighet (handlingssekretess) eller i vilka situationer en tjänsteman hos en myndighet är förhindrad att röja uppgift som finns att tillgå hos myndigheten (tystnadsplikt) regleras numera av sekretesslagen (1980:100). I denna lag finns också bestämmelser om begränsning av den rätt att lämna meddelande för offentliggörande i tryckt eller därmed jämställd skrift eller i radioprogram, om vilken rätt grundläggande bestämmelser finns i tryckfrihetsförordningen och radioansvarighetslagen (1966:756).

Utredningens hittills presenterade förslag innebär att en rad uppgifter av varierande art kan komma bankinspektionen till del som en följd av inspektionens uppgift att övervaka handeln med och förvaltningen av fondpapper. Merparten av dessa uppgifter kan inte anses ha sådan karaktär att ett sekretesskydd är motiverat. I vissa fall finns det dock anledning att uppgift får omfattas av sekretess.

Då det gäller bankinspektionens utredning av misstanke om överträdelse av något i lagförslaget intaget förbud mot handel med aktier eller därmed likställda värdepapper kan sekretess vara påkallad både i myndighetens och den enskildes intresse. Det naturliga är att uppgift som framkommer i denna utredande verksamhet ges samma sekretesskydd som uppgift i brottsutredande verksamhet i allmänhet.

I 5 kap. 1 § sekretesslagen finns regler till skydd för det allmännas brottsförebyggande och brottsbeivrande verksamhet. Enligt första stycket gäller sekretess bl.a. för uppgift som hänför sig till förundersökning i brottmål, om det kan antas att syftet med beslutade eller förutsedda åtgärder motverkas eller den framtida verksamheten skadas om uppgiften röjs. Enligt paragrafens andra stycke skall motsvarande sekretess gälla i annan verksamhet hos myndighet för att biträda åklagarmyndighet, polismyndighet eller tullmyndighet med att uppdaga, utreda eller beivra brott. Av detta stycke följer bl.a., att sekretess kan upprätthållas för en myndighets utredning till

grund för åtalsanmälan, alltså sådan utredning som bankinspektionen enligt utredningens förslag skall göra. Något behov av komplettering av sekretesslagen i nu berörd del kan därför inte anses föreligga.

Den nu behandlade paragrafen tillgodoser emellertid inte det berättigade intresse av sekretess om enskild fysisk eller juridisk person kan ha då utredning av brott sker. Den bestämmelse som tillkommit för detta ändamål är 9 kap. 17 § sekretesslagen. Enligt detta lagrum gäller sekretess i utredning enligt bestämmelserna om förundersökning i brottmål för uppgift om enskilds personliga eller ekonomiska förhållanden, om det kan antas att den enskilde eller någon honom närstående lider skada eller men om uppgiften röjs. Det föreskrivs också att sekretess skall gälla i angelägenhet som avser användning av tvångsmedel i brottmål eller i annan verksamhet för att förebygga brott eller som avser sådan personalkontroll som enligt särskilda bestämmelser sker i fråga om tjänster av betydelse för rikets säkerhet. Ytterligare skall sekretess gälla i åklagarmyndighets, polismyndighets eller tullmyndighets verksamhet i övrigt för att förebygga, uppdaga, utreda eller beivra brott.

Såsom utredningen framhållit ovan bör sekretess gälla i den verksamhet som bankinspektionen bedriver för att utreda misstanke om brott i samma utsträckning som gäller brottsutredning i allmänhet. Därför föreslås att ett tillägg görs till 9 kap. 17 § sekretesslagen, så att sekretessen, om skaderekvisitet är uppfyllt, också gäller i bankinspektionens verksamhet för att uppdaga eller utreda brottsliga förfaranden på värdepappersmarknaden. Kompletteringen av 9 kap. 17 § bör lämpligen göras så, att det föreslagna tillägget kommer att omfattas av paragrafens första stycke. Genom den hänvisning till detta stycke som görs i 9 kap. 18 § andra stycket blir följden, att sekretessen normalt upphör att gälla om uppgiften lämnas till domstol med anledning av åtal.

Utänför den verksamhet som är inriktad på att utreda misstanke om brott gör sig behovet av sekretess mindre gällande. Det kan dock även här förutses vissa fall där ett offentliggörande av uppgift som bankinspektionen erhållit genom sin allmänna marknadsövervakning skulle kunna medföra ekonomiska olägenheter för enskild.

I 8 kap. 5 § sekretesslagen regleras sekretesskyddet för uppgifter som kommit bankinspektionen till del p.g.a. inspektionens tillsyn över bank- och kreditväsendet samt fondkommissionärs- och fondbörsväsendet. Såvitt gäller affärs- och driftförhållanden hos den som myndighetens verksamhet avser gäller sekretess om det s.k. tillsynsobjektet lider skada om uppgiften röjs. När det gäller annan som har trätt i förbindelse med den som myndighetens verksamhet avser (kunder) finns inget skaderekvisit. Detta innebär att sekretess alltid gäller uppgift rörande kunds ekonomiska och personliga förhållanden.

Begreppet tillsyn i lagtexten skall enligt lagens förarbeten (se prop. 1979/80:2, del A, s. 235) inte ges en för snäv tolkning utan är tänkt att innefatta alla de fall där myndigheten har en övervakande eller styrande funktion i förhållande till näringslivet.

En näraliggande lagstiftningsåtgärd vore att utvidga tillämpningsområdet för 8 kap. 5 § sekretesslagen så att bestämmelsen – med i övrigt oförändrad utformning – kom att omfatta statlig myndighets tillsyn över värdepappers-

marknaden i allmänhet. Utredningen anser emellertid att en lagändring av detta slag inte nöjaktigt skulle avgränsa den sekretess som bör gälla bankinspektionens allmänt marknadsövervakande verksamhet. Då det gäller övervakningen av fristående fondpappersförvaltare är t.ex. i lagförslaget förutsatt att uppgifter om förvaltarens verksamhet i vissa situationer skall kunna offentliggöras även om detta kan leda till ekonomiskt avbräck i förvaltarens verksamhet. Utredningen föreslår därför att en särbestämmelse införs i 8 kap. 5 § sekretesslagen. Av denna bör följa, att sekretess också gäller för sådan uppgift om enskilda ekonomiska förhållanden som lämnats med anledning av skyldighet att på begäran lämna uppgift till den myndighet som övervakar förhållandena på värdepappersmarknaden. Rör uppgiften den uppgiftsskyldige själv bör som villkor för sekretess gälla att den uppgiftsskyldige kan antas lida skada om uppgiften röjs och att sekretess inte motverkar syftet med upplysningsskyldigheten. Att området för sekretessen föreslås begränsat till uppgift som lämnats på begäran av bankinspektionen beror på att omständigheter som omfattas av särskild anmälningsplikt aldrig bör kunna undandras offentligheten. Sekretess kommer sålunda aldrig att kunna gälla anmälda större ägarförändringar i ett aktiemarknadsbolag, vilka personer som har insynsställning i sådant bolag eller vilka affärer dessa gjort i "eget" bolag.

11.4 Ikraftträdande av lagen om värdepappersmarknaden

Utredningen anser det vara av vikt att den föreslagna lagen om värdepappersmarknaden börjar gälla så snart som möjligt. Det föreslås, att lagen skall träda i kraft den 1 juli 1984 och att lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav och lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper då skall upphöra att gälla. I anslutning härtil föreslås vidare, att om det i lag eller annan författning förekommer hänvisning till föreskrift som ersatts genom bestämmelse i värdepappersmarknadslagen skall hänvisningen i stället avse den nya bestämmelsen.

Behovet av övergångsbestämmelser i övrigt inskränker sig till den föreslagna skyldigheten att anmäla aktieinnehav. Då lagen om registrering av aktieinnehav (insiderlagen) infördes, gavs anmälningskyldiga personer en frist på en månad att anmäla de aktier som omfattades av anmälningskyldigheten. Samma frist kan lämpligen gälla också i förevarande sammanhang. Det bör tas hänsyn till att merparten av de aktieinnehav som skall anmälas enligt lagen redan är registrerade hos bankinspektionen till följd av fullgjord anmälningskyldighet enligt insiderlagen. Det kan skäligen inte krävas att innehav som inte ändrats sedan senast gjord anmälan enligt insiderlagen skall anmälas på nytt. Först när sådant innehav förändrats med minst 50 aktier bör skyldighet att anmäla innehavet enligt den nya lagen inträda.

11.5 Kostnader och finansiering

Utredningen har i enlighet med sina direktiv undvikit kostnadskrävande förslag. Strävan att hålla nere kostnaderna har fått påverka utformningen av den föreslagna marknadsövervakningen (jfr avsnittet 10.3.2). Nämda strävan har också medfört, att utredningen avstått från att närmare pröva olika organisatoriska modeller för marknadsövervakningen.

Det förslag som föreligger kan genomföras utan att en ny institution skapas för ändamålet. Framförallt härigenom kommer kostnaderna för den föreslagna ordningen att kunna hållas på en jämförelsevis låg nivå. Det synes dock inte möjligt att genomföra förslaget utan ett visst resurstillskott till bankinspektionen, som är övervakningsmyndighet enligt förslaget.

Från bankinspektionen har utredningen inhämtat följande:

Tillsynen av fondbörsen, fondkommissionärerna, VPC och tillämpningen av insiderlagen ankommer inom bankinspektionen på allmänna avdelningen. Redovisnings- och datafrågor bedöms dock av redovisningsavdelningen. Inom allmänna avdelningen handlägger under avdelningschefen en jurist i intervallet F 25-28 uppskattningsvis minst på halvtid och en ekonom i intervallet F 16-F23 på heltid nu angivna frågor. Vidare biträder ytterligare två personer i intervallet F 2-F 10, den ena på deltid, vid handläggningen, bearbetning av rapporter, utskrifter m.m. Redan de uppgifter som f.n. åligger inspektionen kan inte fullgöras utan en prioritering som sedan flera år och särskilt de senaste två åren innebär att t.o.m. förhållandevis angelägna undersökningar har fått stå tillbaka. Att inspektionen därutöver skulle kunna fullgöra de viktiga uppgifter som utredningen föreslår är inte möjligt inom ramen för en omprioritering av resurserna.

För att intentionerna bakom förslaget skall kunna förverkligas, bedömer utredningen angeläget att bankinspektionen tillförs ytterligare två kvalificerade handläggare, en jurist och en annan med god förtroenhet med värdepappersmarknaden.

I fråga om finansieringen kan framhållas, att bankinspektionens tillsynsverksamhet i allmänhet täcks av bidrag från de s.k. tillsynsobjekten. Detta framgår bl.a. av 34 § lagen om Stockholms fondbörs, 43 § fondkommissionslagen och 19 § finansbolagslagen jämte därtill knutna författningar, bl.a. 36 § förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs och förordningen (1981:128) om fondkommissionärers bidrag för att täcka kostnaderna för bankinspektionens verksamhet. Kostnaderna för den övervakning av värdepappersmarknaden som här föreslås bör täckas på samma sätt som tillsynsverksamheten i övrigt. Den lämpligaste åtgärden synes vara att avgifter uttas dels av Stockholms fondbörs och dels av fondkommissionärerna. Väljs denna finansieringsmetod bör 34 § lagen om Stockholms fondbörs och 43 § fondkommissionslagen samt därtill knutna tillämpningsföreskrifter ändras, så att därav framgår att skyldigheten att erlagga bidrag även gäller i fråga om kostnaderna för bankinspektionens övervakning av värdepappersmarknaden.

12 Aktiebolagslagens låneförbud

12.1 Utredningens uppgift

Förbudet i 12 kap. 7 § aktiebolagslagen (ABL) för aktiebolag att lämna penninglån till personer med viss anknytning till bolaget eller till ett bolagets koncernbolag har visat sig medföra problem för aktiebolag som driver finansieringsverksamhet. Utredningen har enligt sina direktiv att med hänsyn till dessa problem överväga om låneförbudet för bolag med verksamhet som inrymmer kreditgivning kan ändras eller slopas helt och om det i så fall kan ersättas med andra för verksamheten bättre anpassade regler, exempelvis efter förebild i kreditjavsreglerna i banklagstiftningen.

12.2 Innebörden av ABL:s låneförbud

Enligt 12 kap. 7 § första stycket ABL får ett aktiebolag inte lämna penninglån varken till aktieägare (oavsett om denna är fysisk eller juridisk person), styrelseledamot eller verkställande direktör i bolaget eller i annat bolag inom den koncern bolaget tillhör. Som en följd av 8 kap. 1 § fjärde stycket och 8 kap. 3 § andra stycket ABL gäller förbudet även penninglån till styrelse-suppleant och vice verkställande direktör i bolag inom koncernen.

För att förhindra ett kringgående av förbudet har lagstiftaren utsträckt det att gälla också penninglån till fysiska och juridiska personer som är närstående till en person i den nyss angivna primärkretsen. Som närstående betraktas 1) den som är gift eller på i sjätte stycket angivet sätt sammanlevande med eller är syskon eller släkting i rätt upp- eller nedstigande led till en person i primärkretsen; 2) den som är besvägrad med sådan person i rätt upp- eller nedstigande led eller så att den ene är gift med den andres syskon; eller 3) juridisk person, över vars verksamhet någon i primärkretsen eller någon denne närstående har ett bestämmande inflytande.

I 12 kap. 7 § andra stycket finns vissa undantag från låneförbudet. Sålunda får lån ges till kommun eller landstingskommun och till företag i den koncern i vilken det långivande bolaget ingår. Vidare får lån ges till rörelseidkare, om lånet betingas av affärsmässiga skäl och är avsett uteslutande för gäldenärens rörelse. Det är också tillåtet att ge lån till aktieägare eller honom närstående, om innehavet av aktier i bolaget eller i koncernen i dess helhet ej uppgår till en procent av bolagets aktiekapital eller koncernens sammanlagda aktieka-

pital och ej heller överstiger ett antal av 500 aktier. Vid bedömningen av aktieinnehavets storlek skall medräknas aktier som innehas såväl av den potentielle låntagaren som av honom närstående fysisk eller juridisk person.

Vid sidan av det nu beskrivna låneförbudet finns i 12 kap. 7 § tredje stycket ett särskilt förbud mot penninglån i syfte att låntagaren eller honom närstående fysisk eller juridisk person skall förvärva aktier i det långivande bolaget eller i annat bolag inom samma koncern. Detta förbud gäller alltså i princip långivning till envar, dvs. oberoende av vederbörandes anknytning till bolaget eller till ett s.k. koncernbolag. De i det föregående nämnda undantagen gäller inte då det är fråga om lån för förvärv av aktier. Emellertid förekommer i fjärde stycket undantag också från det nu berörda förbudet. Penninglån kan nämligen lämnas till anställd i bolaget eller i den koncern vari bolaget ingår, om lånebeloppet inte överstiger två basbelopp per anställd och vissa ytterligare förutsättningar uppfylls.

Då ett aktiebolag p.g.a. de båda nämnda förbuden är förhindrat att lämna penninglån får det inte heller ställa pant, borgen eller annan säkerhet för förbindelse (7 § femte stycket).

Som framgått omfattas inte revisorer av 12 kap. 7 § ABL. Emellertid finns en bestämmelse i 10 kap. 4 § 4 p. ABL, som innebär att revision ej kan utföras av någon som står i låneskuld till bolaget eller annat bolag i samma koncern eller har förpliktelser för vilka sådant bolag har ställt säkerhet.

Enligt 12 kap. 8 § kan länsstyrelsen efter ansökan medge undantag från bestämmelserna om låneförbud, om det vid förvärv av aktier i bolaget eller annat bolag i samma koncern är påkallat av särskilda omständigheter eller om det i annat fall föreligger synnerliga skäl. Sådant undantag medges av bankinspektionen när det gäller aktiebolag som står under bankinspektionens tillsyn.

Enligt 12 kap. 9 § skall sådana penninglån och säkerheter som har lämnats med stöd av tillstånd enligt 8 § tas upp i en av styrelsen och den verkställande direktören för varje räkenskapsår upprättad förteckning, om inte tillståndsmyndigheten särskilt har föreskrivit att lånet eller säkerheten inte behöver tas upp i förteckningen.

Den som uppsåtligt eller av grov oaktsamhet bryter mot 12 kap. 7 § eller 9 § dömes enligt 19 kap. 1 § 3 p. ABL till böter eller fängelse i högst ett år.

Har lån lämnats i strid mot 12 kap. 7 § ABL utgör lånebeloppet, till den del återbetalning icke skett, intäkt av tillfällig förvärvsverksamhet för låntagaren enligt 35 § 1 a mom. sjätte stycket kommunalskattelagen (1928:370).

12.3 Motiven till förbudsbestämmelserna

Syftet med det i 12 kap. 7 § första stycket ABL intagna förbudet för aktiebolag att lämna lån till personer med viss anknytning till bolaget eller den koncern vari bolaget ingår är att dels förebygga en urholkning av det skydd som bolagets bundna kapital utgör för borgenärer, aktieägare och anställda, dels att hindra den form av skatteflykt som yttrar sig i att aktieägare eller personer i ledande ställning i ett bolag tar lån från detta för

privat konsumtion.

Det särskilda låneförbudet i 12 kap. 7 § tredje stycket gällande lån för förvärv av aktier i bolaget har motiverats med intresset att hindra att den som förvärvar ett bolag finansierar köpet genom lån från bolaget, något som anses kunna äventyra bolagets bundna kapital på samma sätt som ett lån till aktieägare m.fl.

I förarbetena till bestämmelserna¹ anförde departementschefen följande om vikten av att bolagets bundna kapital inte riskeras genom lån till bolaget närstående personer.

Den grundläggande tanken bakom systemet med ett bundet eget kapital är att skapa säkerhet för att vissa tillgångar finns hos bolaget som kan tas i anspråk av bolagets borgenärer. Denna funktion hos det bundna kapitalet kan inte i tillfredsställande utsträckning uppfyllas ifall det är möjligt för företagsledningen och aktieägarna att ta det bundna kapitalet i anspråk genom lån. Ett penninglån innebär visserligen inte att den utlånade kapitaltillgången definitivt frånhands bolaget. Bolaget erhåller ju en fordran på styrelseledamoten eller aktieägaren och denna fordran kan i sin tur tas i anspråk av bolagets borgenärer. Det är emellertid inte desto mindre tydligt att lånetransaktioner av det nu berörda slaget innefattar betydande risker för tredje man. Till följd av låntagarens ställning i bolaget kan det sålunda befaras att någon egentlig bedömning av låntagarens kreditvärdighet aldrig görs inom bolaget när lånet lämnas. Att den obegränsade lånerätten kan missbrukas torde därför enligt min mening vara fullt klart. Även frånsatt risken för direkta missbruk måste man ifrågasätta det lämpliga i ett system som gör det möjligt för en person att bilda ett aktiebolag, betala in minimikapitalet i det bolaget, därefter låna tillbaka pengarna, bilda ett nytt aktiebolag osv. På det sättet kan ett mycket stort antal aktiebolag bildas utan att stiftarna i realiteten satsar mer än det för ett enda bolag föreskrivna minimibeloppet. Jag vill för min del ansluta mig till utredningens uppfattning att den som vill driva ett företag där kreditunderlaget i realiteten helt eller delvis är hans egen betalningsförmåga inte bör kunna välja aktiebolagsformen utan hänvisas till en juridisk företagsform med personlig ansvarighet. Detta leder till att bolagets bundna egna kapital måste skyddas mot lån till personer i företagsledningen eller till aktieägare i företaget.

I fråga om det särskilda låneförbudet i 12 kap. 7 § tredje stycket ABL anförde departementschefen:

Som nämnts i utredningens betänkande torde det inte vara ovanligt att en person, som förvärvar ett bolag, finansierar inköpet genom lån från bolaget. En sådan transaktion är emellertid mycket farlig för borgenärerna. Den innebär nämligen att betydande tillgångar frånhands bolaget och tillförs de tidigare aktieägarna samtidigt som bolaget får en revers från den nye aktieägaren. Från borgenärernas synpunkt blir situationen densamma som den då aktieägarna lånar från bolaget. Enligt min mening bör man i denna fråga inta ståndpunkten att lån till utomstående i syfte att denna skall förvärva aktier i det långivande bolaget inte tillåts.

Skatteaspekten kom i förarbetena² till uttryck på följande sätt:

Erfarenheten har visat, att frånvaron av förbud mot lån till aktieägare och personer i bolagsledningen utnyttjas i stor utsträckning för att undgå beskattning. Det är förhållandevis vanligt att den som har ett dominerande aktieinnehav i ett bolag tar ut pengar från bolaget för sin privata konsumtion i form av lån och på det sättet undgår eller i varje fall skjuter upp beskattningen. Jag anser det angeläget att denna form av skatteflykt snarast elimineras.— Detta kan ske genom ett principiellt förbud mot lån till

¹ Prop. 1973:93 s. 90-95

² Prop. 1973:93 s. 66 och 92

aktieägare och personer i bolagsledningen. Med ett sådant förbud stängs möjligheten för dessa personer att genom lån från bolaget skaffa sig medel för egna behov. De blir hänvisade till att ta ut ersättning för sitt engagemang i bolaget i form av lön eller arvode eller som vinstutdelning och ersättningen blir då i vederbörlig ordning beskattad. Mina överväganden har lett mig till den slutsatsen att bolagen inte bör tillåtas att lämna lån till aktieägare och personer i bolagsledningen.

12.4 Bestämmelsernas räckvidd m.m.

Såsom påpekats i direktiven till utredningen är bestämmelsen i ABL om låneförbud tillämplig på fondkommissionsbolag p.g.a. innehållet i 8 § fondkommissionslagen (1979:748). Bestämmelsen gäller också finansbolag enligt 6 § första stycket lagen (1980:2) om finansbolag och kreditaktiebolag enligt 1 § lagen (1963:76) om kreditaktiebolag samt fondbolag enligt 4 § aktiefondslagen (1974:931). I avsaknad av hänvisning till ABL:s bestämmelser i lagen (1955:183) om bankrörelse och i försäkringsrörelselagen (1982:713) gäller ABL:s bestämmelser emellertid inte bankaktiebolagen och försäkringsaktiebolagen.

I 6 § andra stycket lagen om finansbolag utsträcks det i 10 kap. 4 § första stycket ABL förekommande s.k. revisorsjävet på det sättet att revision i finansbolag ej heller kan utföras av den som utnyttjat några av de särskilda finansieringsformer finansbolagen använder och som ej är att betrakta som långivning.

I detta sammanhang kan nämnas att det under förarbetena till lagen om finansbolag övervägdes, att för finansbolagens del utvidga tillämpningsområdet för 12 kap. 7 § ABL på motsvarande sätt. I det till lagrådet remitterade lagförslaget föreskrevs nämligen i 6 § andra stycket att "vid tillämpningen av bestämmelserna i 10 kap. 4 § första stycket 4 och 12 kap. 7 § ABL i fråga om finansbolag skall med låneskuld, penninglån och annan där angiven förpliktelse jämföras förvärv av fordringar och upplåtelse av egendom som avses i 1 §". Lagrådet erinrade om att departementschefen förutskickat, att frågan huruvida bl.a. finansbolag bör omfattas av 12 kap. 7 § ABL skulle omprövas i ett annat sammanhang, och förordade att den föreslagna utvidgningen av tillämpningsområdet för 12 kap. 7 § ABL såvitt avsåg finansbolagen skulle utgå i avvaktan på en sådan omprövning. Lagrådet fortsatte:³

Något egentligt behov av de föreslagna reglerna har inte påvisats och torde knappast förefinnas. Om behov av inskridande skulle uppkomma ger reglerna om tillsyn tillräckliga möjligheter till rättelse. Lagrådet vill peka på rätten för bankinspektionen att förordna revisor enligt 13 § och att göra erinringar enligt 18 §. De föreslagna bestämmelserna kan snarare leda till onödigt krångel. Lagrådet vill erinra om regeln i 35 § 1 a mom. sjätte stycket kommunalskattelagen, enligt vilket stadgande vid lån som lämnats i strid med bestämmelserna i 12 kap. 7 § aktiebolagslagen lånebeloppet anses utgöra intäkt av tillfällig förvärvsverksamhet för låntagaren. Denna bestämmelse torde komma att vålla betydande svårigheter vid taxering av person som förhyrt lös egendom, t.ex. en bil, av ett finansbolag. Frågan blir då hur nyttjanderätten skall värderas vid inkomsttaxeringen.

³Prop. 1978/79:170 s. 118

12.5 Kreditjävsbestämmelserna i banklagstiftningen

Banklagstiftningen begränsar ett bankinstituts rätt att lämna kredit till tjänstemän och andra som genom sin anknytning till institutet intar en särställning. I lagen (1955:183) om bankrörelse, (banklagen), som intar en central ställning i sammanhanget, förekommer de s.k. kreditjävsbestämmelserna i 61 §. Innebörden av bestämmelserna är väsentligen att en viss kategori (revisorer i bankbolaget) inte alls får beviljas kredit och att vissa andra kategorier får medges kredit endast mot säkerhet av ett särskilt kvalificerat slag. Såsom framgått av direktiven har regler av "kreditjävsstyp" förts fram som ett tänkbart alternativ till ABL:s förbudsbestämmelse; kreditjävsbestämmelserna skall därför här översiktligt redovisas.

De kreditjäviga rättssubjekten är indelade i tre grupper. Den *första gruppen*, den s.k. delegatgruppen, omfattar verkställande direktör i bolaget, dennes ställföreträdare och annan befattningshavare i ledande ställning, som ensam eller i förening med annan får avgöra på styrelsen ankommande kreditärenden, samt make till nu nämnd person (61 § första stycket). Kredit till person i delegatgruppen får i princip lämnas endast mot säkerhet i tillgångar som i kapitaltäckningshänseende förts till de båda lägsta riskgrupperna (57 § första stycket A och B banklagen). Säkerheter av här avsett slag är *dels* borgen eller garanti av staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet (landsting, församling, kommunalförbund m.fl.), allmän kassa eller inrättning, vars reglemente fastställts av regeringen (hypoteksbanken, stadshypotekskassan, bostadskreditkassan, AP-fonden och svenska skeppshypotekskassan m.fl.) svenskt bankinstitut, kreditaktiebolag eller försäkringsföretag med svensk koncession, *dels* värdehandlingar såsom checkar, postremissväxlar, skattkamarväxlar, s.k. fullgoda obligationer och andra fordringar för vilka riksbanken, riksgäldskontoret eller annat, nyssnämnt allmänt rättssubjekt svarar eller pantbrev motsvarande in-teckning som ligger inom sextio procent av det uppskattade värdet av viss in-tecknad fast egendom eller tomträtt. Utöver kredit mot säkerhet som nu sagts kan delegat få kredit till ett belopp av 50 000 kr mot annan pantsäkerhet.

Den *andra gruppen* kreditjäviga personer omfattar styrelseledamot och styrelsesuppleant som inte är delegat samt sådan persons make. Möjligheterna att få kredit i egen bank begränsas till tre fall, nämligen kredit mot säkerhet av borgen eller garanti av samma rättssubjekt som tas upp för delegatgruppen, mot säkerhet av pant och genom diskontering av "handelsväxel". Den *tredje gruppen* omfattar banks revisorer och revisorssuppleanter och deras makar. För dessa gäller kreditjäv utan undantag.

I några situationer begränsar kreditjävsbestämmelserna också banks möjlighet att ge kredit till personer utanför de angivna kreditjävsgруппerna. Sålunda får bank vid beviljande av kredit inte godtaga kreditjävig person som tillhör antingen delegat- eller revisorsgruppen som borgensman eller, när fråga är om växel, godtaga honom som acceptant, trassent eller endossent (61 § fjärde stycket). Vidare gäller i huvudsak samma bestämmelser för ett företag som är den kreditjäviga personen närstående som för den kreditjäviga personen själv (61 § femte stycket). Med "närstående företag" avses bolag, förening eller annan sammanslutning vari den kreditjäviga personen eller dennes make i egenskap av delägare eller medlem har ett väsentligt

ekonomiskt intresse.

I lagen (1955:416) om sparbanker förekommer kreditjävsbestämmelser som motsvarar banklagens regler, se 30, 39 och 40 §§ sparbankslagen. Regler om kreditjäv är intagna också i lagen (1956:216) om jordbrukskasserörelsen. Regleringen av kreditjäven i denna lag är dock inte lika sträng som i bank- och sparbankslagarna, se 38 och 39 §§ jordbrukskasselagen.

12.6 Kreditgivande aktiebolag

Av aktiebolag som är stora kreditgivare och som faller under ABL:s låneförbud är det främst tre kategorier som här är av intresse. Det är kreditaktiebolagen, finansbolagen och fondkommissionsbolagen. Dessa bolag skall närmare beröras i det följande.

12.6.1 Kreditaktiebolagen

Med kreditaktiebolag avses sådana aktiebolag som har till ändamål att driva lånerörelse och att genom utgivande av obligationer eller andra för den allmänna rörelsen avsedda förskrivningar upplåna för verksamheten erforderliga medel men i vars verksamhet bankrörelse inte ingår. Denna definition följer av 1 § lagen (1963:76) om kreditaktiebolag.

Kreditaktiebolagslagen föregicks av 1946 års lag om hypoteksaktiebolag, som gällde sådana aktiebolag som hade till ändamål att idka belåning av fast egendom eller tomträtt men i vars rörelse bankrörelse inte ingick. Liksom banklagstiftningen syftade lagen om hypoteksaktiebolag till att bereda det allmänna viss kontroll över bolagens verksamhet. De flesta bolag som omfattades av lagen finansierade sin utlåningsverksamhet genom upptagande av obligations- och reverslån på den allmänna marknaden.

I början av 1960-talet tillkom ett antal aktiebolag som i likhet med hypoteksaktiebolagen hade till syfte att ge långfristiga krediter och som anskaffade medel för utlåningen genom utgivande av obligationer eller liknande förskrivningar avsedda för den allmänna rörelsen. Till skillnad från hypoteksaktiebolagen hade dessa bolag enligt bolagsordningen inte till ändamål att idka belåning av fast egendom eller tomträtt och de omfattades därför inte heller av hypoteksaktiebolagslagens regler. På framställning av bankinspektionen ersattes därför hypoteksaktiebolagslagen med kreditaktiebolagslagen, avsedd att under vissa villkor gälla både hypoteksaktiebolagen och senare tillkomna aktiebolag som bedrev långfristig kreditgivning.

