

ULOVLIG INNSIDEHANDEL

En studie av fenomenet ulovlig innsidehandel
på Børsen



Morten Nilsen

Institutt for kriminologi
Universitetet i Oslo

Forord

Tema for avhandlingen er å belyse ulovlig innsidehandel i verdipapirmarkedet, innsidehandel som en sosial institusjon. Oppgaven bygger på intervjuer av personer i fagmiljøet, litteratur, dommer og avisartikler. Oppgavens problemstilling deles i to. I første del beskriver vi fenomenet, med tilknyttede begreper, og ser på kriminaliseringen av ulovlig innsidehandel. I andre del belyser vi de ulike sidene av kriminaliseringsprosessen og effekten av denne.

1. desember 1997 trådte en ny lov om verdipapirhandel (av 19. juni 1997 nr.79) i kraft. Oppgaven er skrevet først og fremst med utgangspunkt i den gamle loven av 14. juni 1985 nr. 61 (med endringer av 11. juni 1993 nr. 83), men noen steder har jeg forholdt meg til de endringer som fulgte med lov av