Kreditaktiebolagen brukar hänföras till s.k. kapitalanskaffande institut eller mellanhandsinstitut. De är verksamma inom flertalet av låntagarsektorerna. Bostadsfinansierande institut är t.ex. Sparbankernas Intecknings AB (SPINTAB) och Svensk Bostadsfinansiering AB (BOFAB), näringslivsinstitut är AB Industrikredit, exportfinansieringsinstitut är AB Svensk Exportkredit, jordbruksinstitut är Lantbrukskredit AB och kommuninstitut är AB Kommunkredit och Kommunlåneinstitut AB.

12.6.2 Finansbolagen

Under den senaste tjuugoårsperioden har på den svenska kreditmarknaden etablerats ett flertal finans- eller finansieringsföretag som ägnar sig åt kreditgivning och annan finansieringsverksamhet i nya eller delvis nya former, exempelvis factoring, leasing, kontokortskrediter och avbetalningsfinansiering⁴. Sådana finansieringsformer förekommer endast i begränsad utsträckning i bankerna och andra "traditionella" kreditinstitut på den organiserade kreditmarknaden. Finansföretagen lämnar emellertid även krediter i mera traditionella former, t.ex. reverslån. Vissa av dessa företag har inriktat sig på lån mot särskilda säkerheter såsom premieobligationer och fritidsfastigheter. De största och samhällsekonomiskt viktigaste av finansföretagen, av vilka flera är bankägda, omfattas av lagen (1980:2) om finansbolag.

Lagen om finansbolag, som trädde i kraft den 1 juli 1980, är främst en tillsyns lag, enligt vilken de företag som omfattas av lagen ställs under bankinspektionens tillsyn. Sådana företag måste vara aktiebolag (finansbolag) och bolagsordningen skall godkännas av bankinspektionen. Lagen omfattar företag som bedriver finansieringsverksamhet.

För att företag som sysslar med finansieringsverksamhet skall räknas som finansbolag måste verksamheten vara av en viss omfattning. Huvudregeln är att nettovärdet av tillgångarna i verksamheten skall uppgå till minst 10 milj. kr. Ett finansföretag som helt eller delvis ägs av en bank eller ett dotterbolag till en bank skall dock alltid anses som finansbolag. När det gäller gränsen på 10 milj. kr skall hänsyn tas till koncern- eller koncernliknande förhållanden. Finns det ett nära samband mellan två eller flera företag skall hänsyn således tas till det sammanlagda nettovärdet av tillgångarna i finansieringsverksamheten.

Vissa typer av företag skall inte räknas som finansbolag, även om de bedriver finansieringsverksamhet och har tillgångar på mer än 10 milj. kr. Detta gäller företag vars finansieringsverksamhet avser endast avsättning av tjänster som erbjuds eller varor som framställs eller säljs av företaget eller av annat företag i samma koncern eller med annat nära samband, om medel för finansieringsverksamheten inte anskaffas från allmänheten. Till allmänheten räknas i detta sammanhang inte kreditinstitut, dvs. banker, kreditaktiebolag, försäkringsbolag, m.fl. eller företag i samma koncern som finansföretaget. Sådana företag som tillgodoser ett finansieringsbehov endast inom en grupp av näringsidkare med ekonomisk intressegemenskap omfattas inte heller av lagen, om medel för verksamheten inte lånas upp från allmänheten. Slutligen undantas företag som omfattas av annan lagstiftning om särskild tillsyn, t.ex. kreditaktiebolag, fondkommissionsbolag och pantlånebolag.

12.6.3 Fondkommissionsbolagen

Fondkommissionsbolag är, enligt 1 § fondkommissionslagen (1979:748), aktiebolag som har tillstånd att yrkesmässigt handla med värdepapper för annans räkning i eget namn. Under begreppet faller de fondkommissionärer som inte är bankinstitut, dvs. vad som i dagligt tal kallas fondkommissionsfirmor. Detaljerade regler om fondkommissionsbolag och deras verksamhet

⁴Finansieringsbolagskommittén har utförligt beskrivit de finansieringsformer som företagen bedriver (SOU 1977:97 s. 43-111). En kortfattad beskrivning finns också i prop. 1978/79:170 s. 10-15

förekommer i den nämnda fondkommissionslagen.

Vid tiden för tillkomsten av 1919 års lag om fondkommissionsrörelse torde antalet firmor som bedrev fondkommissionsrörelse ha överstigit 100. Numera finns inte mer än 13 fondkommissionsbolag kvar i Sverige.

Det centrala i ett fondkommissionsbolags verksamhet är kommissionshandeln. Det uppdrag, som ett bolag vanligen får av en kund, gäller sålunda att för dennes räkning köpa eller sälja värdepapper. Vid sidan av kommissionshandeln förekommer att bolagen i större eller mindre utsträckning köper och säljer värdepapper för egen räkning. I samband med kommissionshandeln lämnas ofta råd om placering m.m.

Den kreditgivning som sedan gammalt ingår i fondkommissionsbolagens verksamhet har efter hand vuxit till betydande belopp. Enligt 13 § fondkommissionslagen gäller den begränsningen för bolagens kreditgivning att denna skall ha till ändamål att underlätta fondkommissionsrörelsen. Den lagstiftaren åsyftade inriktningen av kreditgivningen tar sig också uttryck i en bestämmelse (21 §), som uppställer kravet att för kredit som fondkommissionsbolag lämnar i allmänhet skall finnas betryggande säkerhet i fondpapper som inregistrerats vid fondbörs.

En väsentlig del av det för rörelsen erforderliga kapitalet anskaffar fondkommissionsbolagen genom in- och upplåning i olika former. Inlåningen kommer bl.a. från bolagens fasta kunder och utgörs företrädesvis av förskottsinbetalningar för beordrade värdepappersinköp, av likvider för redan försålda värdepapper och av utdelningsbelopp, som kunderna vill hålla i beredskap för eventuella framtida förvärv eller – någon gång – låta stå inne i rent förräntningssyfte. Den väsentliga delen av upplåningen kommer dock från andra långivare än de fasta kunderna, bl.a. finansbolag och banker.

12.7 Överväganden

12.7.1 Avgränsning av problemet

Beträffande kreditaktiebolagen, finansbolagen och fondkommissionsbolagen ingår det i deras normala verksamhet att lämna krediter. Krediterna är åtkomliga för allmänheten. I detta avseende intar bolagen en särställning i förhållande till många andra aktiebolag, vars krediter normalt är förbehållna dem som har en särskild anknytning till bolaget. Krediter från ett sådant bolag kan därför med större fog antagas utgöra en exklusiv förmån för personer med inflytande i eller särskild anknytning till bolaget. Som framgått av de redovisade motiven till låneförbudet i ABL är det främst på särskilt gynnsamma, "riktade" krediter av det sistnämnda slaget som låneförbudet tar sikte.

En annan betydelsefull skiljelinje mellan de förstnämnda bolagen och aktiebolag i allmänhet utgörs av det förhållandet att den låneverksamhet de förra bedriver är reglerad i lag och står under bankinspektionens tillsyn. Man kan därför utan någon mera ingripande nyordning få till stånd en acceptabel kontroll av att en vidgad långivningsrätt ej missbrukas av de ifrågavarande bolagen. En likvärdig kontroll beträffande andra aktiebolags kreditgivning synes inte kunna åstadkommas med mindre dessa bolag också ställs under

offentlig tillsyn. Det är tydligt, att en sådan åtgärd skulle kräva att resurser togs i anspråk i en inte rimlig utsträckning. Vidare skulle åtgärden ge upphov till svårösta gränsdragningsproblem, eftersom en uppmjukning av förbudsbestämmelserna i ABL av naturliga skäl inte kan göras generellt verkande.

Främst av de skäl som nu anförts finner utredningen att undantag från låneförbudsbestämmelserna i ABL endast bör aktualiseras beträffande kreditaktiebolagen jämte finansbolagen och fondkommissionsbolagen.

12.7.2 Behovet av lagändring

Här skall först något beröras i vilken utsträckning de nu nämnda bolagens kreditgivning omfattas av låneförbudet.

Det kan konstateras, att *finansbolagens* kreditgivning i en inte obetydlig utsträckning faller utanför tillämpningsområdet för 12 kap 7 § första stycket ABL. Detta beror på att en stor del av de krediter som lämnas av finansbolagen är att betrakta som lån betingade av affärsmässiga skäl och uteslutande avsedda för gäldenärens rörelse, dvs. sådana som enligt 12 kap. 7 § andra stycket 3 ABL är undantagna från låneförbudet. Det sagda gäller t.ex. i fråga om den vanligaste formen av factoring, då ett sälj företag får kredit mot säkerhet i sina fakturer. Detsamma är också normalt förhållandet beträffande belåning av avbetalningskontrakt, confirming, lagerfinansiering och belåning av sådana hyreskontrakt som avser bilar, kontorsmaskiner m.m. Vad angår vissa andra finansieringsformer berörs de inte av förbudet därför att de ej innefattar "lämnande av penninglån". Detta är fallet med leasing, den form av factoring som innebär köp av fakturafordringar samt köp av avbetalningskontrakt. Låneförbudets räckvidd är alltså i huvudsak begränsad till vad som brukar betecknas som hushållskrediter. Förbudet är därför i praktiken tillämpligt endast på reverslån till konsumenter och ianspråktaga kontokrediter.

I fråga om låneförbudets tillämplighet på *kreditaktiebolagen* kan likaså konstateras, att förbudet ej träffar all kreditgivning. Några av bolagen berörs obetydligt eller ej alls av förbudet. Detta gäller kommuninstituten som enligt ändamålsbestämmelsen i bolagsordningen har att kanalisera långfristiga lån till i första hand kommun eller kommunförbund. Enligt ett undantag i 12 kap. 7 § ABL omfattas ju inte lån till kommun eller landstingskommun av förbudet. I praktiken torde låneförbudet i huvudsak endast beröra sådana kreditaktiebolag som betecknas fastighetskreditaktiebolag.

Vad gäller *fondkommissionsbolagens* kreditgivning utgörs denna mer eller mindre i sin helhet av "lämnande av penninglån" och undantagen från låneförbudet blir i allmänhet inte tillämpliga.

Det sätt på vilket förbudsbestämmelsen är utformad gör uppenbarligen tillämpningsområdet beroende av bolagens ägarstruktur. Den del av bestämmelsen som gäller förbud mot lämnande av penninglån till VD, styrelseledamöter och aktieägare i *koncernbolag* saknar sålunda betydelse för sådana bolag som inte ingår i en koncern. Kreditaktiebolagen intar i detta sammanhang en särställning. Med något undantag ägs kreditaktiebolagen uteslutande av staten och/eller bankerna. Varken staten eller en bank kan ha ställning av moderbolag och dessa ägare är därför inte förenade med ett

kreditaktiebolag i en koncern. På denna punkt har det tidigare rätt rättsosäkerhet. I prop. 1975:103 s.493 f belystes frågan om ett bankägt aktiebolag kunde lämna lån till en person som hade ett större aktieinnehav i ägarbanken, något som alltså besvarades jakande. Det underströks, att koncernreglerna i aktiebolagslagen förutsätter att moderbolaget är ett sådant bolag som omfattas av aktiebolagslagen, något som inte t.ex. bankaktiebolagen gör. Förutom att kreditaktiebolagen inte berörs av förbudets utsträckning till koncernbolag är de, med hänsyn till deras ägarstruktur, ej heller i praktiken normalt berörda av förbudet såvitt detta avser lån till egna aktieägare. Vad nu sagts gäller naturligtvis också finansbolagen i den mån dessa är bankägda. Det kan i detta sammanhang erinras om att inte mindre än 80 % av finansbolagsmarknaden behärskas av bankägda finansbolag.

Fastän finansieringsverksamheten, åtminstone den som drivs av kreditaktiebolagen och finansbolagen, till stora delar faller utanför förbudsbestämmelsens tillämpningsområde, står ändå klart att låneförbudet ingriper i alla bolagens verksamhet och att olägenheter är förbundna därmed. Några av dessa olägenheter skall beröras i det följande.

Som en följd av att bolagen erbjuder kredit åt allmänheten är låntagarna talrika och inte närmare kända av de personer eller organ som rutinmässigt beslutar om krediter. I sådana fall är dessutom, normalt sett, låntagarnas eventuella släktskap med dem som i första hand är betagna möjligheten att få krediter av bolaget (primärkretsen) obekant. Naturligtvis varierar förhållandena bolagen emellan. Detta har att göra med att antalet låntagare är olika och att vissa bolag ingår i koncern medan andra inte gör det. Kvar står dock att bolagen generellt sett i här avsett slag av låneärenden saknar kännedom om en låntagares släktförhållanden och att någon form av kontroll därför måste göras i dessa fall för att säkerställa att förbjudna lån ej lämnas.

Av förarbetena till låneförbudet i dess ursprungliga lydelse framgår inte klart vilken grad av aktsamhet den som beviljar krediten skall iakttaga till förhindrande av lagöverträdelse⁵. Efter framställning om ändring av låneförbudsbestämmelserna gjordes dock i förarbetena till aktiebolagslagstiftningen 1975 ett klarläggande uttalande av departementschefen⁶.

Av den omständigheten att endast grov vårdslöshet kan föranleda straff torde framgå att någon mera ingående efterforskning inte rimligen kan krävas. Särskilt gäller detta naturligtvis i fråga om bolag med en omfattande aktieägarkrets. Om den som lämnat lånet eller ingått ansvarsförbindelsen för ett sådant bolags räkning har frågat vederbörande om denna ensam eller via släktingar ingår i den förbjudna kretsen, synes det mig uppenbart att något straff inte kan i frågakomma. Företrädaren för bolaget har då fullgjort vad som rimligen kan anses ankomma på honom.

Då framställande av en enkel fråga normalt är vad som behövs för att förfarandet skall stå i överensstämmelse med lagstiftarens intentioner, kunde anses att förbudet ej var nämnvärt betungande eller resurskrävande för bolagen. Emellertid synes det vara en utbredd uppfattning hos bolagen att frågor om en kunds släktskapsförhållanden är indiskreta och olämpliga, särskilt om det gäller helt rutinmässiga krediter av mindre storleksordning. Det torde därför i praktiken vara vanligt att ingen åtgärd vidtages för att förebygga att förbudet överträds. Det händer också i viss utsträckning att det efterhand konstateras att lån beviljats i strid mot förbudet.

⁵Prop. 1973:93 s. 93 ff

⁶Prop. 1975:103 s. 491 f.

Den till följd av den omfattande släktkatalogen föreliggande svårigheten att undvika långivning till personer i den förbjudna kretsen kan få skattekonsekvenser för den enskilde låntagaren. Enligt 35 § 1 a mom. sjätte stycket kommunalskattelagen utgör ju lånebeloppet, till den del återbetalning icke skett, intäkt av tillfällig förvärvsverksamhet. Om inte långgivaren var medveten om de släktförhållanden som gjorde lånet otillåtet, i vilket fall ett obehörigt gynnande kan uteslutas, är naturligtvis en oförutsedd och kännbar skattehöjning som en följd av lånet helt förfelad. Nu bör dock framhållas, att en sådan skattehöjning sällan aktualiseras. Vad som är okänt för den som beviljat krediten och kanske också för låntagaren är normalt förborgat även för skattemyndigheten. Dessutom har låntagaren möjlighet att undgå beskattning genom att återbetala lånet⁷. Om lånet är stort och löper under lång tid kan dock en snabb återbetalning möta svårigheter och då kan naturligtvis en besvärlig situation uppstå för låntagaren.

Bortses från den här berörda skattekonsekvensen har en enskild person tillhörande den förbjudna kretsen olägenhet av förbudet huvudsakligen på det sättet att vederbörande är avskuren från möjligheten till lån från det bolag eller den koncern som han är anknuten till. I allmänhet finns väl andra kreditinrättningar att tillgå där den efterfrågade krediten kan erhållas. Det lär f.ö. inte vara ovanligt, att informella överenskommelser träffas mellan företrädare för olika kreditgivande bolag av innebörd att bolagen skall hjälpa varandra i här avsett hänseende. Det föreligger emellertid ett ganska utbrett missnöje i många av de berörda bolagen med att behöva anlita en konkurrerande kreditinrättning i stället för det bolag i eller för vilket vederbörande är verksam. Låneförbudet har kritiserats inte minst av kontokortsföretagen, där de som träffas av förbudet anser det vara en stor nackdel att inte kunna använda det egna bolagets kontokort ens för att illustrera dess användningsområde.

En negativ följdverkan av att vissa enskilda personer inte kan få lån från bolaget är att bolagsledningen till följd av förbudet kan ha krediter som är oåtkomliga för det egna bolagets insyn.

De i det föregående omnämnda förhållandena kan sägas ha avseende på envar av de ifrågavarande bolagskategorierna. Emellertid synes förbudsbestämmelsen särskilt oläglig för fondkommissionsbolag och de enskilda personer som p.g.a. sin anknytning till fondkommissionsbolag hör till den "förbjudna kretsen". För det första blir, som nämnts, undantagen från förbuden sällan tillämpliga på fondkommissionsbolags kreditgivning. Vidare ingår dessa bolag ofta i koncerner vilket gör den förbjudna kretsen extremt vid.

Belysande i detta sammanhang är en från fondkommissionsbolaget Jacobson & Ponsbach AB under 1977 ingiven ansökan om dispens från låneförbudet såvitt avsåg lån till andra än verkställande direktör och styrelseledamot i fondkommissionsbolaget och i detta bolags moderbolag samt den som var sådan verkställande direktör eller styrelseledamot närstående. Fondkommissionsbolaget påpekade, att den koncern, i vilken bolaget ingick, omfattade inte mindre än 170 bolag och att kretsen av styrelseledamöter och verkställande direktörer jämte deras anhöriga därför var extremt vid. Det framhölls också, att kretsen ytterligare starkt vidgades av att koncernen hade ett stort antal aktieägare med ett innehav överstigande 500 aktier eller en procent av de sammanlagda aktiekapitalen i koncernbolagen. Med hänsyn till att

⁷ Av intresse i detta sammanhang är regeringsrättens avgörande den 30 december 1981 av frågan när återbetalning av ett s.k. förbjudet lån senast skall ha gjorts för att lånet ej skall upp- tagas till beskattning. I målet hade återbetalning skett cirka 4 år efter det att det förbjudna lånet erhållits, cirka 2,5 år efter taxeringsnämndens beslut och nio månader efter det att länsrätten avslagit besvären över taxeringsnämndens beslut men innan kammar- rätten prövat frågan. Regeringsrätten fastslog, att återbetalningen kunde ske så länge taxering- en inte vunnit laga kraft, dvs. så länge som målet slutligen ej var avgjort; det i målet ifrågavarande lånet beskattades därför inte

dispensmöjligheten var avsedd att tillämpas mycket restriktivt fick inte bolaget begär dispens. Det kan tilläggas, att förhållandena för Jacobson & Ponsbach AB inte är unika i branschen. Sedan Alfred Berg Fondkommission AB under 1982 inlemmades i Volvo-koncernen, föreligger motsvarande förhållanden här. Exempelvis hör varje person som äger 500 aktier i Volvo-koncernen till den förbjudna kretsen.

Det bör också uppmärksammas, att det *särskilda förbudet* mot lån för förvärv av aktie i bolaget eller i koncernbolag framstår som mer ingripande för vissa fondkommissionsbolag än för kreditaktiebolag och finansbolag. De fondkommissionsbolag som avses är de som ingår i koncern i vilken också börsbolag ingår. I sådana fall kan inte fondkommissionsbolaget finansiera köp av börspapper som koncernbolaget utgivit. Den service bolaget kan ge allmänheten är m.a.o. beskuren.

12.7.3 Frågan om en obegränsad långivningsrätt

En obegränsad rätt att lämna lån till befattningshavare och andra med nära anknytning till respektive bolag skulle knappast innebära någon risk för att bolagens egna kapital skulle urholkas. Aktiebolagslagens regler gällande storleken och skyddet av aktiekapitalet motsvaras eller kompletteras sålunda av strängare bestämmelser för här aktuella slag av bolag. Enligt kreditaktiebolagslagens bolagsordningar, 2 § finansbolagslagen och 9 § fondkommissionslagen gäller t.ex. särskilda krav på det egna kapitalets eller balansomslutningens storlek. Vidare är bolagen underkastade vissa s.k. kapitaltäckningsregler, intagna i kreditaktiebolagslagens bolagsordningar och i 7 § finansbolagslagen och i 18 § fondkommissionslagen. Dessa bestämmelser innebär att det egna kapitalet måste vara av en viss storlek i förhållande till antingen upplåningen (så i fråga om kreditaktiebolagen och finansbolagen) eller i förhållande till gjorda placeringar (så i fråga om fondkommissionsbolagen). Vilken form av kapitaltäckningsregler som än gäller är dessa ägnade att stärka bolagens soliditet och fylla funktionen av buffert mot förluster för långivare och andra. Av stor betydelse är naturligtvis också att bankinspektionen är särskilt ålagd att övervaka bolagens säkerhet enligt 6 § andra stycket kreditaktiebolagslagen, 11 § andra stycket finansbolagslagen och 27 § andra stycket fondkommissionslagen. Härjämte gäller krav på betryggande säkerhet för beviljade lån från fondkommissionsbolagen enligt 21 § fondkommissionslagen och i allmänhet även för kreditaktiebolagen enligt respektive kreditaktiebolags bolagsordning. Ytterligare kan nämnas, att i banklagstiftningen förekommande skyddsregler i stor utsträckning tillämpas analogt av de bankägda finansbolagen, t.ex. bestämmelsen i 60 § banklagen om s.k. enhandskrediter, en bestämmelse som f.ö. har en motsvarighet i 22 § fondkommissionslagen.

Man kan dock inte bortse från att en obegränsad långivningsrätt skulle kunna komma att missbrukas i ett skatteflyktsyfte. Av flera skäl torde skatteflyktproblemet i någon mindre grad gälla kreditaktiebolagen. P.g.a. att ett sådant bolag enligt sin bolagsordning har ett klart avgränsat ändamål och p.g.a. att långivningen måste stå i överensstämmelse med detta ändamål begränsas uppenbarligen utrymmet för långivning i strid med låneförbudets syften. Vidare bereds och prövas kreditärendena hos sådana bolag i en

ordning som har påtagliga likheter med ett bankinstituts, vartill kommer att bolagens ägarstruktur och deras officiella karaktär i sig är ägnat att motverka missbruk i långivningen. Åtminstone teoretiskt skulle dock ett slopande av låneförbudet kunna bli obehörigen utnyttjat också i kreditaktiebolagen, t.ex. i samband med utlåning av vinstmedel som kan användas friare än upplånade medel. I fråga om finans- och fondkommissionsbolagen må uppmärksammas, att i det fall missbruksmöjligheten ter sig störst, nämligen då bolaget är ett fåmansbolag, utgör 35 § 1 a mom. fjärde stycket kommunalskattelagen en spärr mot missbruk. Det nämnda lagrummet gäller räntefria lån från företagen eller lån till lägre ränta än som vanligen utgår på lån av liknande slag. Om ett sådant lån lämnats till den som till följd av eget eller närstående persons aktie- eller andelsinnehav har ett väsentligt inflytande i företaget, skall sedvanlig ränta eller skillnadsbeloppet hänföras till intäkt av tillfällig förvärvsverksamhet. Emellertid är klart att den angivna bestämmelsen ej ger ett fullgott skydd mot att långivningen används i skatteflyktsyfte. Frågan om ett lån är förmånligt eller ej kan ju bero av annat än räntans storlek, t.ex. amorteringsvillkoren. Dessutom torde stora aktieägare i vissa finans- och fondkommissionsbolag ha ett så stort inflytande att det möjliggör utverkande av lån på gynnsamma villkor utan att fåmansbolagsförhållande föreligger. Hos de nyssnämnda bolagen sker vidare i många fall kreditberedning, kreditbedömning och över huvud taget hela handläggningen av ett kreditärende under andra och mer obundna former än vad som är fallet hos bankinstituten och i viss mån hos kreditaktiebolagen, något som skulle kunna öka risken för missbruk om förbudet slopades utan att ersättas med andra restriktioner.

Att helt slopa förbudet utan att införa annan restriktion tycks vidare harmoniera mindre väl med det intresse som kommer till uttryck i banklagstiftningens kreditjävsregler. Dessa syftar främst till att så långt som möjligt garantera att kreditärendena i ett bankinstitut handläggs på ett objektivt sätt utan att befattningshavarna påverkas av att de själva har krediter hos banken. Att en beslutsfattare i kreditfrågor av principiell natur och med generell räckvidd påverkas av att han har egna lån som berörs av beslutet är naturligtvis något som kan förekomma också i den finansieringsverksamhet som de ifrågavarande bolagen bedriver.

Till detta kommer att en obegränsad rätt att lämna lån till de ledande i bolagen är svårförenlig med intresset att allmänhetens förtroende för bolagen bibehålls och att verksamheten drivs med iakttagande av höga etiska krav. Om ledande befattningshavare och andra med stort inflytande i bolagen gavs möjlighet att efter gottfinnande ta i anspråk tillgängligt kreditutrymme för egna personliga behov, skulle uppenbarligen vad som kan betecknas som god ordning i verksamheten lätt kunna äventyras.

Utredningen är alltså av den uppfattningen, att fältet ej bör lämnas helt öppet för lån till egna, ledande befattningshavare m.fl. Detta innebär emellertid inte att låneförbudet behöver kvarstå i oförändrad form eller att det ej kan ersättas med annan restriktion för långivningen.

12.7.4 Banklagstiftningen som regelmodell

I direktiven till utredningen aktualiseras om låneförbudet kan ersättas med andra bestämmelser, exempelvis efter förebild i kreditjavsreglerna i banklagstiftningen.

Redan av vad tidigare anförts har framgått, att de bolag som här diskuteras företer likheter och i många avseenden har att följa regler som har en direkt motsvarighet i banklagstiftningen.

Den största likheten består naturligtvis i att bolagen liksom bankerna lämnar krediter till allmänheten, låt vara att kreditgivningen för kreditaktiebolagens del är begränsad till vissa klart avgränsade ändamål och att fondkommissionsbolagen skall begränsa sig till sådan långivning som behövs för att underlätta fondkommissionshandeln. Några andra beröringspunkter skall här nämnas. De uppgifter kreditaktiebolagen har med avseende på bostads- och näringslivssektorns finansiering och i fråga om att täcka kommuners lånebehov fullgör de i stor utsträckning i samarbete med bankinstitut. Utlåningen sker t.ex. ofta i form av avlyft av banklån. Finansbolagen, som liksom kreditaktiebolagen till en del är bankägda, ger krediter som ofta endast till formen avviker från dem som beviljas av bankerna. En parallell mellan fondkommissionsbolag och vissa banker är att båda kategorierna driver fondkommissionsrörelse.

Fastän de tre bolagskategoriernas verksamhet ej får avse "inlåning från allmänheten på räkning som av bank allmänneligen begagnas"⁸ finns likheter eller samband även på upplåningssidan. På specialinlåningsmarknaden, där industriföretag, fonder m.fl. kortfristigt placerar likviditetsöverskott till ofta betydande belopp, konkurrerar sålunda bankerna med bl.a. finansbolagen och fondkommissionsbolagen.

I fråga om de särskilda normer som gäller för bolagens verksamhet kan nämnas, att liksom regeringen skall godkänna bankaktiebolags bolagsordning och ändring av denna måste regeringen eller bankinspektionen på motsvarande sätt sanktionera kreditaktiebolags och finans- och fondkommissionsbolags verksamhet. Bolagen står i likhet med bankerna också under bankinspektionens tillsyn. Denna tillsyn, som bl.a. är avsedd att garantera en sund utveckling av verksamheten, utövas på ett likartat sätt i bankerna och i bolagen. Även de skyddsregler som i banklagstiftningen uppställts för att trygga soliditeten och insättarnas medel har motsvarigheter i de bestämmelser som reglerar bolagens verksamhet. Kapitaltäckningsreglerna är här ett exempel. Ytterligare må nämnas, att kreditaktiebolagen och finansbolagen jämte bankerna i viss utsträckning omfattas av lagen (1974:922) om kreditpolitiska medel.

Med hänsyn till de många beröringspunkter som sålunda finns mellan bankinstitutet och de nämnda bolagen är det naturligt, att söka en förebild i banklagstiftningens kreditjavsregler då det gäller att ersätta låneförbudet med en annan för bolagens verksamhet bättre avpassad bestämmelse.

Med en reglering av den typ som kreditjavsreglerna representerar skulle man komma ifrån det absoluta låneförbud som nu gäller för de ifrågavarande bolagen och som är onödigt långtgående. Efter förebild i banklagstiftningen skulle vidare den av regleringen omfattade personkretsen kunna begränsas så att det blev lättare både att efterkomma och kontrollera förekommande

⁸ Definitionen på bankrörelse enligt 1 § andra stycket banklagen

begränsning av långivningsrätten. Kreditjävsbestämmelserna synes emellertid inte tjänlig som modell i alla stycken. Det förefaller t.ex. varken nödvändigt eller praktiskt möjligt, att rätten att ge lån görs beroende av en särskilt kvalificerad säkerhet för lånet. Tydligast visar sig svårigheten att överföra nämnda teknik till regleringen av fondkommissionsbolags kreditgivning. Den säkerhet som krävs enligt kreditjävsreglerna kan sålunda endast i mycket begränsad utsträckning komma till användning som säkerhet för lån från fondkommissionsbolagen, eftersom dessa bolag enligt särskilda föreskrifter i fondkommissionslagen (13 § första stycket 1 och 21 §) endast får lämna lån mot säkerhet i börspapper.

12.7.5 Slutsatser och förslag

Då kreditgivning är ett normalt inslag i kreditaktiebolagens, finansbolagens och fondkommissionsbolagens verksamhet, är det naturligt att utgå från att erhållande av lån från det egna bolaget är ett fullt legitimt och naturligt utnyttjande av bolagets tjänster. I normalfallet finns m.a.o. knappast anledning att misstänka att lån från dessa bolag skulle utgöra orättmätiga förmåner för låntagaren. Redan det anförda förhållandet gör det rimligt att nämnda bolag i nu avsett hänseende behandlas annorlunda än aktiebolag i allmänhet. Härtill kommer, att bolagen har svårt att förebygga att låneförbudet överträds, vilket är följden dels av mängden kreditärenden hos bolagen och dels den vittomfattande krets som enligt 12:7 ABL är utestängd från lån. En ytterligare väsentlig aspekt är att det inte finns anledning att för bolagens kreditgivning uppställa längre gående restriktioner än som gäller för bankerna. Med hänsyn till de nyss omnämnda likheterna och beröringspunkterna mellan bolagens och bankernas verksamhet är det tvärtom naturligt att en sådan reglering av bolagens kreditgivningsrätt väljs som står i nära överensstämmelse med banklagstiftningen. Mot bakgrund av det anförda föreslår utredningen att finansbolagen, fondkommissionsbolagen och de kreditaktiebolag som står under bankinspektionens tillsyn skall undantas från 12 kap. 7 § första stycket.

Såsom förutskickas bör emellertid rätten att ge lån till dem som har en central befattning eller eljest ett stort inflytande i bolagen inte vara obegränsad. De omständigheter som anförts som skäl för att särbehandla bolagen i förhållande till aktiebolag i allmänhet motiverar inte att bolagen tillåts lämna sådana lån till sina egna ledande befattningshavare att dessa kommer att inta en mer privilegierad ställning än låntagarna i allmänhet. Endast kreditgivning som kan anses falla inom den ordinära verksamheten bör m.a.o. vara möjlig. Därför bör den restriktionen gälla att kreditaktiebolag, finansbolag och fondkommissionsbolag till en på visst sätt bestämd personkrets *inte får lämna lån på andra villkor än dem som normalt gäller i fråga om lån från respektive bolag*. Denna inskränkning i rätten att lämna penninglån bör äga motsvarande tillämpning i fråga om ställande av säkerhet och, beträffande finansbolagen, i fråga om beviljande av kontokrediter.

En bestämmelse av den angivna innebörden har, enligt utredningens mening, fördelen av enkelhet och saknar den rigorösa karaktär som låneförbudet i ABL har. Den synes också i stor utsträckning tillgodose de intressen som ligger bakom ABL:s låneförbud. Krediter som ges på gängse

villkor kan sålunda knappast vara betingade av skatteflyktsmotiv. Den som får betala sedvanlig ränta på lånet och som får amortera detta i den takt och med det belopp som är brukligt och dessutom får ställa den säkerhet som bolaget brukar kräva för lån av motsvarande slag kan ju knappast ha något större intresse av att till någon del utverka "lån i stället för lön". En långivningsrätt som är bestämd på angivet sätt kan heller knappast öka risken för en urholkning av det egna kapitalet, en risk som över huvud taget är försumbar beträffande de ifrågavarande bolagen. Vidare torde en bestämmelse av nämnt slag motverka att utlåningspolitiken bestäms med obehörig hänsyn till de egna lånen i bolaget. Är de egna krediterna inte gynnsammare än andra låntagares och kan motsvarande lån därför med lätthet fås från annat håll finns inte mycket att vinna på att eftersätta objektiviteten i handlandet. Bestämmelsen står alltså även i samklang med de syften som ligger bakom kreditjävsbestämmelserna i banklagstiftningen. Överensstämmelsen med banklagstiftningen skulle uppenbarligen bli än större om lånebesluten måste fattas i särskilt kvalificerad ordning, dvs. av styrelsen⁹. Frågan om en bestämmelse bör införas beträffande behörigheten att bevilja de lån som nu avses skall behandlas närmare nedan.

Först skall här några anmärkningar göras om hur man bör bestämma den personkrets som skall omfattas av den föreslagna bestämmelsen. Såsom framhållits i ett tidigare avsnitt (12.7.2), har stora praktiska olägenheter följt av "den förbjudna kretsens" vidlyftighet. Särskilt förbudets utsträckning till dem som äger aktier av en viss storleksordning i bolaget eller koncernbolag har i många fall gjort det mycket svårt att förebygga att förbudet överträds. Svårigheterna har också haft sin grund i låneförbudets omfattande s.k. släktkatalog.

Banklagstiftningens kreditjävsregler avser en betydligt snävare krets av personer än ABL:s låneförbud. Med hänsyn till föreliggande likheter mellan de ifrågavarande bolagen och bankinstituten förefaller naturligt att bestämma personkretsen i huvudsaklig överensstämmelse med vad som gäller enligt kreditjävsbestämmelserna. Härutöver bör aktieägare med ett betydande innehav omfattas av föreslagen bestämmelse. Med hänsyn till de särskilda ägarförhållandena i kreditaktiebolag kan emellertid aktieägare i sådana bolag helt hållas utanför regleringen på området.

Utredningen finner sålunda att den föreslagna inskränkningen i långivningsrätten skall avse den som i bolaget är verkställande direktör eller vice verkställande direktör, styrelseledamot eller styrelsesuppleant samt den som ensam eller i förening med annan normalt får avgöra låneärendet för bolagets räkning. Bestämmelsen föreslås också gälla den som är gift med eller som under äktenskaplikt former sammanlever med person som nu nämnts samt juridisk person i vilken någon av här uppräknade personer har ett väsentligt ekonomiskt intresse. Såvitt gäller finansbolag och fondkommissionsbolag föreslås ytterligare att den som själv eller tillsammans med närstående fysisk eller juridisk person äger minst fem procent av aktierna i bolaget skall omfattas av föreslagen restriktion.

P.g.a. att den föreslagna begränsningen i långivningsrätten är allmänt hållen utan detaljreglerande inslag synes lämpligt att bolagets styrelse ges det direkta ansvaret för att bestämmelsen tillämpas på ett avsett sätt. Beslut om lån till de kategorier som omfattas av bestämmelsen bör därför *alltid fattas av*

⁹Jfr. 74 § femte stycket 3 p. banklagen

bolagets styrelse. En behörighetsregel av angivet slag är lämplig också därför att den undanröjer risken för att en enskild befattningshavare skall utsättas för påtryckningar i ärenden om lån till en överordnad i bolaget. För att bedömningen av olika ärenden skall bli enhetlig är det naturligtvis också en fördel att prövningen läggs i en hand. En sådan ordning underlättar vidare tillsynsmyndighetens kontroll, varjämte den medför en mer eller mindre automatisk "inre kontroll" i bolaget av att bestämmelsen efterlevs. Det kan tilläggas, att utredningens förslag i nu behandlad del haft 74 § femte stycket 3 p. banklagen som förebild. Den senare bestämmelsen förhindrar bankstyrelse att delegera ärenden om lån till banks ledande befattningshavare m.fl. och har ett klart samband med kreditjavsbestämmelserna¹⁰.

Till den nu behandlade behörighetsregeln bör kopplas två särskilda föreskrifter.

För det första bör uppgifter om de låneärenden som här avses upptagas i en av styrelsen eller verkställande direktören upprättad *förteckning*. Av förteckningen bör framgå låntagarens namn och storleken av krediten. Förekomsten av en förteckning främjar uppenbarligen tillsynen; den medför ju att tillsynsmyndigheten lätt kan få uppgift om beviljade och utestående krediter. Det kan anmärkas, att skyldighet att upprätta och föra en förteckning redan nu föreligger enligt 12 kap. 9 § ABL såvitt gäller penninglån eller säkerheter som lämnats till person i den förbjudna kretsen med stöd av dispens av bankinspektionen.

Vidare bör föreskrivas, att uppgifter om antalet lån och det sammanlagda utestående kreditbeloppet skall framgå av respektive bolags *förvaltningsberättelse*. Motivet är att bolagets borgenärer m.fl. får anses ha ett berättigat intresse att veta i vilken utsträckning kreditutrymmet tas i anspråk av personer med inflytande i bolaget.

Det hittills anförda har inte haft avseende på det i 12 kap. 7 § tredje stycket ABL intagna *särskilda förbudet* mot lämnande av penninglån i syfte att gäldenären eller honom närstående skall förvärva aktier i bolaget eller i annat bolag inom samma koncern. Det finns, enligt utredningens mening, inte tillräckligt skäl att undantaga kreditaktiebolag och finansbolag från det särskilda låneförbudet. Däremot synes befogat att från detta förbud undantaga fondkommissionsbolagen.

Såsom framhållits tidigare (12.7.2) kan de fondkommissionsbolag som ingår i samma koncern som börsbolag inte medverka till att finansiera kunders förvärv av aktier i sådant börsbolag. Följden blir alltså att dessa fondkommissionsbolag inte kan erbjuda samma tjänster som fondkommissionsbolag med annan ägarstruktur. Det måste anses vara ett starkt intresse att konkurrensen fondkommissionsbolagen emellan sker på lika villkor och att olika förutsättningar för bolagens verksamhet i möjligaste mån undanröjs. Men även bortsett härifrån är det naturligtvis av vikt att hinder eller störande inslag i verksamheten elimineras där så kan ske.

Med hänsyn till det sagda bör det särskilda låneförbudet inte längre gälla fondkommissionsbolagen. En sådan nyordning förefaller så mycket naturligare som intresset bakom det särskilda låneförbudet (hänsynen till bolagets borgenärer) knappast åsidosätts därigenom. Det främsta skälet till detta är att rätten att över huvud taget ge krediter är underkastad vittgående begränsningar enligt fondkommissionslagen. För det första följer av 13 § att

¹⁰Jfr prop. 1975:73 s. 53

kreditgivning ej är tillåten om den inte har till syfte att underlätta fondkommissionsrörelsen. Vidare gäller enligt 21 § att kredit inte får lämnas annat än mot betryggande säkerhet i sådana fondpapper som inregistrerats vid Stockholms fondbörs eller som sannolikt kommer att inregistreras där¹¹. Till dessa bestämmelser kommer andra till borgenärernas skydd, bl.a. kapitaltäckningsregeln i 18 § och tillsynsbestämmelsen i 27 § andra stycket.

För att nu föreslaget undantag från det särskilda låneförbudet skall tjäna avsett syfte, dvs. att möjliggöra för de fondkommissionsbolag som ingår i samma koncern som börsbolag att på gängse sätt ge lån till fondpappersförvärv, förutsätts tydligtvis en ändring också av tillämpningsområdet för 7 kap. 1 § ABL. Enligt denna bestämmelse får aktiebolag inte förvärva eller som pant mottaga aktie i bl.a. moderbolag. Med hänsyn till att fondkommissionsbolags långivning förutsätter säkerhet i form av börspapper eller därmed likställt fondpapper är uppenbart att det inte vore mycket bevänt med undantaget från det särskilda låneförbudet om inte aktie i moderbolaget fick mottagas som pant. Följaktligen föreslås att 7 kap. 1 § ABL inte skall utgöra hinder för fondkommissionsbolag att som säkerhet för lån motta aktie i moderbolag. Att sådan pantsättning inte kommer att kunna gälla annat än börspapper eller därmed likställt fondpapper eller förekomma vid annan långivning än sådan som har samband med fondkommissionsrörelsen, följer av de tidigare berörda bestämmelserna i fondkommissionslagen. För att förhindra missbruk av rätten att belåna aktier i moderbolag bör dock en begränsning av denna rätt införas. Samma begränsning bör gälla rätten att belåna aktier i andra bolag inom den koncern fondkommissionsbolaget tillhör. Det föreslås därför, att aktie i moderbolag eller i annat bolag i den koncern fondkommissionsbolaget tillhör inte får mottas som säkerhet för lån om det sammanlagda värdet av sådana i pant mottagna aktier härigenom kommer att överstiga ett belopp som svarar mot fem procent av vid tillfället utestående krediter.

Man kunde beträffande fondkommissionsbolagen överväga att helt slopa förbudet i 7 kap. 1 § ABL, såvitt gäller aktier som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller är introducerade på OTC-marknaden eller annars är av det slag som sägs i 21 § fondkommissionslagen. Därmed skulle det bli möjligt för fondkommissionsbolag att förvärva och belåna såväl egna aktier som aktier i moderbolag, förutsatt att aktierna var av nyssnämnt slag. En sådan regeländring skulle emellertid inte stå i överensstämmelse med vad som gäller för de banker som är fondkommissionärer. Dessa kan ju enligt 49 § banklagen inte förvärva eller som pant motta egen aktie ens om aktien är inregistrerad vid fondbörsen. Så länge denna restriktion gäller för bankerna saknas tillräckligt skäl att undanta fondkommissionsbolag från 7 kap. 1 § ABL i större utsträckning än som förut föreslagits.

Utredningen har emellertid i slutskedet av sitt arbete erfarit att banklagsutredningen (Fi 1976:04) överväger att ändra bestämmelsen i 49 § banklagen, så att banker, för att underlätta fondkommissionsrörelsen, under vissa förutsättningar skall få förvärva och som pant motta egen aktie. I fall en sådan möjlighet öppnas för bankerna är det naturligt att pröva om fondkommissionsbolag ytterligare bör undantas från tillämpningsområdet för 7 kap. 1 § ABL. Med anledning av här nämnd eventualitet finner

¹¹Här kan erinras om att utredningen föreslår att med aktie i börsbolag skall likställas aktie som introducerats på OTC-marknaden

utredningen skäl att göra följande anmärkningar.

Vad först gäller frågan om en utvidgad möjlighet till aktieförvärv kan erinras om att fondkommissionsbolag enligt 13 § första stycket 3 och 16 §§ fondkommissionslagen har rätt att inneha ett eget, om än begränsat, lager av värdepapper. I lagret får inte ingå egna aktier eller aktier i moderbolag. Detta följer av bestämmelsen i 7 kap. 1 § ABL. Av förarbetena till sistnämnda bestämmelse framgår att bestämmelsen, utom av hänsyn till framförallt bolagets fordringsägare, tillkommit för att bolag ej genom aktieköp skall kunna påverka kurssättningen och därmed göra spekulationsaffärer möjliga¹². En situation som kunde tänkas är att moderbolaget/börsbolaget inför en planerad nyemission föranstaltade om att fondkommissionsbolaget/dotterbolaget gjorde omfattande uppköp för att driva kursen och därmed öka priset på de nyemitterade aktierna.

Emellertid motverkas missbruk av rätten att förvärva egna aktier respektive aktier i moderbolag av redan gällande bestämmelser i fondkommissionslagen. Enligt 13 § får förvärv av värdepapper över huvud taget endast ske för att underlätta fondkommissionsrörelsen. Bestämmelserna i 16 § innebär vidare att lagret av värdepapper måste vara på visst sätt begränsat.

Skapas ett kompletterande skydd mot missbruk, anser utredningen att fondkommissionsbolag bör få förvärva egna aktier och aktier i moderbolag om motsvarande möjlighet ges bankerna. Det kompletterande skydd som bör införas kan lämpligen ha formen av ett tak för innehav av egna aktier och aktier i bolag som tillhör samma koncern som fondkommissionsbolaget. Härutöver bör det villkoret gälla att aktierna är av det slag som avses i utredningens förslag till 21 § första eller andra stycket fondkommissionslagen. Lagtekniskt kan erforderliga bestämmelser införas i ett andra stycke i 16 § fondkommissionslagen. Detta kan ges följande lydelse.

... har varit verksamt.

Fondkommissionsbolag får, för att underlätta fondkommissionsrörelsen, förvärva egna aktier och aktier i moderbolag utan hinder av bestämmelsen i 7 kap. 1 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385). Detta gäller dock endast om aktierna är av det slag som sägs i 21 § första eller andra stycket. Förvärv av egna aktier eller aktier i moderbolag får inte heller ske om anskaffningsvärdet av bolagets sammanlagda innehav av sådana aktier och av aktier i annat bolag i den koncern bolaget tillhör genom förvärvet kommer att överstiga ett belopp som svarar mot fem procent av det högsta tillåtna värdet enligt första stycket.

Vid tillämpningen ...

Får fondkommissionsbolag rätt att förvärva egen aktie bör bolagen också, för att underlätta fondkommissionsrörelsen, få mottaga sådan aktie som pant, om panten enligt allmänna regler utgör godtagbar säkerhet. Missbruk kan förebyggas genom att rätten begränsas på i princip samma sätt som föreslagits i fråga om rätten till förvärv av egen aktie. Erforderlig lagändring kan genomföras på det sättet att en smärre justering görs av utredningens förslag till 21 § tredje stycket fondkommissionslagen.

¹²Se prop. 1975:103 s. 215 f

13 Specialmotivering

13.1 Förslaget till lag om värdepappersmarknaden

Utredningens förslag till bestämmelser rörande handel med och förvaltning av fondpapper är sammanförda under rubriken lag om värdepappersmarknaden. Syftet är att undvika en splittning på flera författningar.

1 §

Paragrafen innehåller en rambestämmelse, som anger att lagen gäller handel med och förvaltning av fondpapper samt förfaranden som har samband därmed. Av paragrafen följer också, att lagen gäller subsidiärt i förhållande till annan lag. Detta innebär att exempelvis de särskilda reglerna i banklagstiftning och fondkommissionärlagstiftning om tillsyn tar över reglerna i denna lag. Vidare följer att om ett i lagen kriminaliserat förfarande är straffbelagt även i brottsbalken skall brottsbalken tillämpas.

2 §

Paragrafen innehåller en allmänt hållen bestämmelse om att handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas, så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden bevaras och enskildas kapitalinsatser inte äventyras. Utredningen har tidigare i avsnitt 10.3.2 behandlat bestämmelsen i samband med diskussionen om bankinspektionens allmänna befogenheter och åligganden enligt denna lag. Bestämmelsen bör sålunda ses i samband med 3 § andra stycket, som ger bankinspektionen befogenhet att meddela de allmänna rekommendationer som behövs för tillämpningen av bestämmelsen. Vidare kan bestämmelsen ses i samband med 32 §, som ger bankinspektionen rätt att av vissa kategorier med anknytning till värdepappersmarknaden infordra uppgift till utrönande av huruvida inspektionens allmänna rekommendationer har iakttagits. Paragrafen utgör alltså grunden för den etikskapande roll som bankinspektionen förutsätts spela på värdepappersmarknaden. Den ingår också som ett led i det föreslagna system som syftar till att ge bankinspektionen möjlighet att hålla sig underrättad om förhållandena på värdepappersmarknaden och ge inspektionen förutsättningar till erfarenhetsgrundade lagstiftningsinitiativ.

3 §

I avsnitt 10.3.2 har utredningen framfört synpunkter på bankinspektionens allmänna befogenheter och åligganden enligt denna lag. För den allmänna motiveringen till denna paragraf hänvisas till nämnda avsnitt.

I paragrafens första stycke sägs, att bankinspektionen övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag. I andra stycket anges, att bankinspektionen i sin övervakningsverksamhet, utöver de särskilda befogenheter som tillkommer inspektionen enligt lagen, får meddela de allmänna rekommendationer som behövs för tillämpningen av 2 §. Angående valet av uttrycket "övervakning" hänvisas till avsnitt 8.7. Rekommendationerna har berörts under 2 §. Beträffande begreppet "allmänna rekommendationer" kan erinras om att ordet "allmänna" antyder att rekommendationerna skall vara generella, dvs. ha formen av regler och inte användas för individuella fall. Termen rekommendation ger vid handen, att det inte är fråga om några bindande föreskrifter utan bara om råd.

4 §

Paragrafens första stycke innehåller ett antal definitioner. Under 1 definieras fondpapper på samma sätt som i 1 § 5 fondkommissionslagen (1979:748) och i 1 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Definitionen under 2 av fondkommissionär överensstämmer med den som används i 1 § 2 fondkommissionslagen.

Den under 3 intagna definitionen av aktiemarknadsbolag saknar däremot motsvarighet i annan lag. Enligt första ledet räknas som aktiemarknadsbolag ett svenskt aktiebolag som utgivit eller trätt i stället för utgivare av aktie som är inregistrerad vid Stockholms fondbörs. Ett sådant bolag benämns börsbolag. Har ett börsbolag aktier av skilda slag, kan inregistreringen vid fondbörsen ha omfattat ett visst aktieslag, t.ex. de aktier i vilka man kan vänta sig en mera allmän handel. Då bestämmelser i lagen gäller "aktier i aktiemarknadsbolag", omfattas alla aktier i bolaget, dvs. även sådana som inte inregistrerats vid fondbörsen. Enligt det andra ledet räknas som aktiemarknadsbolag även sådant svenskt aktiebolag som är bundet av avtal med fondkommissionär (en s.k. marker maker) om att denne på begäran av envar skall ange kursen på och till denna kurs köpa eller sälja aktier i bolaget. Sådant bolag benämns OTC-bolag. Såsom nyss påpekats beträffande börsbolag kommer alla förekommande slag av aktier i ett OTC-bolag att omfattas av de bestämmelser i lagen som gäller "aktier i aktiemarknadsbolag".

Under 4 anges att värdepapperscentralen används som förkortning av Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag.

Av andra stycket framgår att vissa värdepapper som utgivits av aktiemarknadsbolag eller av annan i vars ställe sådant bolag trätt likställs med aktie i aktiemarknadsbolag vid tillämpningen av lagen. Först nämns emissionsbevis, en term som förekommer i 4 kap. 3 § ABL, och som avser dels teckningsrättsbevis som erhålles vid nyemission och delbevis som erhålles vid fondemission. Det kan anmärkas, att emissionsbevis inte bara utfärdas vid emission av aktier utan även vid emission av skuldebrev, något som framgår

av bl.a. 5 kap. 10 § ABL. I uppräknningen ingår vidare interimisbevis, som enligt 3 kap. 5 § ABL är ett till viss man ställt bevis om rätt till en eller flera aktier, samt konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, som regleras i 5 kap. ABL. Slutligen upptas vinstandelsbevis, dvs. bevis om fordran på grund av ett utgivet s.k. vinstandelslån, vilket utmärks av att räntans storlek är beroende av bolagets vinst eller av vinstutdelningen på bolagets aktier¹.

I likhet med vad som gäller för aktier behöver de ifrågavarande värdepapperen inte vara inregistrerade vid fondbörsen eller omfattade av ett s.k. OTC-avtal. Det krav som uppställs är att de utgivits av ett aktiemarknadsbolag eller av annan i vars ställe bolaget trätt.

I tredje stycket föreskrivs, att om aktier i aktiemarknadsbolag ägs av två eller flera med samäganderätt skall vid tillämpningen av lagen delägare anses själv vara ägare till så många av aktierna som svarar mot delägens lott i det samfällda innehavet. Uppgår lotten exempelvis till en tredjedel, skall alltså en tredjedel av de samägda aktierna anses som delägens egna. Regeln har betydelse därför att flera lagbestämmelser knyter rättsverkningar till storleken av ett aktieinnehav eller storleken av röstvärdet för ett aktieinnehav. Sådana bestämmelser förekommer i 6 § första stycket 6, 10, 17 och 18 §§.

5 §

Koncerndefinitioner förekommer på flera håll i lagstiftningen (se SOU 1979:46). Utredningen har övervägt att hänvisa till andra i lag förekommande definitioner men har stannat för att i lagen införa en samlande definition. Denna återfinns i denna paragraf.

Förekommande koncerndefinitioner är i allt väsentligt likalydande. Som förebild har stått 1 kap. 2 § aktiebolagslagen (1975:1385). Andra definitioner finns i 1 a § lagen (1951:308) om ekonomiska föreningar, 1 kap. 1 § lagen (1980:1103) om årsredovisning m.m. i vissa företag samt i 1 kap. 9 § försäkringsrörelselagen (1982:713). Förevarande paragraf ansluter till den standardmodell på koncerndefinition som utbildats.

Det bedöms inte erforderligt, att här kommentera vad som förutsätts för att ett koncernförhållande skall anses föreligga. Det skall endast anmärkas, att då ett aktiebolag eller annan juridisk person har hälften av rösterna i ett företag och en annan juridisk person den andra hälften, i vilken situation ägarföretagen endast gemensamt kan besluta i det av dem ägda företags ("50/50-företags") angelägenheter inget av ägarföretagen anses vara moderföretag. I övrigt hänvisas till prop. (1975:103 s. 276 ff) om ny aktiebolagslag, prop. (1979/80:143 s. 71 ff.) angående ändring av aktiebolagslagen i följd varav de s.k. 50/50-företagen ej längre skulle anses vara koncernbolag, prop. (1979/80:144 s. 50 f. och s. 158 ff.) angående nya redovisningsregler för ekonomiska föreningar m.m., prop. 1979/80:143 s. 65 ff. och 148 f.) angående ny lagstiftning om handelsbolag m.m., samt prop. (1981/82:180 s. 140 f.) angående ny försäkringsrörelselag m.m.

¹Jfr prop. 1973:93 s. 82

6 §

Paragrafen anger vem som skall ha insynsställning i ett aktiemarknadsbolag. Det är aktiemarknadsbolagets s.k. insiders som avses med uppräknigen i paragrafen. Beträffande den allmänna motiveringen hänvisas till 8.4.3.

Att en person har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag innebär bl.a. att han eller hon omfattas av det i 8 § intagna allmänna förbudet mot utnyttjande av förtrolig företagsinformation rörande aktiemarknadsbolaget och att vederbörande också enligt 10 § är anmälningskyldig för sitt och vissa närståendes innehav av aktier i bolaget och förändringar i aktieinnehavet. För avgränsningen av aktiemarknadsbolagets eller dess moderföretags skyldigheter enligt förslaget kommer också begreppet insynsställning till användning.

I uppräknigen ingår, liksom fallet är enligt insiderlagen, personer som har ställning av bolagsorgan enligt aktiebolagslagstiftningen eller som tillhör ett sådant bolagsorgan. Sålunda ingår styrelseledamot och suppleant (1), verkställande direktör eller vice verkställande direktör (2), samt revisor eller suppleant (3). Även den som har nu nämnd ställning i bolagets moderföretag omfattas av paragrafen.

Under 4 upptas "bolagsman i handelsbolag som är aktiemarknadsbolagets moderföretag, dock ej kommanditdelägare". Denna punkt, som ej har någon motsvarighet i insiderlagen, har ansetts nödvändig för att lagförslagets utsträckning till personer med ledande ställning i ett aktiemarknadsbolags moderföretag skall bli konsekvent genomförd. Under punkten faller inte bara bolagsmän i "vanliga" handelsbolag utan även bolagsmän i kommanditbolag; även kommanditbolag är ju handelsbolag enligt 1 kap. 2 § lagen (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag. Ett undantag gäller för sådan bolagsman i kommanditbolag som är kommanditdelägare. Förklaringen är att en kommanditdelägars möjlighet till insyn i allmänhet inte är jämförlig med en komplementärs (jfr prop. 1979/80:143 s. 139). Detta gäller trots att även en kommanditdelägare kan ha rätt att få kännedom om handelsbolagets angelägenheter enligt 3 kap. 6 § jfrd med 2 kap. 5 § handelsbolagslagen.

Under 5 faller innehavare av annan ledande befattning i eller annat kvalificerat uppdrag av stadigvarande natur för bolaget eller dess moderföretag, om befattningen eller uppdraget normalt kan antas medföra förtrolig information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktie i bolaget. Denna punkt är av uppsamlande karaktär och motsvaras närmast av 2 § 5 insiderlagen.

Såvitt gäller befattningshavare i ledande ställning är någon utvidgning i förhållande till insiderlagen inte avsedd, bortsett från att även ledande befattningshavare i moderföretaget omfattas av förslaget. Sålunda avses olika befattningshavare – med varierande grad av självständigt ansvar och inflytande – som normalt är verksamma på nivån närmast under bolagsledningen (se prop. 1971:130 s. 30 f.). Som exempel kan nämnas chefer för ett företags olika avdelningar, bl.a. ekonomiavdelning, forskningsavdelning och försäljningsavdelning. Utom högre tjänstemän med central placering inom ett bolags organisation kan även chefer för lokala förvaltningar och anläggningar räknas hit. Som en allmän förutsättning gäller att vederbörande har en chefsbefattning som inte bara tillfälligtvis utan generellt medför

förtrolig information om betydelsefulla förhållanden rörande bolaget. En sekreterare till bolagets verkställande direktör omfattas alltså inte, ej heller en person som i ett enstaka fall får handlägga något betydelsefullt ärende, t.ex. på direktionnivå eller i samråd med någon i chefsställning.

Till skillnad från insiderlagen räknas i det föreliggande förslaget även vissa bolagets eller dess moderföretags uppdragstagare till insiderkretsen. Begreppet uppdrag skall här fattas i vidsträckt mening. Uppdrag enligt förslaget föreligger så snart en person genom avtal åtagit sig att tillhandagå bolaget eller moderföretaget med sin sakkunskap eller med arbetsprestation utan att vara anställd. En förutsättning för att uppdragsförhållandet skall grunda insynsställning är att uppdraget är av ett kvalificerat slag. Detta är fallet om det avser biträde åt den verkställande ledningen eller eljest rör angelägenheter som normalt handläggs av styrelsen eller på nivån närmast därunder eller på motsvarande plan i företagens organisation. Ett andra villkor för att insynsställning skall föreligga är att uppdragsförhållandet är av stadigvarande slag. En person vars tjänster tas i anspråk för ett enskilt ärende har därför inte insynsställning. Detsamma gäller om uppdraget är begränsat att gälla en kortare tid och ej är avsett att förlängas. Ett uppdrag som skall vara t.ex. i ett halvt år kan inte anses stadigvarande. Vidare måste uppdraget, för att insynsställning skall föreligga, normalt kunna antas medföra förtrolig information om förhållanden som är ägnade att "driva" kursen på aktier i börsbolaget, ett krav som också gäller för att en ledande befattningshavare skall anses ha insynsställning.

Under 6 upptas slutligen vissa större aktieägare, nämligen de som äger aktier som motsvarar minst 5 procent av aktiekapitalet eller rösterna för samtliga aktier i bolaget. Aktieinnehav i bolagets moderföretag grundar ej insynsställning. Även om aktieägaren inte själv har aktier i bolaget i den omfattning som nyss sagts, har han eller hon ändå insynsställning om aktierna tillsammans med de aktier som ägs av vissa aktieägaren närstående fysiska eller juridiska personer motsvarar minst 5 procent av aktiekapitalet eller rösterna i bolaget. Som närstående fysisk person avses make eller annan person varmed aktieägaren sammanbor under äktenskapsliknande former samt omyndigt barn under aktieägarens vårdnad. Som närstående betraktas också sådan juridisk person, över vars verksamhet aktieägaren har ett väsentligt inflytande och med vilken aktieägaren eller dennes make eller därmed likställd person eller omyndigt barn eller flera av dem tillsammans har en väsentlig ekonomisk gemenskap som grundas på andelsrätt eller ett därmed jämförligt ekonomiskt intresse. Det bör uppmärksammas, att ett sålunda sammanräknat aktieinnehav kan grunda insynsställning för flera personer. Om t.ex. två makar tillsammans äger aktier i den omfattning som här sagts har alltså båda insynsställning. Detta gäller även om den ene av makarna endast innehar någon enstaka aktie.

I andra stycket anges, att bankinspektionen skall på begäran av bolaget eller dess moderföretag pröva fråga om befattningshavare eller uppdragstagare har sådan ledande ställning eller sådant kvalificerat uppdrag som avses i 5. Med denna bestämmelse är sörjt för att de gränsdragningsproblem som kan uppkomma vid tillämpningen av 5 blir enhetligt lösta. Förebilden för bestämmelsen är 61 § sista stycket banklagen (1955:183).

7 §

Paragrafen innehåller bestämmelser som är avsedda att motverka missbruk av förtrolig information om ett förestående offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag. Beträffande den allmänna motiveringen hänvisas till avsnitt 8.3. Bestämmelserna innebär att en på visst sätt avgränsad personkrets inte tillåts köpa aktier i det aktiemarknadsbolag som avses med erbjudandet (erbjudna företaget) eller i ett aktiemarknadsbolag som skall lämna erbjudandet (det erbjudande företaget) innan erbjudandet offentliggjorts. Den som inte själv får köpa aktie får inte heller göra detta för annans räkning eller föranleda någon till sådant köp.

Det första ledet i paragrafen innehåller den grundläggande förutsättningen för att bestämmelsen skall vara tillämplig. Förutsättningen är att en svensk juridisk person beslutat att till en vidare krets lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag eller att fråga om sådant erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos annan som kan fatta beslut om erbjudandet. Nämnade förutsättning skall här kommenteras något närmare.

Med ett offentligt erbjudande om aktieförvärv förstås den situationen att någon vänder sig till den aktieägande allmänheten och erbjuder denna att till anbudsgivaren överlåta sina aktier i ett visst eller i flera bolag på vissa villkor. Avsikten med ett sådant erbjudande är i allmänhet att förvärva samtliga aktier i ett visst bolag och därigenom möjliggöra fusion enligt aktiebolagslagen. Emellertid kan syftet också tänkas vara att genom förvärv av aktier nå ett samgående som inte sträcker sig så långt som till en fusion i juridisk mening. Erbjudandet kan ha formen av ett s.k. vänskapligt take-over-bid, vilket innebär att det tillkommit under medverkan av eller i samförstånd med det "erbjudna bolagets" styrelse. Offentligt erbjudande om aktieförvärv kan också ske utan stöd av det erbjudna bolagets styrelse och utan att denna över huvud taget hörts i frågan, i vilket fall man talar om ett fientligt take-over-bid. Den erbjudna likviden kan variera. Det vanligaste är att den utgörs av aktier (nyemitterade eller redan förekommande) i det erbjudande företaget eller av pengar. En kombination av aktier och pengar är också vanlig. Det kan även förekomma att likviden till större eller mindre del består av skuldebrev utfärdade av det erbjudande bolaget eller av aktier eller andra värdepapper utgivna av annan än anbudsgivaren.

Förbudet i paragrafen gäller såväl s.k. vänskapliga som fientliga förvärvs-erbjudanden och oavsett vilken likvidform som skall erbjudas. Likaså saknar det betydelse om erbjudandet skall riktas till aktieägare i ett eller flera bolag eller vilket ändamål erbjudandet är tänkt att fylla. Däremot gäller förbudet endast i det fall en svensk juridisk person är anbudsgivare. Vidare inskränks tillämpningsområdet av att förbudet endast gäller om förvärvserbjudandet avser aktier i ett aktiemarknadsbolag.

Som framgått blir förbudet verksamt från det att den juridiska personen beslutat lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag eller från det att fråga därom väckts hos den som för den juridiska personens räkning äger besluta i ett sådant ärende. Är det erbjudande företaget ett aktiebolag, vilket är det normala, krävs alltså att fråga om erbjudandet skall ha upptagits i bolagets styrelse. Det krävs inte, att

styrelsen skall ha förelagts ett mer eller mindre färdigt förslag om villkoren för erbjudandet för att förbudet skall gälla. Även ett i fråga om villkoren opreciserat förslag som anhängiggjorts i styrelsen gör förbudet gällande. De sonderingar i frågan eller andra förberedelser som i allmänhet görs innan ett förvärvserbjudande aktualiseras i styrelsen sätter däremot inte förbudet i kraft. Överläggningar i frågan inom ett styrelsens arbetsutskott gör heller inte förbudet verksamt.

Det andra ledet i första stycket beskriver det otillåtna förfarandet på följande sätt. Den som erhållit kännedom om beslutet eller den väckta frågan (om offentligt erbjudande) i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon till sådant köp innan erbjudandet offentliggjorts eller den väckta frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall motsvarande gälla beträffande köp och föranledande till köp av aktie i detta bolag.

Värdepappersaffärer fullgörs normalt av fondkommissionär. Bestämmelsen täcker emellertid inte bara fullgörandet av en affär utan även att lämna en köporder eller att medverka i beslut om att en juridisk person skall lämna en sådan order, förutsatt att köp sedermera kommer till stånd². Vidare är det enligt paragrafen otillåtet att lämna råd om köp av aktie eller att på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon till sådant köp. Att lämna uppgift om det förestående förvärvserbjudandet i det enda syftet att sätta uppgiftsmottagaren i stånd att utnyttja informationen till aktieköp är jämförligt med lämnande av ett otillåtet råd. Föreligger skyldighet att lämna uppgiften, t.ex. p.g.a. bestämmelser i lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet, får uppgiftslämnande naturligtvis ske utan hinder av förbudet. Har uppgiftsmottagaren över huvud taget ett berättigt intresse av uppgiften föreligger inget hinder mot att han får del av den.

Den personkrets som omfattas av förbudet är alltså alla arbets- och uppdragstagare hos det erbjudande företaget, aktiemarknadsbolaget och deras moderföretag. En förutsättning är dock att vederbörande erhållit kännedom om det beslutade erbjudandet eller den hos behörig beslutsfattare väckta frågan om lämnande av offentligt förvärvserbjudande som en följd av anställningen eller uppdraget. I paragrafen uttrycks detta så, att vederbörande skall ha erhållit kännedomen i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare. Har kännedomen vunnits på ett sätt som inte har ett naturligt samband med vederbörandes anställning eller uppdrag gäller alltså inte förbudet. Som uppdragstagare anses inte bara sådana som i likhet med styrelseledamöter och revisorer har ett särskilt kvalificerat uppdrag utan envar som åtagit sig att fullgöra en arbetsprestation för sådant bolag eller företag som avses med bestämmelsen utan att anställningsförhållande föreligger.

Till den personkrets som omfattas av paragrafen hör dessutom, enligt andra stycket, annan som har kännedom om beslutet eller den väckta frågan, om denne innehar andelar eller aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget och innehavet utgör minst 5 procent av samtliga andelar eller aktier eller har ett röstvärde som motsvarar minst 5 procent av

² Att medverka i beslut om juridisk persons handel med aktie i aktiemarknadsbolag faller dock i vissa fall utanför förbudet enligt undantagsbestämmelse i 9 § andra stycket 2

rösterna för samtliga aktier eller andelar. Det sätt varpå en aktie- eller andelsägare som nu nämnts har fått del av beslut om offentligt förvärvserbjudande eller väckt fråga därom saknar betydelse. Sätillvida föreligger alltså en skiljaktighet i förhållande till de andra kategorier som omfattas av paragrafen.

Vid beräkningen av aktie- eller andelsinnehav som nyss sagts skall, enligt paragrafens sista stycke, medräknas de andelar eller aktier som ägs av den som är andels- eller aktieägaren närstående på det sätt som sägs i 11 § första stycket 2-4. Avgränsningen av närståendekretsen är alltså gjord på samma sätt som i 6 § första stycket 6. Av sista stycket följer också att lott i samfällt aktie- eller andelsinnehav skall tillräknas aktie- eller andelsägaren på det sätt som anges i 4 § tredje stycket. Att denna hänvisning över huvud taget behövs beror på att det erbjudande företaget kan vara annat än aktiemarknadsbolag.

Angående frågan när ett offentliggörande skall anses ha skett hänvisas till specialmotiveringen till 8 §.

8 §

Paragrafen begränsar rätten för person som enligt 6 § har insynsställning i ett bolag att handla med aktie i bolaget. Får person som har insynsställning inte själv handla med aktie äger han inte heller handla med aktien för annans räkning eller på visst obehörigt sätt föranleda annan till sådan handel. Beträffande allmänna motiveringen hänvisas till avsnitt 8.4.

Det första ledet i första stycket anger den grundläggande förutsättningen för att det i paragrafen intagna förbudet skall gälla. Det förutsätts, att det inträffat en omständighet i ett aktiemarknadsbolag eller i dess moderföretag av annat slag än som avses i 7 § och att omständigheten är av beskaffenhet att väsentligt påverka kursen på aktie i aktiemarknadsbolaget då den blir allmänt känd.

Någon uppräknig av de konkreta omständigheter som sätter förbudet i kraft görs inte. Bestämmelsen har sålunda samma karaktär som den uppsamlingsregel som förekommer i 10 p. i de mellan Stockholms fondbörs och börsbolagen ingångna inregistreringskontrakten och i 11 p. i de s.k. OTC-avtalen. Bortsett från att omständigheten till sin beskaffenhet skall vara väsentligt kursdrivande förutsätts att den skall ha inträffat i bolagets eller moderföretagets verksamhet. Beslut, åtgärder eller planer hos bolaget eller dess moderföretag är att anse som sådana inträffade omständigheter som omfattas av paragrafen. Detsamma gäller i förhållande till gjord prognos förekommande resultatförändringar, erhållen order, uppfinning och upptäckt av fyndighet. En myndighets planer eller beslut faller normalt utanför paragrafen. Gäller beslutet eller planerna det enskilda aktiemarknadsbolaget är det dock fråga om en i bolaget inträffad omständighet, så snart bolaget fått del av beslutet eller planerna. På samma sätt får man bedöma vissa andra situationer, t.ex. det fallet att ett företag planerar att köpa en rörelsegren eller ett dotterföretag av aktiemarknadsbolaget. Från den tidpunkt det andra företaget tar kontakt med aktiemarknadsbolaget i frågan föreligger sålunda sådan omständighet som avses med paragrafen.

En omständighet är av beskaffenhet att förändra kursen på aktie i bolaget

om det framstår som mycket sannolikt att ett tillkännagivande av omständigheten kommer att driva kursen uppåt eller nedåt. Annorlunda uttryckt skall aktien i bolaget, med beaktande av den inte offentliggjorda omständigheten, te sig under- eller övervärderad och det skall samtidigt kunna förutsättas att marknadsreaktion på omständigheten medför kursstegring eller kursfall. Det avgörande är alltså om en omständighet erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs. Om en kursförändring faktiskt inträffat som en följd av offentliggörandet av omständigheten saknar däremot betydelse. Handel som företagits med kännedom om en i bolaget inträffad omständighet som framkallat en oväntad kurssvängning kan alltså inte stå i strid med förbudet i denna paragraf. Om en kursrörelse uteblivit fastän en sådan framstått som mycket antaglig då affären företogs är situationen den omvända. Man kan dock utgå från att överträdelse av förbudet i allmänhet inte beivras i sådant fall.

Väsentlighetsrekvisitet, som behandlats i avsnitt 8.4.4, innebär att endast omständighet som är av beskaffenhet att framkalla väsentlig kursförändring skall utlösa förbudssituationen. Att ange väsentlighetsrekvisitets innebörd i procent låter sig knappast göra, eftersom bedömningen bör röna inverkan av den allmänna tendensen på marknaden och av om marknadsvärdet på papperet är högt eller lågt eller normalt är föremål för kraftiga fluktuationer. Till ledning för bedömningen kan dock sägas att en femprocentig stegring av kursen på ett papper i allmänhet är att anse som väsentlig. Detsamma gäller ett motsvarande kursfall.

I det andra ledet av det första stycket beskrivs det otillåtna förfarandet, varjämte anges vilka kategorier som omfattas av förbudet. Sålunda föreskrivs, att den som har insynsställning i bolaget och som har kännedom om omständigheten inte för egen eller annans räkning får köpa eller sälja aktie i bolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda annan till handel med sådan aktie förrän omständigheten offentliggjorts.

Den personkrets som omfattas av förbudet är alltså de kategorier som anges i 6 §.

Bortsett från att förevarande paragraf även avser aktieförsäljning överensstämmer det förbjudna förfarandet väsentligen med det i 7 § beskrivna. Vad som i anslutning till sistnämnda paragraf anförts om innebörden av köp och uttrycket att med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda annan till köp av aktie kan tjäna som vägledning också vid tillämpningen av denna paragraf.

Som framgått upphör förbudet att gälla då omständigheten offentliggjorts. I inregistreringskontrakt (17 p. sista stycket) och OTC-avtal (16 p. andra stycket) föreskrivs, att offentliggörande enligt avtalen skall anses ha skett, om bolaget lämnat kommuniké om nyheten till Tidningarnas Telegrambyrå (TT). Här föreligger alltså en klar gränslinje mellan offentliggjord och icke offentliggjord information. Vid tillämpningen av denna paragraf kan ett offentliggörande inte anses ha skett redan då omständigheten delgetts TT. Ett krav är att omständigheten de facto gjorts allmänt bekant hos intressenterna på marknaden. Om bolaget offentliggjort omständigheten eller denna blivit bekant på annat sätt saknar betydelse. Har omständigheten publicerats i en tidning som har rikstäckande spridning eller uppmärksamhets i radio eller TV, får den i allmänhet anses offentliggjord. Detsamma

gäller om nyheten tillkännagetts på börsen, vilket normalt sker om en kurspåverkande nyhet når börskansliet under börstid.

Efter offentliggörandet har en person med insynsställning samma rätt som envar att handla med aktier i bolaget. Detta är fallet även om bara han själv har klart för sig vikten av den offentliggjorda omständigheten. Det kan i sammanhanget också framhållas, att uppgifter som framkommit som ett resultat av en sammanställning av offentliga förhållanden eller en tolkning därav fritt får utnyttjas.

Paragrafens sista stycke är tillkommet av rättssäkerhetsskäl och innebär att den som har insynsställning enligt 6 § första stycket 5 inte omfattas av förbudet med mindre vederbörande av bolaget eller dess moderföretag fått underrättelse enligt 15 § tredje stycket eller 16 §. En likartad innebörd har 5 § 2 p. insiderlagen, som föreskriver att skyldighet att anmäla aktieinnehav i vissa fall är beroende av mottagen underrättelse från bolaget.

9 §

Paragrafen innehåller undantag från bestämmelserna i 7 och 8 §§.

I första stycket sägs att nämnda bestämmelser inte gäller för befattningshavare hos fondkommissionär i fråga om köp eller försäljning för fondkommissionärens räkning av aktier i OTC-bolag till vilket fondkommissionären står i sådant avtalsförhållande som avses i 4 § första stycket 3. En fondkommissionär som är market maker är ju enligt avtal skyldig att lämna köp- eller säljerbjudanden avseende de aktier för vilka vederbörande är market maker. Redan på grund härav är förbuden mindre väl avpassade till den specifika situation som här avses. Bestämmelserna gäller därför inte alls i nämnda fall.

Enligt andra stycket 1 utgör bestämmelserna i 7 eller 8 § inte heller hinder för befattningshavare hos fondkommissionär att utföra i fondkommissionsrörelsen mottagen köp- eller säljorder. Då fondkommissionären har ett uppdrag att efter mera allmänna direktiv förvalta en kunds värdepappersportfölj och göra de omplaceringar som marknadsförhållandena kan motivera, gäller dock förbudet i vanlig ordning. Befattningshavaren är då alltså förhindrad att för kundens räkning köpa eller sälja aktie i ett bolag, om han p.g.a. bestämmelserna i 7 eller 8 § inte skulle ha kunnat göra en sådan affär för egen räkning. Det kan framhållas, att undantaget ej heller gäller de råd om placeringar av kapital i aktier eller råd om omplaceringar som förekommer i fondkommissionsverksamheten. En befattningshavare som inte får köpa eller sälja aktie i ett visst bolag då förbudsgrundande omständighet föreligger, får alltså inte heller rekommendera en kund att göra en sådan affär.

Enligt andra stycket 2 utgör bestämmelserna i 7 och 8 §§ inte heller hinder för ledamot av styrelsen för juridisk person eller annan som är ställföreträdare för den juridiska personen att delta i eller verkställa beslut om att den juridiska personen skall köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolag, om styrelseledamoten eller ställföreträdaren inte verkar för tillkomsten av sådant beslut och inte är anmälningskyldig för den juridiska personens aktieinnehav enligt 11 § första stycket 4. Bestämmelsen tar sikte på den situationen att ett aktiemarknadsbolags insider är ledamot av styrelsen för en

annan juridisk person, t.ex. ett investmentbolag, i vilken det övervägs att handla med aktier i aktiemarknadsbolaget. Utan förevarande undantagsbestämmelse skulle insidern, t.ex. ett investmentbolags VD, komma i en bekymmersam belägenhet då han hade kännedom om en icke offentliggjord väsentligt kurshöjande händelse i aktiemarknadsbolaget och köp av aktier i aktiemarknadsbolaget aktualiserades av någon annan i investmentbolagets styrelse. Till följd av nu föreslagna bestämmelse kan han delta i beslutet och därmed behöver han inte för övriga styrelseledamöter röja den kursdrivande händelsen, vilket ofta skulle bli nödvändigt om han inte fick medverka i beslutet. Undantagsbestämmelsen gör det också klart, att han får verkställa beslutet eller hjälpa till därmed om detta skulle ankomma på honom. Om han ensam har behörighet att fatta beslut om aktieplacering för investmentbolagets eller annan juridisk persons räkning, kan han däremot inte besluta om placering i aktiemarknadsbolagets aktier så länge den kursdrivande händelsen inte offentliggjorts. Vidare får han inte med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda affär i aktiemarknadsbolagets aktier. Han får alltså inte initiera eller aktivt verka för affären i det fall som avses. Det bör understrykas, att undantaget ej gäller deltagande i eller verkställande av beslut om aktieaffär för sådan juridisk person som är vederbörande närstående på det sätt som framgår av 11 § första stycket 4. Har insider i aktiemarknadsbolaget ett väsentligt inflytande i en annan juridisk person och har han eller vissa honom närstående personer eller dessa tillsammans en väsentlig ekonomisk gemenskap med den juridiska personen, får han alltså inte ens passivt deltaga i beslut om affär med aktier i aktiemarknadsbolaget i nu avsedd situation.

Av andra stycket 3 följer, att bestämmelserna i 8 § inte hindrar köp då omständighet som avses i nyssnämnda lagrum är av kurssänkande beskaffenhet. Vidare får försäljning ske då omständigheten är av kurshöjande beskaffenhet. Undantagsbestämmelsen kan synas egenartad, eftersom den förutsätter att någon medvetet skulle göra förlustbringande affärer. Det kan dock förekomma sådana affärer. Avsikten med dessa torde i allmänhet vara att neutralisera alltför kraftiga kursrörelser. Sådana affärer har inget med insiderspekulation att göra, vilket är skälet till att de undantas från bestämmelserna i 8 §.

Enligt andra stycket 4 får en försäljning av aktier som innehas av konkursbo ske utan hinder av förbudet i 8 §. Om konkurs inträffat, skall en försäljning av konkursboets egendom ske så snart lämpligen kan (62 § konkurslagen (1921:225)) och det finns också specialbestämmelse om snabb försäljning för det fall i boet ingående egendom hastigt faller i värde (63 § andra stycket). Det torde inte vara vanligt att en konkursförvaltare är insider i det bolag i vilket konkursgäldenären innehar aktier, men situationen kan förekomma, t.ex. om förvaltaren är juridisk konsult åt bolaget. I detta fall är ju i lag förutsatt att en försäljning skall ske och en sådan har därför inte något att göra med insiderspekulation i egentlig mening. Det kunde också te sig egendomligt, om borgenärernas förlust skulle ökas därför att en försäljning måste anstå, p.g.a. att förvaltaren visat sig ha en inte förutsedd förbindelse med det bolag som utgivit de aktier som konkursboet äger.

10 §

I paragrafen föreskrivs, att den som har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag, dvs. omfattas av 6 §, är skyldig att anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till värdepapperscentralen. Paragrafen motsvarar väsentligen 2 och 5 §§ insiderlagen. Beträffande allmänna motiveringen hänvisas till avsnitt 8.6.

Enligt insiderlagen skall anmälan inges till den som för aktieboken (5 §). Görs anmälan till annan än bolaget skall den som mottagit anmälan senast dagen efter sända uppgift om anmälingens innehåll till bolaget (7 § första stycket). Det åligger sedan bolaget att lämna ifrågavarande uppgifter till bankinspektionen (9 § tredje stycket). Beroende på att aktiemarknadsbolagen – med något undantag – är s.k. avstämningsbolag (de har åtagit sig detta i 13 p. inregistreringskontraktet respektive 17 p. OTC-avtalet) får den anmälningskyldige i praktiken inge anmälan till VPC, som sedan distribuerar en kopia därav till bolaget och en annan till bankinspektionen. VPC:s medverkan är av betydelse bl.a. för att avlasta bankinspektionen. När anmälingarna inte har det i lagen förutsatta innehållet, kompletteras de genom VPC:s försorg och även i övrigt bidrar VPC till att anmälningskyldigheten fullgörs på ett enhetligt sätt. En fördel med den ordning som utbildats är också att anmälingarna behöver sändas till endast ett ställe. Skäl att ändra på systemet som sådant finns inte. Det är endast för att gällande praxis skall komma till ett direkt uttryck i lagen som i denna paragraf föreskrivs att anmälan skall inges till VPC, som sedan enligt 14 § utredningsförslaget skall sända uppgift om anmälingens innehåll dels till bolaget och dels till bankinspektionen.

Andra stycket innehåller undantag från anmälningskyldigheten. Enligt undantaget under 1 föreligger ej anmälningskyldighet för person som avses med 6 § första stycket 5 om denne inte erhållit underrättelse om sin insynsställning av aktiemarknadsbolaget respektive dess moderföretag. En motsvarighet till denna bestämmelse förekommer i 5 § 2 insiderlagen jfrd med 3 § nämnda lag. Av undantagen under 2 och 3 följer, att aktieinnehav som understiger 50 aktier inte behöver anmälas och att anmälan inte heller behöver göras, om anmält aktieinnehav sedan senast gjord anmälan ökat med färre än 50 aktier eller minskat i motsvarande omfattning. I det fall en person med insynsställning anmält ett innehav av exempelvis 1 000 aktier i bolaget och därefter först köper 40 aktier och sedan vid två skilda tillfällen säljer sammanlagt 80 aktier, behöver alltså ingen anmälan göras. Enligt undantaget under 4 behöver inte heller anmälan göras om ökningen i innehavet föranletts av fondemission. En fondemission är en bokföringsåtgärd och innebär att nya aktier utges och överlämnas till aktieägarna i proportion till vars och ens aktieinnehav. Från aktieägarens synpunkt innebär fondemissionen att han efter emissionen är ägare till aktier med ett större nominellt belopp än tidigare, men värdet av aktieinnehavet är oförändrat. Bestämmelsen gäller endast de aktier som tillförts aktieägaren som en direkt följd av emissionen. Köper aktieägaren fondaktier eller delbevis gäller allmänna regler.

Enligt tredje stycket skall vid tillämpningen av undantagsreglerna i andra stycket 2-3 aktier som ägs av den som är den anmälningskyldige närstående

på sätt som anges i 11 § första stycket 2-4 anses vara den anmälningsskyldiges egna. Detta innebär exempelvis att anmälan måste göras om två makar, varav den ene är anmälningsskyldig, vardera köper 40 aktier i bolaget. Att andel i samfällt aktieinnehav skall beaktas följer av 4 § tredje stycket.

11 §

Paragrafen anger anmälningsskyldighetens omfattning. Den innebär att person i insynsställning skall göra anmälan inte bara om aktier som han äger själv utan också om aktier som ägs av personer som är den anmälningsskyldige närstående.

Paragrafens första stycke överensstämmer i sak med 4 § insiderlagen, bortsett från att med den anmälningsskyldiges make likställs person med vilken den anmälningsskyldige sammanbor under äktenskapsliknande former.

Det andra stycket innehåller, att ett och samma aktieinnehav eller förändring i detta bara behöver anmälas av en anmälningsskyldig. Förklaringen till denna bestämmelse är att ett sådant sammanräknat aktieinnehav som avses i 6 § första stycket 6 kan grunda insynsställning och anmälningsskyldighet för flera personer. För att undvika flera anmälningar av likalydande innehåll, får därför anmälningsskyldig med stöd av det andra stycket underlåta att göra anmälan då sådan gjorts av annan anmälningsskyldig.

12 §

I paragrafen föreskrivs vilka uppgifter en anmälan skall innehålla. Bestämmelsen motsvarar 6 § insiderlagen med de undantag som framgår av det följande.

Av första stycket 5 följer att anmälan måste innehålla uppgift om storleken av en inträffad förändring i aktieinnehavet. Av anmälningar enligt insiderlagen framgår inte direkt hur stor ändringen är. Den som tar del av anmälningen måste därför göra en jämförelse med tidigare uppgivet innehav, för att få vetskap om storleken av aktuell överlåtelse eller aktuellt förvärv. Den föreslagna bestämmelsen gör alltså sådan uppgift mera lättillgänglig.

I det andra stycket föreskrivs att uppgift om aktiernas röstvärde skall lämnas, om röstvärdet för aktierna uppgår till minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Bestämmelsen har närmast till ändamål att möjliggöra en effektiv insyn i ett aktiemarknadsbolags ägarförhållanden. Som framgår av avsnitt 10.2.3 föreslår utredningen, att alla aktieinnehav som motsvarar minst 5 procent av rösterna i ett aktiemarknadsbolag skall rapporteras. P.g.a. den förevarande bestämmelsen kan skyldigheten att särskilt rapportera sådana större innehav väsentligen inskränkas att gälla juridisk person. Bestämmelsen är tillämplig både när en anmälningsskyldig ensam är ägare till aktier i aktiemarknadsbolaget som har ett röstvärde motsvarande minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier och när den anmälningsskyldige tillsammans med närstående som avses i 11 § första stycket 2-4 äger aktier i bolaget i nämnd omfattning.

Enligt tredje stycket skall, om ändring i aktieinnehavet föranletts av köp

eller försäljning som inte förmedlats av fondkommissionär, anmälan innehålla uppgift om motpartens namn och adress samt det pris som avtalats. Motpart är den som anmälningsskyldig eller honom närstående enligt 11 § första stycket 2-4 sålt aktier till eller köpt aktier av. I allmänhet är det utan intresse vilket pris som avtalats eller vem som är den anmälningsskyldiges motpart i affären. Då affären görs genom en fondkommissionär vet ju normalt den anmälningsskyldige inte vem motparten är och priset bestäms av gällande kurs. Annorlunda förhåller det sig då den anmälningsskyldige gör affären utan förmedling av fondkommissionär. Då kan, såsom utredningen konstaterat i avsnitt 8.6, en uppgift om vem motparten är och det pris som avtalats göra det möjligt för övervakande myndighet att uppdaga ett bulvanförhållande.

13 §

Av paragrafen framgår när anmälningsskyldigheten uppstår och den tid den anmälningsskyldige har på sig att fullgöra sin skyldighet. Bortsett från anmälningens längd överensstämmer paragrafen väsentligen med 5 § insiderlagen.

Såsom framhållits i avsnitt 7.8 överskrids anmälningens fristen i en inte obetydlig utsträckning. Skälet härtill synes i övervägande antalet fall vara glömska. Med införande av en skyldighet att göra anmälan i anslutning till eller kort tid efter det att aktieinnehavet undergått en förändring synes risken för att anmälningsskyldigheten skall falla i glömska bli mindre. Med en förkortning av anmälningens fristen ökas också de praktiska möjligheterna att uppmärksamma ett eventuellt förekommande samband mellan en icke offentliggjord kurspåverkande händelse och en av en anmälningsskyldig gjord affär. I paragrafen föreskrivs av angivna skäl att anmälningens fristen skall vara 14 dagar.

14 §

I paragrafen föreskrivs, att värdepapperscentralen senast dagen efter det att anmälan mottagits, skall sända uppgift om anmälningsinnehåll dels till aktiemarknadsbolaget och dels till bankinspektionen. Paragrafen har berörts i specialmotiveringen under 10 § och har 7 § första stycket andra punkten och 9 § tredje stycket första punkten insiderlagen som förebild.

15 §

Enligt första stycket skall ett aktiemarknadsbolag upprätta och fortlöpande föra en förteckning över sådana bolagets arbets- eller uppdragstagare som har insynsställning i bolaget. Det är alltså inte alla personer med insynsställning i bolaget som skall upptas i förteckningen. De som genom sin anknytning till aktiemarknadsbolagets moderföretag har insynsställning i bolaget skall sålunda ej förtecknas av bolaget utan, enligt 16 §, av moderföretaget. Vidare skall en person som enligt 6 § första stycket 6 har insynsställning p.g.a. ett stort innehav av aktier i bolaget ej upptas i förteckningen. Skälet är att det inte är praktiskt möjligt för ett bolag att

fastställa när någons eller flera varandra närstående personers aktieinnehav uppgår till den i sammanhanget relevanta storleken. Av att bolaget "fortlöpande skall föra" förteckningen följer att bolaget skall tillse att uppgifterna i förteckningen alltid är aktuella. Beträffande begreppet förteckning bör uppmärksammas, att termen förekommer i insiderlagen och att den där har en annan betydelse. Enligt 7 § insiderlagen utgör förteckningen en sammanställning av de anmälningsskyldiga som gjort anmälan och innehållet i gjorda anmälningar, dvs. vad som enligt 34 § lagförslaget benämns register.

Av andra stycket följer, att avskrift av förteckningen genast skall tillställas bankinspektionen och att inspektionen också skall underrättas så snart ändring i förteckningen skett. Bolaget får inte avvakta att bankinspektionen skall infordra uppgifterna utan är skyldigt att utan anfordran lämna uppgifterna till inspektionen. Det kan här nämnas att det motsvarande åliggandet i insiderlagen (9 § tredje stycket) i viss utsträckning negligerats och att bankinspektionen relativt ofta fått erinra om skyldigheten.

I det tredje stycket föreskrivs, att bolaget genast skall skriftligen underrätta den som upptagits i förteckningen p.g.a. bestämmelsen i 6 § första stycket 5 om dennes insynsställning och anmälningsskyldighet. En bestämmelse av samma slag förekommer i 3 § insiderlagen.

16 §

Enligt denna paragraf har även ett aktiemarknadsbolags moderföretag skyldighet att upprätta och fortlöpande föra en förteckning över dem som genom sin anknytning till moderföretaget har insynsställning i aktiemarknadsbolaget enligt 6 § första stycket 1-5. Likaså skall moderföretaget på sätt i 15 § sägs tillställa bankinspektionen förteckningen samt uppgift om ändring i förteckningen, varjämte moderföretaget skall underrätta den som genom sin anknytning till moderföretaget har insynsställning i aktiemarknadsbolaget/dotterbolaget enligt bestämmelsen i 6 § första stycket 5.

17 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om skyldighet att anmäla innehav av aktier i aktiemarknadsbolag, när röstvärdet av aktierna uppgår till minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget.

Som framhållits i den allmänna motiveringen (10.2.3) kan bedömningen av en akties värde eller aktiens värdeutveckling påverkas av vilka ägarförhållanden som föreligger i bolaget. Även om nu gällande rätt ger uttryck åt en princip att ett större innehav av aktier i ett aktiebolag inte skall kunna hållas hemligt för allmänheten, kan likväl stora förändringar i ett bolags ägarstruktur ske utan att detta kommer till allmänhetens kännedom förrän lång tid efter förändringarna. Paragrafen har, i likhet med 18-22 §§ och 34 § tillkommit för att bota denna brist i nuvarande lagstiftning.

Såsom uttryckligen anges gäller anmälningsskyldigheten enligt denna paragraf vid sidan av den skyldighet att anmäla aktieinnehav som annars följer av lagen. Här åsyftas den skyldighet att göra anmälan som, enligt 10 §, åligger person med s.k. insynsställning i ett aktiemarknadsbolag. Att

anmälningsskyldigheten inte regleras i ett enda sammanhang beror på att anmälningsskyldighet enligt denna paragraf fyller ett annat syfte än anmälningsskyldigheten enligt 10 §.

Paragrafen räknar med tre olika slag av aktieinnehav som skall anmälas. Dessa aktieinnehav beskrivs i första stycket under 1-3.

Under 1 upptas aktier i ett aktiemarknadsbolag som ägs av en juridisk person. Har aktierna ett röstvärde som uppgår till 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget (gränsvärdet), skall innehavet anmälas. Att endast juridisk persons innehav omfattas av denna punkt, beror på att fysisk person som äger aktier med ett röstvärde som nyss sagts enligt 6 § första stycket 6 har insynsställning i bolaget och därför måste anmäla sitt och närståendes innehav enligt 10 § jfrd med 11 §.

Punkten 2 avser aktier i ett aktiemarknadsbolag, vilka ägs av två eller flera företag i en koncern och som har ett röstvärde motsvarande minst det förut angivna gränsvärdet. Förutsättningen för att innehav enligt förevarande punkt skall anses föreligga är att minst två koncernföretag äger aktier i aktiemarknadsbolaget. Har endast ett företag aktier i bolaget och har detta innehav ett röstvärde motsvarande gränsvärdet föreligger anmälningsskyldighet endast enligt 1. Som framgått tidigare innehåller lagförslaget en koncerndefinition (5 §). Denna blir tillämplig när innehav som avses i denna punkt skall avgränsas.

Punkten 3 gäller aktier i ett aktiemarknadsbolag som ägs av två eller flera som med varandra träffat avtal om att anskaffa aktier i bolaget. Såsom gäller beträffande förut beskrivna innehav förutsätts att de aktier som avtalsparterna äger har ett röstvärde som uppgår till det tidigare angivna gränsvärdet. I det fall avtalsparterna är företag som tillhör samma koncern är dock inte innehavet sådant som avses i denna punkt. Detsamma gäller om avtalsparterna är varandra närstående på det sätt som avses i 11 §. Rymmer kretsen avtalsparter någon som ej hör till denna närståendekrets föreligger dock anmälningsskyldighet.

Följden av att anmälningsskyldigheten enligt 3 inskränkts på angivet sätt blir att en samordning av koncernföretags aktieförvärv inte behöver röjas. Vidare kan de som har del i vad man kan kalla strängt familjebundna innehav träffa överenskommelse att öka innehavet utan att överenskommelsen som sådan kommer till offentligheten. Från insynssynpunkt uppkommer inte några nämnvärda olägenheter härav. En koncerns innehav måste anmälas enligt 2 och större förändringar i koncernens innehav skall anmälas enligt nästföljande paragraf. I fråga om fysiska personer med större innehav föreligger ju också anmälningsskyldighet enligt 10 § jfrd med 11 §.

Huruvida avtal enligt punkten 3 föreligger får avgöras på grundval av allmänna civilrättsliga regler. Om avtalet ingåtts skriftligen eller muntligen saknar betydelse; båda avtalsformerna omfattas. Likaså gäller förevarande punkt – med de undantag som nyss behandlats – oberoende av vilka rättssubjekt som ingått avtalet. Avtalsparterna kan vara juridiska personer och fysiska personer. Beträffande avtalets innehåll uppställs kravet att avtalet skall avse anskaffning av aktier i aktiemarknadsbolaget. Avtalet kan ha den innebörden att en avtalspart skall förvärva aktier i bolaget eller att flera eller alla skall göra detta. Vidare kan avtalet gå ut på samfällt eller samfällda förvärv eller att avtalsparterna skall anskaffa aktier i bolaget var för sig.

Av andra stycket framgår, att om koncernföretag är sådan avtalspart som avses i första stycket 3 skall vid tillämpningen av nämnda bestämmelse detta företag anses äga också de aktier som tillhör annat företag i koncernen. Situationen kan exempelvis vara den att avtalsparterna själva äger aktier i ett aktiemarknadsbolag med ett röstvärde på fyra procent och ett dotterföretag till ett bolag som ingått avtalet innehar aktier med ett röstvärde som uppgår till en procent. I detta fall skall alltså innehavet anses vara av den storlek som sägs i första stycket 3.

Det kan här för tydlighetens skull påpekas, att aktier i vissa fall kan behöva anmälas enligt flera bestämmelser. I det fallet att t.ex. ett moderföretag i en koncern själv har aktier i ett aktiemarknadsbolag med ett röstvärde motsvarande gränsvärdet skall detta innehav anmälas enligt 1. Har något eller flera av moderföretagets dotterföretag också aktier i aktiemarknadsbolaget skall dessutom ett sådant sammanräknat aktieinnehav anmälas enligt 2. Om moderföretaget eller något dotterföretag är sådan avtalspart som avses i 3 ingår vidare koncernens innehav av aktier i det innehav som skall anmälas enligt sistnämnda punkt. Aktier tillhörande fysisk person kan också behöva anmälas enligt första stycket 3 fastän aktierna tillhör person med insynsställning och därför omfattas av anmälningsskyldighet enligt 11 §.

18 §

Av paragrafen följer att förnyad anmälan skall göras till bankinspektionen vid varje tillfälle som röstvärdet för aktieinnehav som avses i 17 §, sedan anmälan enligt sistnämnda lagrum eller förnyad anmälan enligt förevarande lagrum senast gjorts eller skulle ha gjorts, ökat eller minskat med vad som motsvarar minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i aktiemarknadsbolaget.

Skyldigheten kan åskådliggöras med följande exempel. En juridisk person har till bankinspektionen enligt 17 § första stycket 1 anmält ett innehav av aktier som har ett röstvärde motsvarande exempelvis 7 procent av rösterna för samtliga aktier. Den juridiska personen gör därefter några förvärv, varigenom innehavets röstvärde ökar till 10 procent av det totala röstvärdet. I detta läge föreligger inte skyldighet att göra förnyad anmälan, eftersom differensen mellan det förut anmälda innehavet och det verkliga inte är av den storlek som förutsätts i paragrafen. Om emellertid personen gör ytterligare förvärv så att andelen av det totala röstvärdet ökar till 12 procent, uppkommer anmälningsskyldighet enligt förevarande paragraf. Nästa gång anmälningsskyldighet inträder i det exemplifierade fallet blir när röstvärdet ökat till 17 procent eller mera. På detta sätt inträder anmälningsskyldighet med angivna intervall till dess mer än 95 procent av röstvärdet erhållits. Motsvarande gäller då röstvärdet minskas. Den som anmält – eller vid visst tillfälle skulle ha anmält – ett innehav som motsvarar exempelvis 21 procent av rösterna i bolaget, måste alltså göra förnyad anmälan då röstvärdet minskar till 16 procent eller lägre procenttal.

Vad som föranleder ändring i aktieinnehav är naturligtvis i första hand förvärv eller avyttringar av aktier i aktiemarknadsbolaget. Då det gäller innehav som avses i 17 § första stycket 2 kan emellertid sådant innehav

ändras utan att något förvärv eller någon avyttring av aktier i aktiemarknadsbolaget sker. Sålunda kan koncernens innehav ökas om ytterligare ett företag som har aktier i aktiemarknadsbolaget inlemmas i koncernen. Omvänt kan koncernens innehav minskas genom att moderföretagsdotterföretagsförhållande upphör. Beträffande innehav som avses i 17 § första stycket 3 kan vidare sådant innehav minskas genom att en avtalspart utträder ur avtalsförhållandet.

Enligt andra stycket skall även i annat fall förnyad anmälan göras när röstvärdet för aktieinnehav som förut anmälts nedgått så att det inte längre uppgår till 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget eller när innehavet avyttrats i sin helhet eller av annan anledning upphört att bestå. Det senare ledet i bestämmelsen tar sikte på bl.a. den situationen att ett moderföretag avyttrat sitt eller sina dotterföretag, i vilket fall koncernförhållandet upphört. Här kan också nämnas den situationen att en avyttring av ett dotterföretag medfört att herefter endast ett företag i koncernen är ägare till aktier i aktiemarknadsbolaget. I sådant fall består inte längre aktieinnehav som avses i 17 § första stycket 2 eftersom sådant innehav förutsätter att aktierna ägs av två eller flera företag i koncernen. Vidare är det senare ledet i bestämmelsen tillämpligt då avtal som avses i 17 § första stycket 3 upphört att gälla.

19 §

I denna paragraf anges vem det åligger att göra anmälan enligt 17 och 18 §§.

Innehav enligt 17 § första stycket 1 eller förändring i sådant innehav som grundar anmälningsskyldighet enligt 18 § skall anmälas av den aktieägende juridiska personen, dvs. behörig ställföreträdare för denne.

Koncernföretags sammanräknade innehav enligt 17 § första stycket 2 och förändringar däri som avses i 18 § skall anmälas av moderföretaget. Detta gäller även om moderföretaget inte självt äger några aktier i bolaget. Att anmälan om sådant sammanräknat innehav görs fritar inte moderföretag eller dotterföretag från skyldighet att göra anmälan om eget innehav, om moderföretaget eller dotterföretaget ensamt äger eller, i fall som avses i 18 § andra stycket, ägt aktier i aktiemarknadsbolaget med ett röstvärde motsvarande minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget.

Innehav enligt 17 § första stycket 3 och förändringar i sådant innehav som avses i 18 § skall anmälas av envar avtalspart. Ett flertal anmälningar kan alltså förekomma rörande ett innehav. Det kan därför här särskilt påpekas att anmälan får göras genom ombud. Antalet anmälningar kan sålunda nedbringas om flera anmälningsskyldiga anlitar ett och samma ombud. Inget hindrar att en person som själv är avtalspart är ombud för andra avtalsparter. I fall anmälan görs av ombud skall av anmälan framgå för vems eller vilkas räkning anmälan gjorts. Infordrande av fullmakt för ombudet bör i allmänhet inte ske.

Det andra stycket gäller vem som skall göra anmälan i det fall som avses i 18 § andra stycket sista ledet, dvs. då aktieinnehav enligt 17 § första stycket 1-3 avyttrats i sin helhet eller av annan anledning upphört att bestå. Anmälan skall då göras av den som före anmälningsskyldighetens inträde ägde eller

hade del i aktieinnehavet och som, om anmälningsskyldighet då förelegat, skulle ha varit skyldig att göra anmälan enligt första stycket. Vid avgörande av vem som skall göra anmälan skall man alltså bortse från den avyttring eller den händelse som medförde att innehavet upplösts och tillämpa det första stycket på samma sätt som om det avyttrade eller eljest avvecklade innehavet bestått.

20 §

I paragrafen föreskrivs att anmälan skall vara skriftlig, varjämte anges vilka uppgifter anmälan skall innehålla.

Anmälan skall innehålla uppgift om aktiemarknadsbolagets firma, den anmälningsskyldiges namn och adress, antalet aktier som omfattas av innehavet samt aktiernas röstvärde i förhållande till röstvärdet för samtliga aktier i bolaget. Anmälan om innehav enligt 17 § första stycket 3 skall dessutom innehålla uppgift om varje anmälningsskyldigs namn och adress.

Av paragrafens tredje stycke följer att om innehavet helt avyttrats eller på annat sätt avvecklats skall anmälan endast innehålla uppgifter för identifiering av det förutvarande innehavet, dvs. bolagets firma och den anmälningsskyldiges namn och adress.

21 §

I paragrafen anges inom vilken tid anmälan skall ske. Anmälningströskeln är bestämd till en vecka. Tiden skall, beträffande anmälan enligt 17 §, räknas från uppkomsten av sådant innehav som avses i nämnda bestämmelse och, beträffande anmälan enligt 18 §, från sådan ändring eller upplösning av innehavet som avses i sistnämnda bestämmelse.

Aktieinnehav enligt 17 § kan uppkomma på olika sätt. Det vanligaste sättet är naturligtvis att köp av aktier i aktiemarknadsbolaget sker, så att ett innehav härigenom får ett röstvärde som uppgår till minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Härutöver kan innehav som avses i 17 § uppkomma genom byte och även genom s.k. benefika fång. Det kan tänkas, att aktieägare till följd av en bytestransaktion fått färre aktier i bolaget än vederbörande tidigare haft men att innehav som avses i 17 § ändå uppkommit genom bytet. I sådant fall har aktier med lågt röstvärde bytts ut mot aktier med ett högre. Beträffande aktieinnehav som avses i 17 § första stycket 2 kan sådant uppkomma genom att ett företag med aktier i ett aktiemarknadsbolag förvärvar aktiemajoritet i ett annat företag som i sin tur äger aktier i aktiemarknadsbolaget. Aktieinnehav som avses i 17 § första stycket 3 kan vidare uppkomma genom att ett avtal träffas av det innehåll som anges i nämnda bestämmelse. Förutsättningen är att avtalsparterna redan vid avtalsslutet tillsammans äger minst 5 procent av aktierna i aktiemarknadsbolaget. Har avtalsparternas sammanräknade innehav inte ett röstvärde av nämnd storlek vid avtalsslutet, uppkommer innehav enligt 17 § första stycket 3 först genom förvärv eller annan händelse som medför att det s.k. gränsvärdet uppnås.

Under 18 § har getts exempel på olika förekommande orsaker till

förändring i innehav enligt 17 §. De förändringar som utgör utgångspunkt för anmälningstiden är sådana som inneburit att röstvärdet för ett innehav, sedan senast gjord anmälan, ökat eller minskat med vad som motsvarar 5 procent eller mera av rösterna för samtliga aktier i bolaget.

Den i paragrafen använda termen "upplösning" är en sammanfattande benämning på fall som avses i 18 § andra stycket sista ledet, dvs. avyttring av aktieinnehav i sin helhet eller upphörande av koncernförhållande eller sådant avtalsförhållande som avses i 17 § första stycket 3.

22 §

I denna paragraf åläggs bankinspektionen att medverka till att uppgifter om större innehav av aktier i aktiemarknadsbolag samt om förändringar i sådana innehav snabbt kommer marknaden till del.

Enligt första stycket första punkten skall inspektionen genast efter det att anmälan enligt 17 eller 18 § inkommit till inspektionen underrätta Stockholms fondbörs. Åliggandet får anses uppfyllt om inspektionen samma dag eller, om detta inte är möjligt, dagen efter det att anmälan mottogs, sänder en kopia av anmälan till fondbörsen. I vissa fall då anmälan bedöms ha särskilt stort informationsvärde kan det vara lämpligt att muntligen, t.ex. per telefon, delge börsen innehållet i anmälan. Ett sådant muntligt meddelande bör dock normalt följas av en skriftlig underrättelse.

Enligt första stycket andra punkten skall inspektionen också genast lämna fondbörsen underrättelse om anmälan enligt 10 §, om denna innehåller uppgift som avses i 12 § andra stycket och innebär väsentlig ändring i vad som kan antas vara allmänt känt i fråga om ägarförhållandena i ett aktiemarknadsbolag. Den anmälan som åsyftas är alltså sådan som inges av person med insynsställning i bolaget och som utvisar att den anmälningsskyldige själv eller tillsammans med närstående personer innehar aktier i bolaget som har ett röstvärde motsvarande 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Att fondbörsen inte skall underrättas om alla anmälningar av detta slag, beror på att person med insynsställning är skyldig att anmäla också förändringar i aktieinnehavet som är av mindre omfattning.

Det ankommer på bankinspektionen att inom angiven ram bedöma när underrättelse skall ske. En naturlig utgångspunkt vid denna bedömning är att underrättelse alltid skall lämnas då innehavets röstvärde, sedan underrättelse senast lämnades, förändrats med vad som motsvarar 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Föreligger särskilda omständigheter kan det dock finnas skäl att lämna underrättelse även om förändringen inte är av den storleksordning som nu sagts.

I andra stycket föreskrivs, att om anmälan avser aktier i OTC-bolag skall underrättelse samtidigt även lämnas till den fondkommissionär som står i sådant avtalsförhållande till bolaget som anges i 4 § första stycket 3, dvs. bolagets s.k. market maker, (M. M.). Att underrättelse i detta fall inte enbart skall lämnas till M. M., beror på att kännedom om underrättelsen fortast kan antas komma intressenterna på marknaden till del om underrättelsen anslås i börslokalerna där merparten av fondkommissionärerna finns företrädade. Ledningen för fondbörsen förutsätts inte vidta någon annan åtgärd i anledning av underrättelse om aktieinnehav i OTC-bolag än att på lämpligt

sätt låta anslå underrättelsen. Gäller underrättelsen aktieinnehav i börsbolag torde fondbörsen behandla underrättelsen på det sätt som är brukligt då börsen får information rörande börsbolag.

23-27 §§

Paragraferna innehåller bestämmelser om skyldighet att upprätta avräkningsnota. Som framgått av framställningen i avsnitt 11.1 är den väsentliga skillnaden mellan förevarande förslag och nu gällande rätt att skyldigheten att upprätta avräkningsnota inskränks till fondkommissionär. I övrigt överensstämmer förslaget nära med vad som nu följer av lagen (1908:129 s. 1) med vissa bestämmelser om handel med fondpapper (fondhandelslagen, FHL) även om genomgripande redaktionella förändringar skett.

Av den grundläggande bestämmelsen i 23 § följer att fondkommissionär skall upprätta avräkningsnota samma dag som denne för egen eller annans räkning slutit avtal om köp, försäljning eller byte av fondpapper. Skyldigheten omfattar alltså både s.k. egenaffärer och kommissionsaffärer. Att avräkningsnota skall upprättas redan samma dag som avtalslutet, gäller också nu enligt 4 § FHL.

I 24 § föreskrivs vilket innehåll avräkningsnota skall ha. Paragrafen motsvarar i allt väsentligt vad som gäller enligt 4 § 2 första stycket samt 4 § 4 andra och tredje styckena FHL. Avtalsparternas namn och adress skall anges liksom vilken dag avtalet slöts. Vidare skall notan innehålla uppgift om det antal och det slag av fondpapper som omsatts liksom avtalat vederlag. Det skall framgå av notan vem som upprättat den. Är fråga om kommissionsaffär, skall ytterligare anges namn och adress beträffande kommittenten (den för vars räkning affären skett) och dennes ombud. Att ombudets namn skall framgå av avräkningsnotan, vilket är en nyhet, beror på att bankinspektionen bl.a. härigenom skall få möjlighet att klarlägga i vilken utsträckning s.k. fristående fondpappersförvaltare (behandlade i 9 kap.) uppträder på marknaden.

Enligt 25 § skall, såsom nu gäller enligt 4 § 5 FHL, fondkommissionär som upprättat avräkningsnota inom tre dagar sända en kopia av notan till bl.a. motparten i avtalet, dvs. den med vilken fondkommissionären träffat avtal om köp, försäljning eller byte av fondpapper. I kopian skall utelämnas uppgift, varav framgår vem som varit fondkommissionärens uppdragsgivare eller uppdragsgivarens ombud. I praktiken torde ett blankettset komma att användas vid upprättande av avräkningsnota. Detta blankettset torde bli konstruerat så, att anteckning på avräkningsnota om uppdragsgivaren inte kommer att föras över på den för motparten avsedda kopian. Av paragrafen följer vidare att även kommittenten skall tillsändas en kopia av avräkningsnotan inom tre dagar efter det att notan upprättats. Kopian till kunden skall till skillnad från kopian till motparten vara fullständig. Upprättad avräkningsnota skall, enligt paragrafens andra stycke, förvaras betryggande hos fondkommissionären under minst tio år.

I 26 §, som i huvudsak motsvarar 10 § FHL, föreskrivs att fondkommissionär på begäran skall lämna bankinspektionen uppgift om innehållet i upprättade avräkningsnotor på det sätt bankinspektionen bestämmer. Bankinspektionen kan med stöd av denna paragraf begära att avräknings-

notorna insändes till inspektionen. Alternativt kan infördras en förteckning, varav notornas innehåll framgår. I allmänhet torde begäran komma att avse uppgift om de affärer avseende aktier i ett visst bolag som fondkommissionär förmedlat under viss tid.

Enligt 27 § skall avräkningsnota upprättas på särskild blankett. Formulär till sådan blankett skall fastställas av bankinspektionen. Bestämmelsen har motsvarighet i 5 § FHL.

28 §

Med stöd av denna paragraf kan bankinspektionen informera sig om hur viss förvaltning av fondpapper bedrivs. Den som yrkesmässigt förvaltar fondpapper för annans räkning åläggs nämligen här att på begäran av bankinspektionen lämna inspektionen uppgifter om förvaltningsverksamheten. Utredningens allmänna motivering till bestämmelsen finns i avsnitt 9.5.

Som synes gäller paragrafen oavsett i vilken skala verksamheten bedrivs. Utredningen har övervägt en inskränkning av tillämpningsområdet till förvaltningsverksamhet som bedrivs i inte ringa omfattning men har funnit en sådan avgränsning opassande både därför att den är oklar och därför att inspektionen då skulle hindras från insyn i verksamhet som visserligen var av liten omfattning men som kunde antas komma att expandera. Det har heller inte bedömts ändamålsenligt att låta tillämpningen av paragrafen bli beroende av att uppdragsgivarna uppgår till ett bestämt antal eller att det förvaltade kapitalet är av viss storlek. Även om utredningen sålunda stannat för en tämligen vid beskrivning av uppgiftsskyldiga förvaltare, anser den inte påkallat att bankinspektionen försöker kartlägga och orientera sig om all den förvaltningsverksamhet som omfattas av paragrafen. Frågerätten är alltså tänkt att brukas med urskiljning.

Skäl att använda frågerätten kan föreligga om förvaltaren kan antas ha en inte ringa kundkrets. Flera än 20 uppdragsgivare kan användas som ett mått på en sådan kundkrets. Ett annat skäl att bruka frågerätten kan vara att förvaltaren vidtagit sådana marknadsföringsåtgärder att en förvaltningsverksamhet av större omfattning kan antas vara åsyftad. Förekommer påståenden, t.ex. från missnöjda uppdragsgivare, att förvaltningsverksamheten har sådana inslag som ter sig tvivelaktiga och är verksamheten inte av obetydligt slag, kan det också finnas anledning till användning av frågerätten.

Vilka frågor som kommer att ställas är naturligtvis beroende av de omständigheter som föreligger i det särskilda fallet. Den faktiska omfattningen av verksamheten torde i de flesta fall vara av intresse. Begäran om uppgift torde därför ofta avse antalet förvaltningsuppdrag som förvaltaren innehar och värdet av förvaltade fondpapper. Är fråga om en nyligen etablerad verksamhet kan vidare finnas skäl att inhämta uppgift om förvaltarens eller, om förvaltaren är en juridisk person, ledande befattningshavares tidigare erfarenhet av fondpappersförvaltning eller verksamhet av närbesläktat slag. Inriktningen av förvaltningsverksamheten kan framgå av skilda uppgifter. Besked om storleken av de lån för vilka förvaltade fondpapper utgör säkerhet kan ge ledning för en sådan bedömning. Detsamma gäller uppgift om antalet inträffade förändringar i sammansättningen av de förvaltade fondpapperen under viss tid samt det belopp som

omsatts genom dessa förändringar. Sammansättningen av förvaltningsportföljer kan också vara av intresse i sammanhanget liksom det sätt på vilket arvode för uppdragen normalt bestäms. Det är naturligtvis också av betydelse för inspektionen att få kännedom om innehållet i avtalsvillkor som inskränker förvaltarens ansvar för uppkommen skada eller uppkomna förluster liksom om det sätt på vilket förvaringen av förvaltningspapper är anordnad.

29 §

I paragrafen finns bestämmelser om det sätt på vilket bankinspektionen får ingripa mot vad den bedömer vara ett missförhållande i förvaltningsverksamheten. Även i fråga om dessa bestämmelser finns utredningens allmänna motivering i avsnitt 9.5.

I första stycket sägs, att om bankinspektionen finner att förvaltningsverksamhet som avses i 28 § bedrivs i former som äventyrar enskildas kapitalinsatser eller annars är otillbörlig mot uppdragsgivare, får bankinspektionen göra skriftlig framställning till förvaltaren att denne skall vidta sådan åtgärd för att åstadkomma rättelse som är skälig med hänsyn till omständigheterna.

En förutsättning för att framställning skall få göras är alltså att förhållandet på något sätt står i strid med uppdragsgivares intresse. Av ordvalet framgår, att förhållandet skall vara av inte oväsentlig vikt. Det är klart, att om förhållandet inte skulle ha föranlett anmärkning om det förekommit i fondkommissionärs verksamhet bör det heller inte föranleda framställning enligt denna paragraf. Inspektionen bör alltså inte ställa högre krav på ifrågavarande förvaltare än på dem som står under inspektionens tillsyn. Å andra sidan bör naturligtvis möjligheten till framställning inte begränsas till endast sådana allvarliga fall som, om de förekommit hos fondkommissionär, enligt 29 § 2 fondkommissionslagen kunde ha föranlett återkallelse av tillstånd att bedriva fondkommissionsrörelse.

Vissa krav ställs på framställningens innehåll. Framställningen skall sålunda innebära en anmodan att förvaltare skall vidta en åtgärd eller flera åtgärder av bestämt slag. En framställning att "iaktta sunt affärsskick" har t.ex. inte det konkreta innehåll som förutsätts.

Det förutsätts också att föreslagen åtgärd skall vara skälig med hänsyn till omständigheterna. Avser ett missförhållande förvaringen av uppdragsgivares medel kan det t.ex. vara oskäligt att kräva att förvaltaren för förvaringen skall anskaffa ett kassaskåp även om detta i och för sig vore ändamålsenligt. En mindre ingripande åtgärd som inte eftersätter uppdragsgivares skydd bör m.a.o. väljas, t.ex. att genast efter mottagande av medel avskilja dessa och insätta dem på räkning i bank (jfr 20 § fondkommissionslagen). Det sagda hindrar inte att även djupt ingripande åtgärder kan föreslås om detta är motiverat med hänsyn till att uppdragsgivare löper påtagliga risker att lida kapitalförluster. Den yttersta åtgärden är i sådant fall att göra framställning om att förvaltaren avecklar sin verksamhet.

Paragrafens andra stycke innehåller bestämmelser rörande den situationen att förvaltaren inte iakttar framställning som meddelats enligt första stycket. Bankinspektionen får då i särskilt beslut gör anmärkning om

missförhållandet. Förebilden för denna bestämmelse är 31 § andra stycket fondkommissionslagen.

30 §

I paragrafen sägs, att bestämmelserna i 28 och 29 §§ inte gäller förvaltning som är särskilt reglerad i annan lag. Även om för sådan förvaltning inte gäller bestämmelser som kan sägas stå i strid med de bestämmelser som meddelas i denna lag, faller förvaltningen alltså utanför tillämpningsområdet för 28 och 29 §§.

Fondkommissionsbolag, banker och finansbolag berörs alltså inte av 28 eller 29 §, något som i och för sig saknar praktisk betydelse eftersom insynen i och möjligheten till ingripanden i deras verksamhet tryggas genom särskild tillsynslagstiftning. Av annan förvaltning som är särskilt reglerad i annan lag kan nämnas boutredningsmans förvaltning av fondpapper tillhörande ett dödsbo eller förvaltning som kommit till stånd på grund av sådant godmansförordnande som avses i 18 kap. ärvdabalken, ÄB. Ett ytterligare exempel är konkursförvaltares förvaltning av fondpapper som ingår i konkursbo. I fall förvaltare som avses i 28 § går i konkurs, kan den situationen uppkomma att konkursförvaltaren driver förvaltarens rörelse vidare enligt 61 § konkurslagen (1921:225). Även i sådant fall utesluter förevarande paragraf tillämpning av bestämmelserna i 28 eller 29 §.

31 §

I denna paragraf anges i vilken utsträckning bankinspektionen får inhämta uppgifter till ledning för sin bedömning av om brott enligt lagen förekommit. Första stycket gäller rätten till upplysningar vid antagande om att någon har överträtt förbud enligt 7 eller 8 § och andra stycket gäller rätten att inhämta uppgifter i övriga fall då straffbar överträdelse av lagen kan antas ha skett. Beträffande den allmänna motiveringen till paragrafen hänvisas till avsnittet 8.7.

Kan det antas att någon överträtt bestämmelse i 7 eller 8 § får bankinspektionen, enligt första stycket, infordra uppgifter i utredningssyfte från vissa uppräknade personer. Uppgiftsskyldig enligt första stycket 1 är den som kan antas ha överträtt någon av nyssnämnda bestämmelser. I fall som avses i 7 § kan sålunda den uppgiftsskyldige vara vilken arbets- eller uppdragstagare som helst hos det erbjudande eller erbjudna företaget eller hos moderföretag till nämnda företag, förutsatt att vederbörande kan antas ha gjort sig skyldig till brott. Under nämnda förutsättning får uppgifter också inhämtas av den som i den utsträckning som i 7 § andra stycket sägs äger aktier eller andelar i det erbjudande eller erbjudna företaget. I fall som avses i 8 § kan frågerätten inte användas mot annan än den som enligt 6 § har insynsställning i aktiemarknadsbolaget.

Utöver enskilda fysiska personer som nu sagts omfattar uppgiftsskyldigheten en begränsad grupp juridiska personer, angivna i första stycket 2-4. Sålunda får bankinspektionen begära uppgifter från det aktiemarknadsbolag, i vars aktier kan antas ha skett otillåten handel eller handel som föranletts av otillåten åtgärd. Inspektionen får även vända sig med en

förfrågan till bolagets moderföretag. Gäller antagandet otillåtet utnyttjande av kännedom om ett förestående förvärvserbjudande, får inspektionen vidare inhämta uppgifter av den juridiska person som lämnat erbjudandet liksom av moderföretag till sådan juridisk person.

Som förutsättning för att frågerätten över huvud taget får tas i bruk gäller alltså att det kan antas att 7 eller 8 § överträtts. Skäl till sådant antagande föreligger, om det framkommer att person som omfattas av 7 eller 8 § gjort affär under omständigheter som avses i någon av nämnda paragrafer. Ännu större skäl till sådant antagande föreligger om åsyftad affär inte anmälts på föreskrivet sätt; att inspektionen kan få kännedom om affär som inte anmälts, beror på den möjlighet inspektionen har att från fondkommissionärer infordra upprättade avräkningsnotor. Grund för antagande om lagöverträdelse kan vidare i vissa fall föreligga då t.ex. en nära anhörig eller person med annan särskild bindning till person som avses i 7 eller 8 § gjort affären under tid som avses i bestämmelserna. Någon gång kan antagande om lagöverträdelse föreligga utan att bestämd person kan misstänkas. Det har förekommit flera fall, där omsättningen av aktier i visst bolag ökat markant före offentliggörandet av en starkt kursdrivande händelse i bolaget. Granskningen av vilka personer som handlat med aktierna har i dessa fall gett vid handen att påfallande många haft en lokal anknytning till bolaget: de har varit bosatta i den (mindre) ort där bolaget bedriver sin verksamhet. Även i nämnda fall, där otillåten tipsning kan antas ha förekommit utan att omständigheterna ger ledning för *vem* som förfarit lagstridigt, kan frågerätten komma till användning. Självklart kan den dock inte i dessa fall användas mot enskild fysisk person.

I den allmänna motiveringen (8.7) har vissa principiella synpunkter lämnats på hur frågerätten bör utövas. Det kan understrykas, att bankinspektionens utredande verksamhet inte är avsedd att ersätta förundersökning i allmänhet. Det yttersta syftet med frågerätten är att möjliggöra en bedömning av om fall föreligger som bör föranleda åtalsanmälan. En sådan bedömning kan göras utan att förhållandena genomlysts på det sätt som enligt 23 kap. RB skall ske vid förundersökning.

Vilken typ av uppgifter som inspektionen kan behöva infordra beror av omständigheterna i det enskilda fallet. Frågor till sådana företag som avses i första stycket 2-4 torde i första hand komma att gälla vid vilken tidpunkt vissa händelser i bolaget inträffat och vilka personer som fått kännedom därom. Frågor till enskild kan gälla om och i så fall när vederbörande fått kännedom om en sådan omständighet eller händelse som avses i 7 eller 8 §. Även om det föreligger uppgift om att personen i fråga vid viss tidpunkt varit initierad bör hans eget yttrande i saken inhämtas. Det kan också finnas anledning att efterhöra den enskildes motiv till en affär. Visserligen saknar motivet betydelse för om en affär eller åtgärd som avses i 7 eller 8 § är straffbar eller inte. Men uppgift om motivet kan ändå ge icke oväsentlig information för bedömningen av förfarandet. Det kan ju här erinras om att åtalsanmälan kan underlåtas om fråga är om ett fall som kan betraktas som ringa. Från personer som saknar insynsställning, vilka kan göras ansvariga enligt 7 §, kan det vidare finnas anledning att inhämta uppgifter som visar hur ofta vederbörande tidigare gjort affärer med aktier i aktiemarknadsbolaget. Såvitt gäller personer i insynsställning framgår motsvarande uppgifter av

insynsställningsregistret (se specialmotiveringen till 34 §).

Paragrafens andra stycke gäller fall då andra straffsanktionerade bestämmelser än som avses i 7 eller 8 § kan antas ha överträtts. Även i sådana fall har bankinspektionen rätt att inhämta uppgifter i utredningssyfte. Frågerätten är dock begränsad så till vida att den endast får utövas mot den som kan antas ha åsidosatt skyldighet enligt lagen. Som exempel på fall där andra stycket kan komma att tillämpas, kan nämnas den situationen att antagande föreligger om att anmälningsskyldighet enligt lagen åsidosatts. Bankinspektionen kan då inhämta förklaring till varför anmälan uteblivit.

32 §

I denna paragraf föreskrivs, att bankinspektionen får infordra uppgift till ledning för bedömningen av om allmänna rekommendationer, som meddelats med stöd av 3 § andra stycket, har iakttagits. Sådana uppgifter får dock infordras endast från juridisk person som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar eller handlar med fondpapper eller från annan som i betydande omfattning bedriver sådan handel eller förvaltning. Paragrafens innehåll har motiverats även i avsnitt 10.3.2.

Paragrafen bör alltså ses mot bakgrund av bankinspektionens möjlighet att meddela de allmänna rekommendationer som behövs för att handeln med och förvaltningen av fondpapper skall bedrivas på sätt som förutsätts i 2 §. Syftet med bestämmelsen är att ge tillfälle för inspektionen att bedöma om rekommendation är tillräcklig eller om lagstiftningsinitiativ behövs. Härutöver kan frågerätten ha funktionen av vad man kan kalla ett kompletterande styrmedel. Att frågerätten tas i bruk torde nämligen i vissa fall komma att uppfattas som en förvarning om att inspektionen överväger lagstiftningsinitiativ på området. På detta sätt kan rekommendationer ges önskvärd tyngd.

Till de uppgiftsskyldiga hör alltså i första hand juridiska personer som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar eller handlar med fondpapper. Av beskrivningen omfattas bl.a. alla investmentbolag och andra förvaltningsföretag. Avgränsningen är gjord efter förebild i definitionen av förvaltningsföretag i anvisningarna till 54 § kommunalskattelagen (1928:370) men har en vidare omfattning. Något krav att handeln eller förvaltningen skall vara av viss storlek föreligger inte för att frågerätten skall få utövas mot nämnd kategori. Ett sådant krav gäller dock för att uppgift skall få infordras från annan. Förutsättningen är i detta fall att vederbörande bedriver förvaltning av eller handel med fondpapper i en betydande omfattning. Vad som menas med betydande framgår inte av paragrafen. Till vägledning för tillämpningen kan sägas, att förvaltning av en värdepappersportfölj som har ett värde av 25 milj. kr. i allmänhet är att anse som betydande. Vidare får betydande handel anses föreligga om fondpapper under ett år omsätts till ett sådant värde som nyss sagts.

33 §

Paragrafen har till syfte att göra det möjligt för bankinspektionen att kartlägga förekomsten av visst utnyttjande av s.k. marknadsinformation.

Den allmänna motiveringen till bestämmelsen finns i avsnitt 10.3.2.

Enligt paragrafen är juridisk person under vissa förutsättningar skyldig att på begäran av bankinspektionen lämna uppgift om vilka personer som deltagit i beslut om att den juridiska personen skall handla med aktier i ett aktiemarknadsbolag eller som annars i sin anställning eller till följd av sitt uppdrag hos den juridiska personen erhållit kännedom om att handeln skulle äga rum. Förutsättning för uppgiftsskyldigheten är att den juridiska personens handel med aktierna föranlett eller i betydande grad bidragit till att kursen på aktierna väsentligt ändrats.

En väsentlig kursändring kan anses ha inträffat om kursen i anledning av handeln stigit eller sjunkit med 5 procent (se specialmotiveringen till 8 §).

Den information som bankinspektionen på angivet sätt erhåller kan, i förening med vad som framgår av upprättade avräkningsnotor, ge bankinspektionen en uppfattning om i vad mån befattningshavare hos institutionella placerare eller andra utnyttjar kännedom om orderläget för privata, kortsiktiga affärer. Det förhållandet att uppgifterna kan infordras torde också i sig verka återhållande på benägenheten att utnyttja förevarande slag av information.

Som framhållits i avsnitt 10.3.2 kan informationen ge anledning för inspektionen att utfärda allmän rekommendation om att anställda eller andra med anknytning till juridisk person som förfogar över betydande aktieinnehav skall rapportera egna aktieaffärer till arbetsgivaren. Efter det att sådan rekommendation meddelats ger information som inhämtats med stöd av förevarande paragraf och med stöd av 32 § förutsättningar för bedömning av om lagstiftningsinitiativ på området är påkallat.

34 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om registrering av till inspektionen inkomna anmälningar enligt denna lag. I paragrafen föreskrivs att två register skall föras. Det ena, benämnt insynsställningsregister, skall innehålla anmälningar som gjorts enligt 10 §. Det andra registret, benämnt ägarregister, skall innehålla uppgifter om sådana innehav som avses i 17 § eller 12 § andra stycket, dvs. vissa innehav med ett röstvärde som motsvarar minst 5 procent av rösterna för samtliga aktier i ett aktiemarknadsbolag.

Som framgått av specialmotiveringen till 15 § motsvarar insynsställningsregistret vad som enligt insiderlagen betecknas förteckning. I gällande system för även värdepapperscentralen sådan förteckning, något som följer av 7 § insiderlagen. Skäl till dubbelregistrering föreligger inte och värdepapperscentralens åliggande kan därför upphöra.

Bestämmelse om ägarregister har inte tidigare funnits. Registret är avsett att ge möjlighet för envar att skaffa sig en aktuell bild av de väsentliga ägarförhållandena i respektive bolag på ett enkelt sätt. Som framhållits tidigare ger inte förekomsten av aktiebok en sådan möjlighet.

Föreskrifter om hur registren skall föras ges inte i paragrafen. Insynsställningsregistret kan föras på det sätt som bankinspektionen nu registrerar till inspektionen inkomna anmälningar. På motsvarande sätt kan ägarregistret föras.

Det andra stycket innehåller, att uppgifter i insynsställningsregistret om

aktieinnehav som inte längre omfattas av anmälningsskyldighet får avföras ur registret. Detsamma gäller uppgifter i ägarregister beträffande innehav som inte längre har ett röstvärde som uppgår till 5 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Uppgifter som nu sagts skall dock bevaras i minst tio år efter det att de avförts.

35 §

Paragrafen innehåller, att bankspektionens beslut enligt lagen får överklagas hos regeringen genom besvär.

36 §

Av paragrafen följer, att bankspektionen, om viss uppgiftsskyldighet enligt lagen eftersatts, får ge föreläggande om vite. Det bör observeras, att sådant vitesföreläggande inte kan meddelas den som är uppgiftsskyldig enligt 31 § första stycket 1 eller 31 § andra stycket, dvs. den som kan antas ha överträtt straffbelagd bestämmelse i lagen. Enligt de allmänna principer som gäller kan brottsmisstänkt inte tvingas lämna uppgifter för utredning av det brott som han misstänks för. Det är mot bakgrund härav vitesmöjlighet i angiven situation uteslutits.

37 §

Paragrafen innehåller de till förbudena i 7 och 8 §§ knutna straffbestämmelserna. Den allmänna motiveringen till paragrafen finns i avsnitt 8.5.1.

Första stycket avser det fallet att ett förbud överträtts med uppsåt. Brottet benämns ekonomiskt missbruk av förtrolig företagsinformation och straffet är böter eller fängelse i högst sex månader. Om brottet p.g.a. omsättningens storlek eller annan omständighet är att anse som grovt är dock straffet fängelse i högst två år. För att grovt brott skall vara för handen, bör ett köp eller en försäljning normalt avse aktier värda mera än 100 000 kr. Även om det genom affären eller affärerna omsatta beloppet är mindre kan det dock komma i fråga att rubricera brottet som grovt, om annan graverande omständighet föreligger. Ett exempel utgör det fallet att ett upprepat missbruk förekommit. Ett annat exempel är att en fördröjning av offentliggörandet av den kursdrivande informationen skett för att det rådande kursläget skulle kunna utnyttjas.

Det andra stycket behandlar den situationen att förbud enligt 7 eller 8 § överträtts av grov oaktsamhet. En sådan grov oaktsamhet utgör brott som benämns ovarsamt ekonomiskt utnyttjande av förtrolig företagsinformation. Straffet kan endast bli böter.

Grov oaktsamhet kan exempelvis föreligga då person i insynsställning gör affär som är otillåten enligt 8 § fastän han saknat anledning till antagande att offentliggörande skett. Om ingen indikation förekommit på att en väsentlig kursdrivande omständighet offentliggjorts, är ansvarsförutsättningen således normalt uppfylld. I fråga om förbudet i 8 § kan grov oaktsamhet vidare vara för handen om insidern förväntat sig att omständighetens offentliggörande skulle medföra en kursförskjutning men inte varit medveten om att en

omständighet av ifrågavarande slag erfarenhetsmässigt medför en kursrörelse av den storleksordning som förutsätts i 8 §. Ett högre aktsamhetskrav kan ställas på den som intar en central insynsposition i ett företag än på andra. Person som omfattas av 7 § och som utövar verksamhet på en lägre nivå i något av de företag som avses med nämnda förbudsbestämmelse bör endast undantagsvis anses ha förfarit grovt vårdslöst. I klarhetens intresse kan tilläggas, att den som faktiskt saknat kännedom om ett förestående förvärvserbjudande eller sådan väsentlig omständighet som avses i 8 § aldrig kan fällas till ansvar för överträdelse av något av förbuden. Någon plikt att hålla sig underrättad om kursdrivande händelser föreligger alltså inte i något fall.

I tredje och fjärde styckena förekommer bestämmelser om ansvarsfrihet. Straff skall inte komma i fråga om en överträdelse av ett förbud kan anses sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller som eljest är ringa. Inte heller skall medverkande kunna fällas till ansvar. Motiveringen härtill har angetts i avsnitt 8.5.1.

38 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om straffpåföljd vid vissa andra överträdelser av lagen än som avses i 37 §. Straffet kan i förevarande fall bestämmas till böter eller fängelse i högst sex månader, dvs. den strafflatitud som gäller enligt 10 § insiderlagen.

39 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om att värdet av den vinning som uppkommit i anledning av brott enligt 37 § under vissa omständigheter skall kunna förverkas. Bestämmelserna har kommenterats i den allmänna motiveringen under 8.5.2.

Av första stycket framgår, att den grundläggande förutsättningen för förverkande är att brott enligt det angivna lagrummet begåtts. Förverkandeförklaring kan därför inte meddelas när det t.ex. inte går att styrka att en handling i strid med förbud i 7 eller 8 § inte skett av uppsåt eller straffbar oaktsamhet. Kravet på att brott blivit begånget innebär emellertid inte med nödvändighet att någon också fälls till ansvar för detta brott. Det räcker i och för sig att förutsättningarna för att ådöma straffansvar är uppfyllda.

Det krävs vidare att brottet skall ha lett till vinning för 1) gärningsmannen eller 2) den för vars räkning gärningsmannen gjort affären eller 3) annan som av gärningsmannen på sätt i 7 eller 8 § sägs föranletts till affären.

Vinning är ett rättsligt begrepp som förekommer på flera håll i BrB och som avser en ändring i förmögenhetsläget, alltså en abstrakt ekonomisk differens. Vinning kan sägas ha uppkommit om den som gjort en aktieaffär därigenom kommit i ett gynnsammare förmögenhetsläge än om affären blivit ogjord.

Om t.ex. köp skett i strid med ett förbud och om kursen stigit då det med förbudet avsedda förhållandet offentliggjorts, har en typisk vinning av brottet uppkommit. Insider hade ju inte kunnat få del av kursstegringen om lagen följts. Om otillåten affär avsett försäljning och kursen sjunkit då

informationen gjorts allmänt bekant, har likaså vinning uppkommit. P.g.a. försäljningen har ju insidern kommit i ett bättre förmögenhetsläge än om aktierna behållits. Då en affär i sig inte varit otillåten men väl föranletts av en person som inte själv fått göra motsvarande affär, får bedömningen av om vinning uppkommit göras i analogi med vad nu sagts. Att vinningen är en följd av brottet beror på att affären inte skulle ha kommit till utan insiderns lagstridiga agerande. Skulle affären ha gjorts under alla förhållanden kan den inte anses föranledd av insidern och då medför affären varken straff för insidern eller förverkande av eventuellt uppkommen vinning.

För att konstatera om vinning uppkommit men framför allt för att mäta dess storlek blir det naturliga förfaringssättet att jämföra kursen den dag affären genomfördes med kursen då förhållande som avses med ett förbud offentliggjordes. Särskilt om informationen till marknaden dröjer, kan kursen under angiven tid komma att påvekas av andra faktorer än det förhållande som gjort ett förbud verksamt. Situationen kan t.ex. vara den att ett bolag av konkurrensskäl skjuter upp offentliggörandet av en sådan omständighet som avses i 8 §. Sedan insidern med kännedom om omständigheten köpt aktier i bolaget, kan kursen på aktierna komma att stiga av marknadstekniska skäl eller på grund av en allmänt kurspåverkande händelse, t.ex. ett politiskt beslut. När bolaget sedermera offentliggör den omständighet som gjort insiderns affär otillåten, kan kursen komma att stiga ytterligare. Av den sammanlagda kursstegring som inträffat kan sålunda endast en del hänföras till den omständighet vars utnyttjande är förenat med straffansvar. Inte desto mindre får kursstegringen i dess helhet betraktas som vinning till följd av brottet. Förklaringen är att om vederbörande följt lagen skulle insidern inte till någon del kunnat tillgodogöra sig kursstegringen. Om den angivna situationen ändras så att kursen antas gå ner mellan köpet och den tidpunkt förhållandet blev allmänt bekant kommer i konsekvens med det sagda mellankommande faktorer att reducera den vinning som kan anses ha uppkommit. Också om affären gjorts av en outsider men föranletts av en insider får en sådan sammanlagd kursförändring som här avsetts anses utgöra den vinning som uppkommit. Det anförda innebär inte att förverkande alltid kommer att motsvara kursförändringen i dess helhet oberoende av hur den uppkommit. Det kan nämligen i berörda fall finnas förutsättningar att underlåta förverkande av billighetskäl.

Den bestämmelse som gör det möjligt att underlåta förverkande helt eller delvis är intagen i paragrafens andra stycke. I detta föreskrivs att förverkande inte skall ske om detta är obilligt. Förverkande är alltså en s.k. fakultativ rättsverkan. Avsikten är att domstolen skall göra en relativt fri bedömning av när förverkande kan underlåtas. Det är därför inte, såsom vanligtvis gäller, nödvändigt att en förverkandeförklaring skall framstå som uppenbart obillig.

Med hänsyn till det grundläggande syftet med förverkandebestämmelsen, nämligen att konfiskera obehörig vinst av insiderspekulation, bör förverkande inte ske då det kan antas att den som fått vinning av brottet kommer att utge skadeersättning med belopp som svarar mot den gjorda vinningen. Det framgår direkt av den föreslagna lagtexten att anledning till antagande att skadeersättning kommer att utgå skall beaktas vid prövningen av om förverkande är obilligt. Det krävs som synes inte att frågan om skadestånd

prövats av domstol eller att talan därom anhängiggjorts. Domstolen har i stället att med ledning av omständigheterna bedöma sannolikheten för att ersättning skall utges, antingen efter dom eller genom betalning på frivillig väg.

Även om det saknas anledning till antagande att vinsten kommer att neutraliseras genom utgivande av skadestånd eller på annat sätt, kan förekomma fall där det ter sig naturligt att billighetsregeln kommer till tillämpning. Ett sådant fall föreligger t.ex. när vinningen till väsentlig del uppkommit på grund av andra faktorer än sådana som har samband med det förhållande som gjort ett förbud tillämpligt.

I paragrafens tredje stycke föreskrivs, att en uppskattning av det värde som skall förverkas får ske, när bevisning om vad som skall förverkas inte alls eller endast med svårighet kan föras. Det kan anses att en allmän princip av detta innehåll gäller. Här kommer principen, såsom i 36 kap. 3 a § tredje stycket BrB, till ett direkt uttryck.

Vid bestämningen av det värde som skall förverkas – här bortses från tillämpningen av billighetsregeln – får man, som tidigare nämnts, normalt utgå från kursutvecklingen från en tidpunkt till en annan. Den första tidpunkten är den dag affären genomfördes och denna torde utan svårighet kunna fastställas. Den senare tidpunkten avser den dag det förbudsgrundande förhållandet blivit allmänt känt och kunnat tas i beaktande vid handeln med aktier i bolaget. Då bolaget självt offentliggjort förhållandet, vilket torde och bör vara det normala, är det i regel den kurs som noteras samma dag som offentliggörandet skett som avses. Om offentliggörandet skett t.ex. sent på eftermiddagen då notering upphört för dagen blir det naturligtvis nästa dags kursläge som blir avgörande. I det fall bolagets offentliggörande uteblir är det nödvändigt att göra en bedömning av när förhållandet i fråga på annat sätt blev allmänt känt. Det kan visa sig vanskligt att exakt fastställa vilken dag förhållandet fått en sådan spridning att det kan anses vara allmänt bekant på marknaden. Det är särskilt mot denna bakgrund som det i förevarande bestämmelse uttryckligen slås fast, att domstolen under vissa förutsättningar får göra en uppskattning av det värde som skall förverkas.

De skälighetsuppskattningar som det här gäller måste naturligtvis ske under betryggande rättssäkerhetsgarantier för den som kan drabbas av betalningsskyldigheten. Dessa rättssäkerhetskrav får anses uppfyllda, om åklagaren i ett mål kan visa, att det av honom yrkade beloppet är rimligt med hänsyn till de omständigheter som föreligger. Det står givetvis den berörde fritt att föra motbevisning i detta hänseende.

Som nämnts tidigare gäller i viss utsträckning allmänna regler om förverkande, om inte annat är särskilt föreskrivet.

Av sådana allmänna regler kan nämnas 36 kap. 4 § BrB, enligt vilken bestämmelse förverkande kan verkställas hos bl.a. gärningsmannen och den som beretts vinning genom brott.

I 36 kap. 8 § BrB finns bestämmelser om förverkande, när brottet har begåtts av någon som inte har fyllt 15 år eller som har handlat under inflytande av sinnessjukdom eller liknande själslig abnormitet. Förverkande får då ådömas endast om och i den mån det med hänsyn till hans sinnesart, gärningens beskaffenhet och omständigheterna i övrigt kan anses skäligt.

36 kap. 9 § BrB innehåller särskilda regler om preskription av förverkan-

detalan. Om påföljd inte kan ådömas på grund av den brottslige död eller annan orsak, får egendom förklaras förverkad på grund av brottet endast om stämning i mål därom delges inom fem år från det att brottet begicks. En åklagare får vidare väcka en sådan talan endast om det är påkallat ur allmän synpunkt. Huvudregeln är alltså att så länge den brottslige är i livet och hans brott inte är preskriberat, preskriberas inte heller förverkande på grund av hans brott, vare sig det riktas mot honom själv eller någon annan. Är däremot brottet preskriberat eller har gärningsmannen avlidit, kan en förverkandetalan väckas inom en tid av fem år från det att brottet begicks. Bestämmelsen har sitt särskilda intresse i fråga om alla de brott inom specialstraffrätten, där tiden för åtalspreskription uppgår till två år. Det kan här anmärkas att det föreslagna brottet ovarsamt ekonomiskt utnyttjande av förtrolig företagsinformation (37 § andra stycket utredningsförslaget) kommer att preskriberas efter två år.

Enligt 36 kap. 10 § BrB preskriberas ett förverkandebeslut tio år efter lagkraftvinnandet.

Vissa principer gäller till följd av att förverkande är en särskild rättsverkan av brott.

Om en åklagare väcker åtal och anser att visst värde bör förverkas, har han att framställa yrkande om detta. Ett sådant yrkande är dock inte någon förutsättning för att förverkande skall kunna ske. Domstolen anses nämligen ha att ex officio pröva frågan om förverkande hos den åtalade, om inte annat är stadgat. Härav följer att om rätten, när den prövar ett åtal, underlåter att meddela en förverkandeförklaring, någon sådan inte heller kan meddelas senare på ny talan mot den tilltalade³.

Vad nu sagts gäller dock endast i förhållande till den mot vilken ansvarstalan sålunda har förts. Mot annan kan givetvis förverkandetalan föras utan hinder av den förra rättegången. Sådan talan skall, enligt 17 § lagen (1946:804) om införande av nya rättegångsbalken, RP, föras på det sätt som i rättegångsbalken är föreskrivet angående åtal för brott varå icke kan följa svårare straff än böter.

40 §

Enligt paragrafen får allmänt åtal för brott enligt lagen väckas endast efter anmälan av bankinspektionen.

Detta innebär att överträdelse av förbud i 7 eller 8 § inte kan göras till domstolssak med mindre anmälan av bankinspektionen föreligger (jfr 20 kap. 3 § andra stycket rättegångsbalken).

Även om ansvarsfrihetsbestämmelserna i 37 § tredje stycket och 38 § andra stycket i första hand har domstolen som adressat är naturligtvis avsikten att bankinspektionen skall beakta bestämmelserna vid prövning av om åtalsanmälan skall ske. Finner bankinspektionen att ett fall saknar betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller är att betrakta som ringa kan och bör alltså inspektionen underlåta åtalsanmälan.

Det föreslås att lag om värdepappersmarknaden skall träda i kraft den 1 juli 1984. De övergångsbestämmelser som föreslås är behandlade i avsnitt 11.4.

³Se JO 1964 s. 191

13.2 Förslag till annan lagstiftning

13.2.1 Ändringar i fondkommissionslagen (1979:748)

21 §

Paragrafen, som hör till de regler som begränsar fondkommissionsbolags rätt till kreditgivning, anger att för sådan kredit som fondkommissionsbolag lämnar skall finnas betryggande säkerhet. Sådan säkerhet skall bestå av fondpapper som har inregistrerats vid fondbörs eller som har utjudits till försäljning under sådana förhållanden att det är sannolikt att de inom ett år från kreditens beviljande kommer att inregistreras vid fondbörs. Om säkerhet som har ställts vid kreditens beviljande nedgår i värde under kredittiden, får även annan egendom eller borgen godtas som tilläggssäkerhet. Vid sidan av dessa bestämmelser – som redan nu gäller – föreslås införande av några nya bestämmelser i paragrafen. Allmänna motiveringen till bestämmelserna finns dels i avsnittet 11.2.2 och dels i slutet av avsnitt 12.7.5.

Det föreslås sålunda, att som säkerhet också får godtas aktier som omfattas av sådant avtal som avses i 4 § första stycket 3 i den av utredningen föreslagna lagen om värdepappersmarknaden, om säkerheten är betryggande. Det avtal som avses är alltså sådant som träffas mellan ett aktiebolag och en fondkommissionär då aktiebolaget introduceras på den s.k. OTC-marknaden. Ett sådant avtal innebär att fondkommissionären (market makern) på begäran av envar skall ange kursen på och till denna kurs köpa eller sälja aktier i det s.k. OTC-bolaget. Med stöd av förevarande bestämmelse får alltså aktier i OTC-bolag mottas som säkerhet under samma förutsättningar som gäller i fråga om aktier i börsbolag.

Vidare föreslås att aktie i moderbolag får mottas som pant utan hinder av 7 kap. 1 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385). Förutsättningen är dock att aktien är av det slag som avses i första eller andra stycket av paragrafen i dess nu föreslagna lydelse. För att aktie i moderbolag skall få mottas som pant krävs m.a.o. att moderbolaget är börsbolag eller OTC-bolag eller inom ett år sannolikt kommer att bli börsnoterat. En ytterligare begränsning är dock föreslagen. Denna begränsning gäller inte bara i fråga om möjligheten att som pant motta aktie i moderbolag utan också möjligheten att belåna aktier i annat bolag tillhörande samma koncern som fondkommissionsbolaget. Sålunda får fondkommissionsbolag inte som säkerhet för lån motta aktie i moderbolag eller i annat bolag i den koncern som fondkommissionsbolaget tillhör, om dessa aktier tillsammans med de aktier i nämnda bolag som tidigare mottagits som pant härigenom kommer att överstiga ett belopp som motsvarar fem procent av de vid tillfället utestående krediterna. Det värde som avses är aktiernas sammantagna s.k. belåningsvärde. För att här berörd begränsning av rätten att som pant motta aktie i bolag som tillhör samma koncern som fondkommissionsbolaget inte skall inskränka möjligheten att använda sådana aktier som tilläggssäkerhet, föreslås att aktier i koncernbolag i obegränsad utsträckning får godtas som tilläggssäkerhet.

21 a §

Bestämmelserna i denna paragraf saknar motsvarighet i den nu gällande fondkommissionslagen. Allmänna motiveringen till bestämmelserna finns i avsnitt 12.7.5.

I första stycket föreskrivs att bestämmelserna i 12 kap 7 § aktiebolagslagen (1975:1385) rörande förbud mot lämnande av penninglån i vissa fall inte skall gälla fondkommissionsbolag. Detta innebär att fondkommissionsbolag inte kommer att omfattas varken av förbudet enligt 12 kap. 7 § första stycket ABL mot lån till vissa kategorier med anknytning till bolaget eller av det i 12 kap. 7 § tredje stycket ABL intagna förbudet mot penninglån för förvärv av aktie i fondkommissionsbolaget eller i annat bolag som tillhör samma koncern som fondkommissionsbolaget. Som framgått av specialmotiveringen till 21 § fondkommissionslagen begränsas verkningarna av att fondkommissionsbolag undantas från det sistnämnda förbudet genom att ett "tak" införts beträffande rätten att motta aktie i koncernbolag som pant. Att fondkommissionsbolag undantas från det i 12 kap. 7 § första stycket intagna förbudet, får också begränsad verkan eftersom i förevarande paragraf intagits restriktioner mot lån till vissa kategorier med anknytning till fondkommissionsbolaget.

Enligt paragrafens andra stycke får inte fondkommissionsbolag lämna penninglån till vissa kategorier på andra villkor än sådana som bolaget normalt uppställer för krediter av samma eller motsvarande slag. Det väsentliga syftet med bestämmelsen är att förhindra att personer med inflytande i bolaget skall utnyttja sin ställning till att utverka mera förmånliga lån till sig själva eller närstående än vad som normalt erbjuds bolagets kundkrets.

Om ett lån i allmänhet kan anses som förmånligt beror i första hand på vilken ränta som avtalats, under vilken tid amortering av lånet skall ske och vilken säkerhet för lånet som krävs. Även andra villkor kan dock inverka på bedömningen av om lånet är gynnsamt eller ej. Då det gäller krediter från fondkommissionsbolag saknar villkor om säkerhet för lån mindre intresse i detta sammanhang. Förklaringen är att lån över huvud taget inte får lämnas om säkerheten inte är betryggande och består av det slag av fondpapper som anges i 21 §. Större utrymme att variera lånevillkoren finns i fråga om räntan och amorteringstiden. Bestämmande för vilka lånevillkor som får avtalas är vad som kan betraktas som gällande praxis i respektive bolags kreditgivning. Brukar t.ex. räntan för visst lån vara bestämd till viss procent får avvikelser inte förekomma beträffande lån till den som avses med förevarande paragraf. Om bolaget tillämpar differentierade lånevillkor av affärsmässiga skäl hindrar i och för sig inte paragrafen att person som avses med bestämmelsen kommer i åtnjutande av lån på samma gynnsamma villkor som annan "förmånligt" behandlad låntagare, t.ex. en större kund. Ett krav är dock att villkoren bestäms på objektiva grunder utan hänsynstaganden till vederbörandes anknytning till bolaget. Med andra ord skulle vilken kund som helst ha erhållit samma kreditvillkor om vederbörande, bortsett från anknytningen till bolaget, varit i samma situation som den nu avsedde låntagaren.

Paragrafen omfattar kategorier som på visst sätt är verksamma i ledningen av företaget och som kan ha inflytande på företagets kreditgivningspolitik i

allmänhet samt personer som kan ha inflytande på lånevillkors utformning i enskilda fall. Sålunda gäller paragrafen verkställande direktör och dennes ställföreträdare, styrelseledamot i bolaget och styrelsesuppleant samt den som ensam eller i förening med annan får avgöra låneärendet för bolagets räkning. Vidare omfattas fysisk eller juridisk person som äger minst 5 procent av aktierna i bolaget. Ytterligare omfattas den som är gift med fysisk person som förut nämnts eller som under äktenskapsliknande former sammanlever med sådan person, om de sammanlevande tidigare har varit gifta med varandra eller har eller har haft barn gemensamt. Slutligen omfattas juridisk person, i vilken fysisk person som nu nämnts har ett väsentligt ekonomiskt intresse i egenskap av delägare eller medlem.

I tredje stycket föreskrivs, att vid beräkningen av om aktieägare har minst 5 procent av aktierna i bolaget skall medräknas aktier i bolaget som innehas av sådana aktieägaren närstående personer som avses i andra stycket 5 eller 6.

Av fjärde stycket följer att lån till person som omfattas av paragrafen alltid skall beslutas av bolagets styrelse. Sedan låneärendet beretts i vanlig ordning skall det alltså hänskjutas till styrelsen för beslut. Beviljas lånet skall uppgift härom införas i en särskild förteckning. Ansvar för att så sker åvilar i första hand styrelsen men uppgiften kan delegeras till verkställande direktören. Av förteckningen skall framgå kredittagarens namn och storleken av krediten. Det bedöms att uppgifter om lånevillkoren kan undvaras i förteckningen. Vid tillsynsmyndighetens kontroll förutsätts att tillsynsmyndigheten tar del av upprättade lånehandlingar. Ett åliggande att ange lånevillkoren i förteckningen framstår därför som onödigt.

I femte stycket föreskrivs, att uppgifter om lån som avses i denna paragraf skall tas in i bolagets förvaltningsberättelse. Av uppgifterna skall framgå det antal lån som kvarstod vid räkenskapsårets utgång samt det sammanlagda belopp som då återstod att betala på dessa lån.

I likhet med vad som gäller i fråga om låneförbudet i aktiebolagslagen (12 kap. 7 § fjärde stycket ABL) skall enligt sjätte stycket vid tillämpningen av denna paragraf ställande av säkerhet likställas med lämnande av lån.

39 §

Paragrafen innebär att personer som har viss anknytning till fondkommissionär inte fritt får handla med fondpapper för egen del. Som framgått av avsnitt 11.2.1 föreslås att begränsningen i rätten att handla för egen del får en annan utformning än som gäller nu. Ändringsförslaget påverkar däremot inte omfattningen av den personkrets som omfattas av paragrafen i sin nuvarande lydelse. Sålunda skall paragrafen alltjämt gälla "den som på grund av befattning eller annars har anknytning till fondkommissionär – om han normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas".

Rätten till handel för egen del inskränks på fyra olika sätt, vilka anges i paragrafens första stycke.

För det första får inte person som avses med bestämmelsen förvärva sådana fondpapper som fondkommissionären åtagit sig att köpa, om fondkommissionärens köp kan antas höja kursen på fondpapperen. Det

typfall som denna bestämmelse tar sikte på föreligger om en kund lämnat en order om köp av en stor post aktier i ett visst bolag och effektueringen av denna order – genom den ökade efterfrågan på aktien – kan antas driva kursen uppåt. Vad man kan kalla egenköp av aktier i det ifrågavarande bolaget får då inte ske förrän köpen för kundens räkning fullgjorts.

För det andra får inte person som omfattas av paragrafen avyttra sådana fondpapper som fondkommissionären åtagit sig att sälja, om fondkommissionärens försäljning kan antas komma att sänka kursen på fondpapperen. Situationen är alltså av samma beskaffenhet som i föregående fall, bortsett från att det här är fråga om försäljning.

För det tredje får inte person som omfattas av paragrafen handla med fondpapper i större utsträckning än som står i skäligen förhållande till hans eller hennes inkomster eller förmögenhetsförhållanden. Den förut gällande börsordningen innehöll en motsvarande bestämmelse. Bankinspektionen medverkade till att ge regeln ett konkret innehåll. Det förutsätts att inspektionen också ger vägledning för tillämpningen av den nu föreslagna bestämmelsen. Den begränsningsregel som tillkom 1974 (se under 11.2.1.1) synes vara tjänlig som förebild. Det är naturligt att inspektionen, innan regler för tillämpningen av bestämmelsen antas, samråder i frågan med Svenska fondhandlareföreningen.

Den fjärde begränsningen innebär att person som omfattas av paragrafen inte får avyttra fondpapper som innehafvs mindre än ett år. Bakgrunden till bestämmelsen är intresset att motverka s.k. korta affärer. Paragrafen i sin nuvarande lydelse har, med den tolkning den skall ges p.g.a. uttalanden i lagens förarbeten, inneburit att innehav inte kunnat avyttras inom en tvåårsperiod efter förvärvet. Förevarande bestämmelse innebär alltså en uppmjukning i detta avseende.

I tredje stycket ges bankinspektionen möjlighet att ge dispens från förbudet mot avyttring av fondpapper inom mindre än ett år efter förvärvet. Sådan dispens får ges när särskilda skäl föreligger. Det överlämnas åt bankinspektionen att bedöma när den enskildes intresse att lösgöra kapital grundas på sådana förhållanden att särskilda skäl kan anses föreligga.

13.2.2 Ändringar i lagen (1980:2) om finansbolag

6 a §

Bestämmelserna i denna paragraf, som behandlats i avsnitt 12.7.5, saknar motsvarighet i den nu gällande finansbolagslagen. Paragrafen innebär att finansbolag undantas från bestämmelserna om låneförbud i 12 kap. 7 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385). Den innebär vidare att en begränsning i rätten för finansbolag att lämna lån till personer eller företag med viss anknytning till finansbolaget likväl fortfarande skall gälla.

Paragrafen överensstämmer till väsentlig del med den nyss berörda 21 a § fondkommissionslagen. Två avvikelser förekommer emellertid. För det första gäller undantaget endast 12 kap. 7 § första stycket ABL. I övrigt gäller 12 kap. 7 § ABL i oinskränkt utsträckning. Detta innebär bl.a. att det särskilda förbudet i 12 kap. 7 § tredje stycket aktiebolagslagen mot lämnande av penninglån för förvärv av aktier i bolaget eller annat bolag i samma

koncern även fortsättningsvis skall tillämpas beträffande finansbolag. Den andra avvikelserna innebär, att med penninglån likställs lämnande av kontokredit.

Då sålunda förevarande paragraf – med de undantag som nyss nämnts – är utformad på samma sätt som 21 a § fondkommissionslagen kan här hänvisas till vad som anförts i anslutning till sistnämnda paragraf.

13.2.3 Ändringar i lagen (1963:76) om kreditaktiebolag

4 a §

Bestämmelserna i denna paragraf, som behandlats i avsnitt 12.7.5, saknar motsvarighet i den nu gällande kreditaktiebolagslagen. Paragrafen innebär att kreditaktiebolag undantas från bestämmelserna om låneförbud i 12 kap. 7 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385). Den innebär vidare att en begränsning i rätten för kreditaktiebolag att lämna lån till personer eller företag med viss anknytning till kreditaktiebolaget likväl fortfarande skall gälla.

Paragrafen överensstämmer till väsentlig del med den tidigare behandlade 21 a § fondkommissionslagen. Två avvikelser förekommer emellertid. För det första gäller undantaget endast 12 kap. 7 § första stycket ABL. I övrigt gäller 12 kap. 7 § ABL i oinskränkt utsträckning. Detta innebär bl.a. att det särskilda förbudet i 12 kap. 7 § tredje stycket aktiebolagslagen mot lämnande av penninglån för förvärv av aktier i bolaget även fortsättningsvis skall tillämpas beträffande kreditaktiebolag. Den andra avvikelserna innebär, att förevarande paragraf ej gäller lån till aktieägare (jfr föreslagna 21 a § första stycket 4 fondkommissionslagen).

Då sålunda denna paragraf – med de undantag som nyss nämnts – är utformad på samma sätt som 21 a § fondkommissionslagen kan här hänvisas till vad som anförts i anslutning till sistnämnda paragraf.

13.2.4 Ändringar i sekretesslagen (1980:100)

8 kap. 5 § samt 9 kap. 17 §

I rubricerade paragrafer föreslås vissa kompletterande bestämmelser för att tillgodose det behov av sekretess som kan uppkomma i den utredande verksamhet bankinspektionen får bedriva enligt förslaget till värdepappersmarknadslag. Beträffande den allmänna motiveringen till bestämmelserna hänvisas till avsnitt 11.3.

I 8 kap. 5 § regleras den sekretess som gäller i statliga myndigheters tillståndsgivnings- och tillsynsverksamhet, såvitt verksamheten rör bank- och kreditväsendet, fondkommissionärs- och fondbörsväsendet samt försäkringsväsendet. De myndigheter som åsyftas är i första hand bank- och försäkringsinspektionerna.

Enligt förslaget tillförs paragrafen en bestämmelse om att sekretess också gäller för sådan uppgift om enskildas ekonomiska förhållanden, vilken lämnats med anledning av skyldighet att på begäran lämna uppgift till myndighet som övervakar förhållandena på värdepappersmarknaden. Rör

uppgiften den uppgiftsskyldige gäller dock sekretess endast om denne kan antas lida skada om uppgiften röjs och sekretess inte motverkar syftet med uppgiftsskyldigheten.

Bestämmelsen omfattar sålunda de situationer där bankinspektionen infordrar särskilda uppgifter enligt förslaget till lag om värdepappersmarknaden. Sådana uppgifter kan infordras med stöd av 26 och 28 §§ samt 31-33 §§ i den föreslagna lagen. Såvitt gäller uppgifter som avses i 31 §, dvs. sådana som kan infordras vid antagande om lagöverträdelse som är straffbelagd, är dock 9 kap. 17 § i stället tillämplig (se nedan). Med enskild avses såväl fysisk som juridisk person⁴.

Enligt bestämmelsens första punkt begränsas sekretessen endast av att uppgiften måste avse "ekonomiska förhållanden". I bestämmelsens andra punkt, som gäller i fall uppgiften endast rör den uppgiftsskyldige, görs dock en ytterligare begränsning. Förutsättningen för sekretess i nämnda fall är att det kan antas att den uppgiftsskyldige kan lida skada om uppgiften röjs och sekretess inte motverkar syftet med uppgiftsskyldigheten. Med skada förstås en rent ekonomisk effekt, alltså ekonomisk förlust. Det nämnda skaderekvisitet är vad man kallar "rakt", dvs. en presumtion för offentlighet föreligger⁵. Det sista ledet i den andra punkten tar främst sikte på den uppgiftsskyldighet som åvilar förvaltare som avses i 28 § förslaget till värdepappersmarknadslag. Denna uppgiftsskyldighet syftar bl.a. till att den investerande allmänheten genom bankinspektionens försorg skall kunna göras uppmärksam på att missförhållande i förvaltningsverksamheten föreligger. Till följd härav finns inget formellt hinder för att en eljest sekretessbelagd uppgift upptas i sådant beslut som avses i 29 § andra stycket förslaget till värdepappersmarknadslag. Det förutsätts, såsom vid tillämpningen av 13 kap. 6 § sekretesslagen, att inspektionen skall kunna redovisa objektivt godtagbara skäl för sitt ställningstagande att redovisa respektive underlåta att redovisa uppgifter av här avsett slag i s.k. anmärkningsbeslut⁶.

I 9 kap. 17 § förekommer regler om sekretess beträffande förundersökning m.m. till skydd för enskildas intressen. Sekretess gäller för uppgift om enskilds personliga eller ekonomiska förhållanden, om det kan antas att den enskilde eller någon honom närstående lider skada eller men om uppgiften röjs.

Enligt förslaget skall sekretess som nyss sagts också gälla i bankinspektionens verksamhet för att uppdaga eller utreda brottsliga förfaranden på värdepappersmarknaden. Den utredande verksamhet som avses är utövningen av frågerätten enligt 31 § förslaget till lag om värdepappersmarknaden. Eftersom denna frågerätt har förundersöknings karaktär har den ansetts i sekretesshänseende böra likställas med sådan undersökning. Sekretessen är begränsad genom ett s.k. rakt skaderekvisit, dvs. presumtion för offentlighet föreligger. I motsats till här förut behandlad paragraf (8 kap. 5 §) gäller sekretess inte bara uppgifter om ekonomiska utan även om personliga förhållanden. Vidare gäller sekretess inte bara om ekonomisk skada kan uppkomma genom att uppgiften röjs. Även om ett röjande av en uppgift kan antas medföra "men" för den enskilde eller honom närstående gäller sekretess.

Under sekretesslagens förarbeten förekom en hel del diskussion om

⁴Se Corell m.fl., Sekretesslagen, 1980 s. 55

⁵Se Corell m.fl., a.a. s. 49

⁶Jfr Corell m.fl., a.a. s.

innebörden av de båda begreppen "skada" och "men" och gränsdragningen mellan dem. Av i huvudsak praktiska skäl ansågs lämpligt att låta "skada" avse uteslutande ekonomisk skada och "men" i första hand integritetskränkningar. Det ansågs emellertid att ordet "men" också i vissa sammanhang kunde inbegripa ekonomiska konsekvenser för enskild. Uttrycket "men" har alltså getts en mycket vid innebörd. I första hand åsyftas sådana effekter som att någon blir utsatt för andras missaktning, om hans personliga förhållanden blir kända⁷.

⁷Se Corell m.fl., a.a., s. 51 ff

Bilaga 1 A Inregistreringskontrakt

Stockholms fondbörs, nedan kallad börsen, och AB ..., nedan kallat bolaget, avtalar följande.

1. Om bolaget för offentliggörande upprättar prognos avseende bokförings-årets resultat eller förhandsmeddelande om blivande årsbokslut, skall offentliggörandet ske omedelbart efter det prognosen eller förhandsmeddelandet fastställts. Innehållet skall samtidigt delges börsen.
2. När bolagets styrelse fastställt årsbokslut, skall bolaget omedelbart genom bokslutskommuniké offentliggöra det väsentliga innehållet i detta. Kommunikén skall samtidigt delges börsen.

Bokslutskommuniké skall alltid innehålla uppgift om bolagets eller, när bolaget är moderbolag, koncernens resultat efter finansiella intäkter och kostnader. Extraordinära intäkter och kostnader skall anges när de är av betydelse för bedömningen av bolaget resp. koncernen. Kommunikén skall vidare innehålla uppgift om förslag till vinstutdelning eller till emission av aktier, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller vinstandelslån.

3. Ändras bokslutet så att det i beaktansvärd mån avviker från vad som angivits i bokslutskommunikén, skall ändringen omedelbart delges börsen och offentliggöras.
4. Om revisionsberättelsen innehåller anmärkning eller upplysning som avses i 10 kap. 10 § tredje stycket aktiebolagslagen (1975:1385) eller om revisorerna ej enhälligt tillstyrker fastställande av balansräkning och resultaträkning, styrelsens förslag till dispositioner beträffande bolagets vinst eller förlust eller ansvarsfrihet för styrelseledamöterna och verkställande direktören, skall upplysning härom omedelbart efter det att revisionsberättelsen överlämnats till bolagets styrelse av bolaget delges börschefen och snarast, dock senast inom en vecka efter överlämnandet, offentliggöras.
5. Årsredovisning, delårsrapport, emissionsprospekt och övriga meddelanden till aktieägarna skall sändas till börsen samtidigt med att sådana meddelanden sändes till aktieägarna. Har sådant meddelande tillställts massmedia i förväg med eller utan förbehåll om publiceringstid, skall börsen dock tillställas meddelandet samtidigt som massmedia, i förekommande fall med angivande av publiceringstid.
6. I den mån det inte framgår av årsredovisningen skall bolaget samtidigt som årsredovisningen sänds till aktieägarna på samma sätt lämna upplysningar i följande avseenden.

- a) Om apportegendom under bokföringsåret tillförts bolaget genom nyemission: värdet av denna egendom beräknat efter de nyemitterade aktiernas genomsnittliga köpkurs under emissionstiden.
- b) De principer efter vilka fordringar och skulder i utländsk valuta har omräknats till svenska kronor i balansräkningen.
7. Beslutar bolaget förlänga räkenskapsåret, skall bolaget snarast underrätta börsen härom. Om börsen så påfordrar, skall bolaget avge en delårsrapport för den tid som motsvarar det tidigare räkenskapsåret.
8. Uppgift om tidpunkt för styrelsens behandling av bokslut och styrelsens eller verkställande direktörens behandling av delårsrapport skall bolaget sända till börschefen så långt i förväg som möjligt.
9. Lämnar bolaget offentligt erbjudande om förvärv av aktier i annat bolag vilka noteras vid börsen eller på Svenska Fondhandlareföreningens särskilda kurslista, skall bolaget iaktta Näringslivets börskommittés rekommendationer av den 22 februari 1971 rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag.

Offentligt erbjudande som avses i första stycket skall delges börschefen omedelbart efter det först inträffade av nedan angivna tillfällen;

- a) när styrelsen beslutat avge offentligt erbjudande
- b) när styrelsen beslutat att uppta förhandling eller lämna information enligt lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet innan offentligt erbjudande avges
- c) när enligt nämnda lag förhandling upptagits eller information lämnats om offentligt erbjudande innan styrelsen behandlat frågan.

När bolagets styrelse underrättats om att offentligt erbjudande som avses i första stycket kommer att lämnas till bolagets aktieägare, skall börschefen – om bolaget ej erhållit uppgift om att börschefen redan fått besked därom av den som kommer att lämna erbjudandet – omedelbart delges detta.

10. Om bolaget fattar beslut eller händelse inträffar som är av beskaffenhet att i icke oväsentlig grad påverka den bild av bolagets, eller när bolaget är moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning eller delårsrapport eller annat som förekommit därefter skall bolaget – om beslutet eller händelsen ändock inte är allmänt kända – genast delge börsen uppgift härom och utan obehörigt dröjsmål offentliggöra saken (se dock punkt 15).
11. Varje avgång eller nyval av ledamot eller suppleant i styrelsen eller av revisor liksom verkställande direktörens avgång eller utseende av ny verkställande direktör skall omedelbart delges börsen och offentliggöras. Detta gäller dock ej offentlig styrelseledamot eller arbetstagarledamot eller suppleant för sådan.
12. Är eller blir bolaget registrerat på annan börs, skall bolaget samtidigt som bolaget lämnar uppgifter till denna sända en kopia därav till börsen.
13. Lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering skall vara tillämplig på bolaget.
14. Bolaget skall i övrigt på anmodan lämna börsen de upplysningar som börsstyrelsen anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt lagen om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet och börsordningen.

SEKRETESS

15. Om offentliggörande av viss uppgift är till förfång för bolaget, får bolaget underlåta att offentliggöra den. Innan bolaget beslutar härom skall samråd ske med börschefen.

Uppgiften skall dock alltid på det sätt som är föreskrivet tillställas börschefen.

16. Uppgift som börsen enligt detta kontrakt erhållit från bolaget under förbehåll om tystnadsplikt får börsen ej utan bolagets medgivande lämna ut till annan förrän uppgiften blivit offentlig eller enligt kontraktet skulle ha offentliggjorts. Uppgiften får dock alltid hållas tillgänglig för tillsynsmyndigheten enligt lagen om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet enligt 35 och 36 §§ nämnda lag.

SÄTTET FÖR DELGIVNING OCH OFFENTLIGGÖRANDE

17. Delgivning med börsen resp. börschefen sker genom telegram eller telexmeddelande till börschefen. Budskickning får användas om detta går lika fort. Kortare meddelanden kan överbringas per telefon.

I övrigt sändes uppgift med posten.

Offentliggörande enligt detta avtal skall anses ha skett om kommuniké lämnats till TT. För en effektiv spridning av information bör dock bolaget därutöver iaktta börsstyrelsens rekommendation i skriften "Börsinformation, principer och praxis".

VITE

18. Bryter bolaget mot detta kontrakt och är förfarandet ej ursäktligt, äger börsen, om den inte föredrar att tillämpa bestämmelser om börsstopp eller om avregistrering, av bolaget utfå ett vite motsvarande tio gånger den årsavgift som bolaget senast betalat till börsen eller det lägre belopp som börsen finner skäligt.

UPPSÄGNING

19. Kontraktet kan av endera parten uppsägas för ändring av en eller flera bestämmelser. Så länge bolagets aktier är inregistrerade vid börsen, blir kontraktet dock gällande med oförändrat innehåll till dess ny överenskommelse träffats.

Bilaga 1 B Avtal angående OTC-notering

....., nedan kallat Bolaget, och, nedan kallad/ kallat Market Maker, har överenskommit att Market Maker skall medverka vid introduktionen av och ställa kurser i Bolagets aktier på OTC-marknaden. (OTC = *over the counter*.) Med anledning därav har följande avtal träffats mellan Market Maker och Bolaget. Avtalet baseras huvudsakligen på det inregistreringskontrakt som träffas mellan Stockholms fondbörs och bolag vars aktier är inregistrerade vid fondbörsen. Därav följer att det är Market Makers och Bolagets avsikt att beakta ändringar i inregistreringskontraktet och, när så är lämpligt, göra motsvarande ändringar i detta avtal.

1. Market Maker skall på begäran av allmänheten och fondkommissionärer ange den köp- respektive säljkurs till vilken Market Maker är villig att köpa eller sälja Bolagets aktier. Den som begär att Market Maker skall ange kurs eller kurser behöver inte ange om han önskar köpa eller sälja aktier.

Varje transaktion skall omfatta en eller flera poster, envar om aktier ("noteringspost"). Värdet av en noteringspost skall motsvara minst 1/4 basbelopp. Storleken av noteringsposten skall därför på begäran av Market Maker kunna ändras efter inträffade kursförändringar av mer permanent karaktär så att den bibehåller nämnda värde.

2. Om Bolaget för offentliggörande upprättar prognos avseende bokföringsårets resultat eller förhandsmeddelande om blivande årsbokslut, skall offentliggörandet ske omedelbart efter det att prognosen eller förhandsmeddelandet fastställs. Innehållet skall samtidigt delges Market Maker.
3. När Bolagets styrelse fastställt årsbokslut, skall Bolaget omedelbart genom bokslutskommuniké offentliggöra det väsentliga innehållet i detta. Kommunikén skall samtidigt delges Market Maker.

Bokslutskommuniké skall alltid innehålla uppgift om Bolagets eller, när Bolaget är moderbolag, koncernens resultat efter finansiella intäkter och kostnader. Extraordinära intäkter och kostnader skall anges när de är av betydelse för bedömningen av Bolaget resp. koncernen. Kommunikén skall vidare innehålla uppgift om förslag till vinstutdelning eller till emission av aktier, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller vinstandelslån.

4. Ändras bokslutet så att det i beaktansvärd mån avviker från vad som angivits i bokslutskommunikén skall ändringen omedelbart delges Market Maker och offentliggöras.

5. Om revisionsberättelsen innehåller anmärkning eller upplysning som avses i 10 kap. 10 § tredje stycket aktiebolagslagen (1975:1385) eller om revisorerna ej enhälligt tillstyrker fastställande av balansräkning och resultaträkning, styrelsens förslag till dispositioner beträffande Bolagets vinst eller förlust eller ansvarsfrihet för styrelseledamöterna och verkställande direktören, skall upplysning härom omedelbart efter det att revisionsberättelsen överlämnats till Bolagets styrelse av Bolaget delges Market Maker och snarast, dock senast inom en vecka efter överlämnandet, offentliggöras.
6. Årsredovisning, delårsrapport, emissionsprospekt och övriga meddelanden till aktieägarna skall sändas till Market Maker samtidigt med att sådana meddelanden sändes till aktieägarna. Har sådant meddelande tillställts massmedia i förväg med eller utan förbehåll om publiceringstid, skall Market Maker dock tillställas meddelandet samtidigt som massmedia, i förekommande fall med angivande av publiceringstid.
7. I den mån det inte framgår av årsredovisningen skall Bolaget samtidigt som årsredovisningen sänds till aktieägarna på det sätt som anges i punkt 6 ovan lämna Market Maker upplysningar i följande avseenden;
 - a) Om apportegendom under bokföringsåret tillförts Bolaget genom nyemission; värdet av denna egendom beräknat efter de nyemitterade aktiernas genomsnittliga köpkurs under emissionstiden;
 - b) De principer efter vilka fordringar och skulder i utländsk valuta har omräknats till svenska kronor i balansräkningen.
8. Beslutar Bolaget förlänga räkenskapsåret, skall Bolaget snarast underätta Market Maker härom. Om Market Maker så påfordrar, skall Bolaget avge en delårsrapport för den tid som motsvarar det tidigare räkenskapsåret.
9. Uppgift om tidpunkt för styrelsens behandling av bokslut och styrelsens eller verkställande direktörens behandling av delårsrapport skall Bolaget sända till Market Maker så långt i förväg som möjligt.
10. Lämnas Bolaget offentligt erbjudande om förvärv av aktier i annat bolag vilka noteras vid Stockholms fondbörs eller är föremål för OTC-notering, skall Bolaget iaktta Näringslivets börskommittés rekommendationer av den 22 februari 1971 rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Vad nu sagts skall gälla även om något samgående inte har planerats.

Offentligt erbjudande som avses i första stycket skall delges Market Maker omedelbart efter det först inträffade av nedan angivna tillfällen:

- a) när styrelsen beslutat avge offentligt erbjudande
- b) när styrelsen beslutat uppta förhandling eller lämna information enligt lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet innan offentligt erbjudande avges
- c) när enligt nämnda lag förhandling upptagits eller information lämnats om offentligt erbjudande innan styrelsen behandlat frågan.

När Bolagets styrelse underrättats om att offentligt erbjudande som avses i första stycket kommer att lämnas till Bolagets aktieägare, skall Market Maker – om Bolaget ej erhållit uppgift om att Market Maker redan fått besked därom av den som kommer att lämna erbjudandet –

- omedelbart delges detta.
11. Om Bolaget fattar beslut eller händelse inträffar som är av beskaffenhet att i icke oväsentlig grad påverka den bild av Bolagets, eller när Bolaget är moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning eller delårsrapport eller annat som förekommit därefter skall Bolaget – om beslutet eller händelsen ändock inte är allmänt kända –genast delge Market Maker uppgift härom och utan obehörigt dröjsmål offentliggöra saken.
 12. Varje avgång eller nyval av ledamot eller suppleant i styrelsen eller av revisor liksom verkställande direktörens avgång eller utseende av ny verkställande direktör skall omedelbart delges Market Maker och offentliggöras. Detta gäller dock ej arbetstagarledamot eller suppleant för sådan.
 13. Bolaget skall i övrigt på anmodan lämna Market Maker de upplysningar som Market Maker anser behövliga för att kunna fullgöra sina uppgifter som Market Maker.
 14. Om offentliggörande av viss uppgift är till förfång för Bolaget, får Bolaget underlåta att offentliggöra den. Innan Bolaget beslutar härom skall samråd ske med chefen för Stockholms fondbörs, som skall erhålla uppgiften.
 15. Market Maker har tystnadsplikt beträffande affärsförhållanden och andra förhållanden rörande Bolaget samt personliga förhållanden, om vilka Market Maker erhållit kännedom i denna sin egenskap, och får ej i strid med Bolagets intresse utnyttja sådan kännedom. Market Maker skall tillse att de som är anställda hos honom iakttar vad nu sagts.
 16. Delgivning med Market Maker sker genom telegram eller telexmeddelande. Budskickning får användas om detta går lika fort. Kortare meddelanden kan överbringas per telefon. Offentliggörande enligt detta avtal skall anses ha skett om kommuniké lämnats till TT. För en effektiv spridning av information bör dock Bolaget därutöver iaktta börsstyrelsens rekommendation i skriften "Börsinformation, principer och praxis".
 17. Bolaget skall vara avstämningsbolag.
 18. Bolaget skall till Market Maker erlægga *dels* en uppläggningsavgift om kronor i samband med undertecknandet av detta avtal, *dels* en årlig avgift om f.n. 2.000 kronor varje den, första gången den Market Maker äger rätt att efter tre månader i förväg verkställd skriftlig avisering ändra den årliga avgiften i takt med kostnadsutvecklingen för Market Makers tjänster enligt detta avtal.
 Dessutom skall Bolaget ersätta Market Maker för de kostnader och de utlägg denne må ha i samband med OTC-noteringen.
 19. Market Maker har rätt att tillfälligt upphöra med ställande av kurser i Bolagets aktier (noteringsstopp) om särskilda skäl föreligger, t ex om Market Maker har anledning anta att viss person har förtrolig information. Noteringsstopp får inte vara längre än som oundgängligen behövs.
 20. Tvister med anledning av detta avtal skall avgöras av skiljemän enligt den vid skiljeförfarandets påkallande gällande lagen om skiljemän.
 21. Market Maker äger rätt att säga upp avtalet till upphörande om Bolaget

bryter mot någon av avtalets bestämmelser.

Vidare äger Market Maker rätt att säga upp avtalet till upphörande om han anser att det inte längre är motiverat eller lämpligt att ställa kurser i Bolagets aktier.

Market Maker äger dessutom rätt att säga upp avtalet för anpassning till ändringar i det i ingressen nämnda inregistreringskontraktet.

Market Maker eller Bolaget äger rätt att säga upp avtalet till upphörande under förutsättning att en annan fondkommissionär åtar sig uppdraget som Market Maker från den tidpunkt då den nuvarande Market Maker skall frånträda sitt uppdrag enligt detta avtal.

Bilaga 2 Iakttagelser beträffande insideraffärer 1979

I det följande redovisas vissa uppgifter beträffande under 1979 gjorda insideraffärer.

Affärernas storlek

En sammanställning av registrerade uppgifter avseende 1979 ger vid handen, att genom 548 under året gjorda affärer¹ omsattes 1 124 623 aktier. I genomsnitt omsattes alltså 2 052 aktier per affär. Försäljningarna omfattade i genomsnitt flera aktier än köpen; 2 425 aktier omsattes sålunda per försäljningstillfälle medan motsvarande siffra i fråga om köp var 1 825 aktier.

En fördelning av affärerna på olika intervall visar, att medianen låg i skiktet 400-500 aktier, undre kvartilen i skiktet 100-200 aktier och den övre kvartilen i skiktet 1 000-1 500 aktier. Några större skillnader mellan köp och försäljning i ifrågavarande hänseende förelåg inte.

Beträffande särskilt andelen större affärer kan nämnas, att 31 % av affärerna omfattade 1 000 aktier eller mera, 18 % 2 000 eller mera, 13 % 3 000 eller mera, 8 % 5 000 eller mera, 4 % 10 000 eller mera och 2 % 20 000 eller mera.

Insiders aktivitet i vissa bolag

En jämförelse har gjorts mellan aktiviteten hos insiders i de fem bolag som hade den bästa resultatutvecklingen 1979 (bästgruppen) och de fem bolag som hade den oförmånligaste utvecklingen under samma period (sämstgruppen).

35 % av insiders i bästgruppen gjorde under året affärer i aktier utgivna av det egna bolaget, medan motsvarande siffra i fråga om sämstgruppen var 9 %. Hos insiders i den förra gruppen omsattes 243 007 aktier, medan omsättningen i den senare gruppen inskränkte sig till 12 000. Härtill kommer att insiders i bästgruppen köpte konvertibla skuldebrev, som sedermera konverterats till 53 062 aktier. Omsättningen av aktier var alltså nästan 25 gånger större i bästgruppen än i sämstgruppen.

Fördelningen av omsättningen på köp och försäljning visar beträffande bästgruppen, att köpen dominerade klart. Av 61 affärer avsåg sålunda 55 affärer köp och endast 6 försäljning. Det kan nämnas, att av de 19 affärer som

¹Siffran är högre än den som redovisas i bankinspektionens statistik beroende på att inspektionen enligt ett visst system räknar i anslutning till varandra gjorda affärer av en insider och honom närstående såsom en affär.

gjordes i det bolag som hade den allra bästa kursutvecklingen var *alla* köp.

Av intresse är att fyra av de sex utförsäljningarna, omfattande inte mindre än 95 % av samtliga försålda aktier, skedde under november–december då kursen stabiliserats på en hög nivå. Flera av de sex försäljningarna var också s.k. korta affärer, dvs. sådana där även inköp gjorts under året. Räknas samman de försäljningar som antingen var ett led i en kort affär eller verkställdes under årets slutmånader blir resultatet att drygt 99 % var av nämnda beskaffenhet.

En uppföljning av beteendet hos insiders i bästgruppen första halvåret 1980 visade att sammanlagt 13 affärer gjordes. Bortses från en försäljning som uppenbarligen hade samband med ett offentligt erbjudande om aktieköp var det nu lika många försäljningar som köp, dvs. sex av varje slag. Anmärkningsvärt var att alla försäljningar avsåg aktier i ett bolag, nämligen det *enda* av de fem ifrågavarande bolagen för vilket den gynsamma kursutvecklingen nu vänt.

Det anförda frammanar obestriddigen bilden av att insiders har och tar tillvara möjligheten att gå in och ur papperen vid den tidpunkt som är ekonomiskt gynnsammast för dem, men det undersökta beteendet hos insiders i sämstgruppen gör bilden mindre entydig. Av de 22 affärer som företogs av insiders i sämstgruppen avsåg nämligen 20 köp (12 113 aktier) och endast två försäljningar (991 aktier). Merparten av köpen avsåg obetydliga poster. Hela 92 % av aktierna inköptes sålunda vid två tillfällen.

S.k. kritiska affärers "lönsamhet"

Kursutvecklingen på aktier som under 1979 köpts eller försåls genom s.k. kritiska affärer har studerats. Därvid har kursen på aktien den dag den kritiska affären genomfördes jämförts med den kurs aktien stod i vid årets slut, dvs. årsskiftet 1979/1980. Endast köp eller försäljningar som omfattat 100 aktier eller mera har beaktats. Av intresse är att generalindex under året i stort sett låg stilla; index sjönk med mindre än 0,5 %.

Vad gäller gjorda köp hade vid 42 köptillfällen inköpts aktier för 5 920 385 kr. I 30 fall hade kursen fram till årsskiftet stigit och i återstående 12 fall hade den gått ned. Totalt var värdet på de inköpta aktierna vid årsskiftet 2 549 405 kr högre än inköpspriset. Justeras storleken av det satsade kapitalet med hänsyn till den tid under året som det varit bundet till respektive investering och antas att värdeökningen realiserats vid årets slut, motsvarar denna en avkastning på cirka 60 procent.

Det förekom 24 försäljningar genom vilka såldes aktier för sammanlagt 9 263 659 kr. I 19 fall gick kursen på de avyttrade aktierna ner under tiden fram till årsskiftet med sammanlagt 1 818 857 kr. I återstående fem fall skedde en värdeökning på de sålda aktierna uppgående till 343 840 kr. Totalt undveks alltså en förmögenhetsminskning på 1 457 017 kr genom att aktierna realiserades vid de valda tidpunkterna i stället för vid årsskiftet.

För att få en indikation på insiders möjlighet till korttidsspekulation har vidare transaktionsdagens kurs jämförts med kursen på ifrågavarande aktier en månad efter respektive affär.

Lägger man samman värdeförändringarna i de enskilda fallen blir resultatet i fråga om köpen att aktier förvärvade för 5 920 385 kr sammanlagt under en 30-dagarsperiod ökat med 236 720 kr i värde, vilket motsvarar en värdetillväxt under 30 dagar på knappt 4 procent. De för 9 263 659 kr försålda aktierna undergick under en 30-dagarsperiod en värdeförsämring på 390 949 kr motsvarande en nedgång på drygt 4 procent. Annorlunda uttryckt skulle de insiders som gjorde kritiska affärer ha försämrat sitt förmögenhetsläge med totalt 627 669 kr, om varje köp eller försäljning skett en månad senare än vad som nu var fallet.

Några enskilda affärer

Medan vad som anförts i det föregående avsnittet gällt den sammantagna värdeutvecklingen på köpta och försålda aktier, skall i det följande ges exempel på ett antal *enskilda* kritiska affärer av särskilt intresse i förevarande sammanhang.

Av köpen märks tre affärer i ett bolags aktier under januari 1979, samtliga företagna mindre än 30 dagar före offentliggörande av bolagets årsredovisning. Hustrun till verkställande direktören köpte 5 000 aktier i bolaget och i anslutning därtill förvärvade en bolagets vice verkställande direktör 5 000 aktier och en annan vice verkställande direktör 4 000 aktier. Kursen på bolagets aktier steg under månaden efter köpen med cirka 25 procent och de förvärvade 14 000 aktierna hade 30 dagar efter förvärvet ett värde som med 272 500 kr översteg förvärvspriset. Den gynnsamma kursutvecklingen fortsatte under året och värdeökningen på de aktier som omfattades av de tre insideraffärerna uppgick vid årets slut till ca en miljon kr.

I ett annat anmärkningsvärt fall gjorde en styrelseledamot och ett bolag varmed denna hade väsentlig ekonomisk gemenskap fyra köp under kritisk tid omfattande sammanlagt 7 750 aktier. Genom affärerna omsattes 594 250 kr. Inom 30 dagar efter respektive förvärvstillfälle hade aktierna stigit med sammanlagt 46 875 kr och vid årets slut noterades aktierna för ett belopp som med 614 500 kr översteg det satsade kapitalet. Värdet hade alltså stigit med mer än 100 procent.

Beträffande kritiska försäljningar kan uppmärksammas en omfattande utförsäljning som företogs i slutet av mars och början av april av företrädare för ett bolag jämte deras anhöriga. Inom en månad före offentliggörande av årsredovisning respektive bolagsstämma gjorde sålunda bolagets VD, dennes barn, en vice VD samt två styrelseledamöter samt hustrun till en av dessa utförsäljningar på sammanlagt 21 000 aktier. En månad efter avyttringarna hade kursen på de försålda aktierna sjunkit med 210 000 kr. Vid årsskiftet var kursen på de försålda innehaven 754 200 kr lägre än vid försäljningstillfället. – Till de gynnsamma utförsäljningarna hörde också en VD:s försäljning av 8 500 aktier i ett bolag i mars/april för 1 700 000 kr. Efter en månad var kursen på aktierna 110 500 kr lägre och vid årsskiftet 408 000 kr lägre. Vidare må nämnas en styrelseledamots försäljning av 2 000 aktier i april för 416 000 kr. Kursen på de försålda aktierna sjönk inom 30 dagar med 32 000 kr och fram till årsskiftet med 176 000 kr.

Av det föregående har framgått, att förekommande kritiska affärer också

ger exempel på investeringar och försäljningar som utvecklats sig mindre gynnsamt. Dessa är emellertid i klar minoritet och kursförskjutningarna har i dessa fall utom vid något enstaka tillfälle varit mindre markerad. I fråga om köpen är ett förvärv av 15 000 aktier som en styrelseledamot gjorde i oktober den placering som beloppsmässigt utvecklade sig sämst. Kursnedgången mellan förvärvstidpunkten och årsskiftet inskränkte sig dock till 3 kr och 50 öre per aktie.

Bilaga 3 Summary in English

Acting on Government authorisation dated 28 June 1979, the Minister of Economics, on the same day, directed a special Commissioner, assisted by a specialist adviser and two experts, to inquire into questions concerning surveillance over the securities market, etc. The results of their inquiries are set forth in this Report. In the following, the Commission's proposal is summarised in so far as it concerns the regulation of the securities market.

Among other things, the Report proposes new legislation, to be entitled the Securities Market Act. The intention is that it will supplement Acts that already exist in the area of the securities market: the Stockbroking Act (1979:748) and the Stockholm Stock Exchange Act (1979:749). Incorporated into the proposed Act are provisions that are already present in the Act (1971:827) on Registration of Certain Shareholdings (commonly referred to as the "Insider Act") and in the Act (1908:129 p. 1) Containing Certain Regulations on Trade with Securities. It follows that the Commission's proposal would also entail the repeal of these Acts. In addition to provisions that are already to be found in the said Acts, the new draft legislation contains a number of rules to which there is no equivalent in the law as it stands at present.

The most central part of the proposed Bill consists of provisions designed to curb insider trading. As used in the Bill, the term "insider trading" refers to a proceeding whereby persons standing in a special relationship to a company buy or sell shares in that company on the basis of information concerning the said company that is not available to the general public.

The Insider Act that is now in force likewise seeks to curb insider trading. The Act requires the people in a listed company who normally receive confidential information on facts having a significant bearing on the company (the managing director, other directors and so on) to notify the Bank Inspection Board whenever they or people close to them carry out transactions in shares of the company. The idea was that those concerned, being obliged to report their dealings to the Inspection Board, would abstain from any transactions "that can not stand the light of day".

The Bank Inspection Board, which ensures that the Act is observed, does not have to concern itself with the question of whether there has or has not been any insider trading; it interests itself solely in ensuring that the duty of notification has been properly discharged.

The Bill now under notice retains the duty of notification, but gives it a

more subordinate significance than before, the central point in the proposed legislation, insofar as it concerns the curbing of insider trading, being that persons who are closely associated with a listed company or a company whose shares are quoted on the OTC market are prohibited from dealing in the shares of their "own" company when they have knowledge of an event within the company that has not been publicly disclosed. A special prohibition is proposed to apply in the case where a legal entity intends to announce a public bid to take over the shares of a publicly held company. In serious cases, infringement of these prohibitions renders the offender liable to penalties. Both the extension of the purview of the law to OTC companies and the criminalisation of insider trading are innovations going beyond the legislation that is currently in force.

The reasons for proposing the inception of public sanctions against insider trading are as follows. There are indications that the practice does in fact occur. Since, however, insider trading as such has not up to now attracted any intervention by society, no public documentation is available that could provide firm evidence of what has gone on. The Commission has, however, come to the conclusion that insider trading, insofar as it occurs, upsets confidence in the securities market so seriously that this in itself is enough to justify a resort to public sanctions. Other circumstances, too, suggest that legislation of the proposed kind would be desirable. It has for example emerged that persons who are subject to the duty of notification under the Insiders Act are dealing on an unacceptable scale in shares of their own company just before the publication of price-sensitive information. Since dealings of a kind that threaten confidence in the market cannot very well be eradicated by the voluntary approach, legislation constitutes the natural alternative. A further point is that during the period in which the Commission has been engaged on its work of inquiry there has been a dramatic development of share trading on the Stockholm Stock Exchange as regards both turnover and price movements: the Exchange has indeed grown to be one of the ten largest in the world. When a market reaches this scale it becomes imperative for it to have regulation comparable to what already exists on highly developed markets elsewhere. As an example, insider trading has been made a criminal offence in the U.S., in Britain and in France alike.

The sanction thus proposed is linked to two kinds of prohibition. The first of these become operative as soon as a suggestion is put forward within an enterprise (the bidding enterprise) to invite the shareholders of a given company (the target company) to sell their shares to the bidding enterprise. According to the Bill, a person having knowledge of these plans would be debarred from trading in the shares of the target company, or in those of the bidding enterprise if the latter is a publicly held company, until the bid has been made public or has lapsed. There are a number of limitations concerning the purview of the prohibition. The bid must concern the shares of a publicly held company, which is here taken to mean a company that is listed on a stock exchange or whose shares are traded on the OTC market. The prohibition is also confined to those who have learned of the plans in their capacity as employees of or contractors to either of the two enterprises involved or their parent companies or parent enterprises, together with

major stockholders in either of the enterprises involved in the bid. A "major stockholder" is taken to be one who holds at least five per cent of the shares or participation certificates or at any rate enough shares or participation certificates to give him at least five per cent of the total voting strength. Trading on behalf of a third party, or prompting a third party to buy the shares by tendering advice or in other comparable ways, is ranked with own-account trading for the purposes of the Act.

The second prohibition is more general in character, in that it becomes operative immediately upon the occurrence, in any publicly held company or its parent company or parent enterprise, of an event of such a nature that it is liable to have a material effect on the price of the shares of the publicly held company when it becomes generally known. Anyone who has knowledge of the said event and who has an insider position in the publicly held company must not deal in the shares of the company until the event has been disclosed to the public. The Commission also proposes a prohibition against inducing others to deal in such shares, either by tendering advice or in any other comparable way. Those who are considered to have an "insider position" are primarily those who are now subject to the duty of notification under the Insiders Act, i.e. directors or their alternates, managing or deputy managing directors, auditors or their deputies, and such leading officers of the company as can normally be expected to have knowledge of price-sensitive events within the company. It is proposed, however, that this list should be somewhat extended. Anyone who holds a qualified assignment from the company on a regular basis is ranked with its leading officers. Anyone who holds a post or assignment as just described at the company's parent company or parent enterprise is also regarded in the Bill as having an insider position vis-à-vis the publicly held company. The same applies to anyone who is a partner (but not a limited partner) in a corporate partnership that is the parent enterprise to the publicly held company. Finally, a natural person who holds a large block of shares in the publicly held company is also considered to be on the "prohibited list".

"Insider position" is a legal term as understood in Sweden. It cannot be denied that unpublished, price-sensitive information may come to the ears of persons not holding an insider position as such. Generally speaking, however, the insider circle has a head start on outsiders in the matter of access to information. In listing those who are considered to hold an insider position it has also been borne in mind that the said categories have a position or function such that special standards can be applied to them. The relationship in which they stand to the company is also such that insider trading by them is more calculated to upset market confidence than when the information is acted upon by someone who has come into possession of it more by chance. Considerations of enforcement also render it necessary not to make the "prohibited list" unduly long.

As just mentioned, the proposal retains in principle the duty of notification as laid down by the Insiders Act. The prime reason for this is that notification is regarded as valuable in ensuring compliance with the provisions of the prohibition. Besides this, the duty of notification may exert a restraining effect quite apart from the proposed prohibitions.

In the Bill, the duty of notification is constructed on essentially the same

lines as hitherto. Some modifications have, however, been suggested. Thus the notification must be lodged within fourteen days instead of within one month as at present. Further, it is proposed that the duty of notification should be abolished in cases where the holding or the change in the holding does not exceed fifty shares. The same applies when the holding has been increased in consequence of a bonus issue.

In the Commission's proposal the Bank Inspection Board is assigned the role of watchdog over the legislation in its entirety. In cases of suspected insider trading the Board is empowered to gather the data that it requires for ascertaining the facts of the matter. However, the duty to furnish such data applies only to the pertinent enterprises or to their parent companies or parent enterprises or to those believed to have disregarded either of the prohibitions. If the Bank Inspection Board's inquiries do not eliminate the assumption that there has been an offence, the Board can refer the case to the prosecuting authorities. The right to prosecute is "exclusive", which means that legal action cannot be taken unless the case has been so referred by the Board. In practice this would also appear to mean that a police inquiry would not be initiated unless called for by the Board.

If the court finds that any of the aforementioned prohibitions has been contravened, and that the offence was premeditated, the Bill proposes that the offender be sentenced to a fine or to imprisonment for not more than six months for economic abuse of confidential business information. If, by reason of the size of the turnover or other circumstance, the court takes a serious view of the offence, the sentence may be increased to imprisonment for a maximum of two years. If a prohibition has been contravened through gross negligence, the court will impose a fine for delinquent economic exploitation of confidential business information. The reason why punishment is not reserved for those cases in which someone has intentionally contravened a prohibition is that the difficulty of proving intent would unduly limit the scope for intervening against reprehensible dealings. Further, such a limitation would convey an impression of excessive tolerance towards very careless insiders. But the court may elect not to impose a penalty when a prohibition has been contravened by more harmless dealings. Thus the court will not convict in petty cases. Freedom from conviction is also proposed for those who may have participated in a punishable act.

Besides imposing a penalty, the court may also order the forfeiture of all or part of the value of the gain that arose in consequence of the offence. It may be noted that such forfeiture may also in certain cases be required of a person who cannot be convicted under the penal code for insider trading, subject always to the proviso that a crime must have been committed. The typical case is that in which a person in an insider position has improperly, e.g. by passing on a "tip", induced another party to carry out a share trade that the insider was himself debarred from; the gain made by the recipient of the tip can in such cases be declared forfeit. But to avoid causing unreasonable results the court may abstain from requiring such forfeiture if it appears inequitable.

Normally speaking, the very fact that the Bank Inspection Board possesses powers of investigation should exert a favourable effect when it comes to discouraging insider trading. The likelihood is that the prosecution will be the

exception, and that it will be largely confined to serious cases.

Besides provisions designed to curb insider trading, the Bill also contains rules for the protection of private investors in securities. The said rules apply to those who make a business of managing securities on behalf of clients without being – as stockbrokers are – under the surveillance of the Bank Inspection Board.

Whereas the management of securities by a stockbroker on behalf of a client is surrounded by a large number of rules designed to protect the client, a person who places a management assignment with another manager enjoys no protection beyond that provided by consumer-rights legislation or the law in general. Cases have occurred which show that clients have incurred considerable losses in consequence of unduly speculative elements in such management operations. Even if, so far as is known, no ill-founded operations are being carried on at present there are good reasons why society, through its market-monitoring agency, should be enabled to keep this field of activity under scrutiny and to influence it in the desired direction whenever the need arises.

In the light of these considerations it is proposed that anyone who engages professionally in the management of securities on behalf of a client should be obliged to supply the Bank Inspection Board, at the latter's request, with particulars of his management activities. If the Board finds that his management activities are being conducted in such a way as to jeopardise the capital put in by private investors, or are otherwise improper vis-à-vis clients, the Board is empowered to require the manager, in writing, to take such corrective steps as are reasonable in the circumstances. Should the manager disregard this, the Board may resolve to censure the impropriety. The fact that the Board may adopt such a resolution, which is proposed on the model of the second paragraph in Section 31 of the Stockbroking Act, can serve as a means of applying pressure. The resolution may also have the effect of warning the public against employing the services of the manager, thereby reducing the amount of client money that is at risk. The manager may appeal to the Government against the resolution. In cases where an impropriety can be proceeded against under consumer-rights legislation it is assumed that the Bank Inspection Board will take the matter up with the National Board for Consumer Policies or the Consumer Ombudsman. If this leads the Ombudsman to take over the case it is thereupon closed as far as the Bank Inspection Board is concerned.

The Report lays stress on how important it is that the market should have rapid access to the kind of information on which investment decisions have to be based. With this interest as the point of departure, the Report discusses the need for legislation to improve the information going to investors. A distinction is made between on the one hand information concerning the state of the market and information on the situation of the publicly held companies and on the other hand information of other kinds that may be relevant in assessing the shares that are traded on the market. It is considered that the task of ensuring or of using its influence to see that information of the first-mentioned kind is of an acceptable standard devolves primarily upon the Council of the Stockholm Stock Exchange.

As regards other information, it is considered that the disclosure of

material changes in the ownership of a publicly held company could be improved. Since major changes in ownership may be price-sensitive, and since publicity applies as a principle in this field, it is therefore proposed that it should be compulsory to notify the Bank Inspection Board of major shareholdings and later material changes therein. In order to get such information promptly out to the market it is proposed that the Board should at once acquaint the Stockholm Stock Exchange with the contents of such notifications. If a notification concerns a holding in an OTC company the Board would also have to pass it on to the stockbroker who, by agreement with the company, makes a market in its shares. With the object of ensuring that the public will always have a simple means of ascertaining the material facts about the ownership of a company, it is further proposed that the notifications reaching the Bank Inspection Board should be compiled into an Ownership Register.

According to the Bill, three different kinds of shareholding would be notifiable. A prerequisite is that the holding should carry a voting strength equivalent to at least five per cent of that pertaining to the entire capital stock of the company, this being known as the limiting percentage. The duty of notification applies (1) to shares owned by a legal entity, (2) to shares that are jointly owned by two or more enterprises belonging to the same group, and (3) shares that are owned by two or more holders that have agreed with each other to acquire shares in the company. Thus in the last-mentioned case it is the existence of a consortial agreement that entails a duty of notification, on condition that the parties to the agreement together own shares carrying a voting strength reaching the aforesaid limiting percentage.

The duty of notification arises as soon as a shareholding of the kind just described is in existence, and also applies on every subsequent occasion when the holding, since the previous notification, has increased or decreased by an amount corresponding to five per cent or more of the whole voting strength of the company's stock. Notifications will thus be made whenever a "rung on the ladder" is passed.

In the Bill, the duty of notification now under notice is co-ordinated with the special duty to report shareholdings and changes therein when they concern persons holding an insider position. Thus an "insider notification" of this kind will specifically indicate whether the holding corresponds to five per cent or more of the voting strength in the company. Particulars of such holdings, too, will be entered in the above-mentioned Ownership Register maintained by the Bank Inspection Board. If an insider notification shows a material change in what can be assumed to be known regarding the ownership of a publicly held company, the information will also be passed on to the Stockholm Stock Exchange and, where applicable, to the market maker of the OTC company. The reason why such dissemination is not required for all notifications of this kind is that a person with an insider position is equally under an obligation to report changes in his holding that are on a smaller scale. It may be recalled at this point that natural persons with major shareholdings, among others, are to be deemed to have an insider position in a publicly held company. Thus the Bill is so designed that all major holdings of shares in a publicly held company, by whomever owned, and all material changes therein, will be brought to the notice of the public.

The Bill gives the Bank Inspection Board greater powers and facilities for maintaining surveillance over the securities market. It was earlier observed that the Board will be able to call for certain information to assist it in deciding whether there has been insider trading within the meaning of the Bill. Further, the Board is given the means to acquaint itself with and to exert influence upon such professional management activities as are conducted by parties other than those now under the surveillance of the Board. Over and above this, the Bill puts the Board into a position to play a role of a more general nature in influencing attitudes or creating a climate of ethics that will benefit the way in which the market develops.

The foundation for this general task is a broadly formulated provision in the Bill which lays it down that dealings in and the management of securities must be conducted in a way such that public confidence in the securities market is preserved and that the capital made available by private investors is not put at risk. The Bill empowers the Bank Inspection Board to promulgate the general recommendations that are needed for the implementation of the said provision. This power has been created to avoid the emergence of statutory regulation that would become ever more detailed with the passage of time. The assumption is that the recommendations will in the main be used as a substitute for legislation. A further assumption is that the recommendations will be so implemented as to bring about an appropriate co-ordination with the duties of the Stock Exchange Council in the area of exchange trading.

In order to enable the Bank Inspection Board to check on whether its recommendations are having the desired effect it is proposed that the Board be empowered to call in reports as to whether a given recommendation has been observed. The Bill does not, however, give the Board a universal right to put such questions. Under the limitation that has been adopted, a report can be called for from a legal entity that exclusively, or all but exclusively, manages or deals in securities, or from any other party that engages on a substantial scale in such dealings or management.

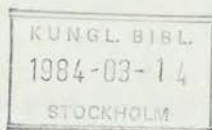
In connection with the question of increased surveillance and increased powers for the Bank Inspection Board, the Bill takes up the matter of whether there is a need to chart, and where necessary to intervene against, what is termed the exploitation of market information.

Since the price of a share is necessarily affected by supply and demand, it is naturally possible for anyone who knows of forthcoming major purchases and sales to exploit this information for his own gain. The only thing that differentiates such a proceeding from insider trading is that it exploits another type of exclusive information, i.e. a knowledge of orders on hand. Legislation against this manifestation as such might well be contemplated, but the Commission has abstained from any suggestions in this direction, one reason being that it ought to be possible to deal with the problem by voluntary undertakings. However, it is considered to be important to equip the Bank Inspection Board to ascertain whether such dealings occur, and if so on what scale. The Commission therefore proposes that a legal entity that has transacted major purchases or sales having an effect on the price of a share would be obliged on request to furnish the Board with a statement as to those who were aware that such transactions were forthcoming. Certain conditions

apply, however, before the said obligation becomes operative, one of them being that there must have been a material change in the share price.

Under current law, the main instrument by which the Bank Inspection Board can acquaint itself with the details of individual security deals is provided by the Act (1908:129 p. 1) Containing Certain Regulations on Trade with Securities. The said Act requires that the details of deals in securities must be documented in so-called "transfer notes", which must be submitted to the Board on its request.

The Commission is of the opinion that a system of transfer notes cannot be dispensed with. It proposes, however, that the obligation to draw up such a note, which is now universal, should be restricted to stockbrokers only. It makes only minor adjustments as to the particulars that must be shown in a transfer note, and proposes that the notes should be dealt with on the same principle as hitherto. Notwithstanding this, it has been considered that a number of provisions in the aforementioned Act could be abolished. Those that remain have been taken over, in a revised condition, into the proposed Securities Market Act. The Commission recommends that the Act should come into force on 1 July 1984.



Statens offentliga utredningar 1984

Kronologisk förteckning

1. Sociala aspekter på regional planering. I.
 2. Värdepappersmarknaden. Fi.
-

Statens offentliga utredningar 1984

Systematisk förteckning

Finansdepartementet

Värdepappersmarknaden. [2]

Industridepartementet

Sociala aspekter på regional planering. [1]



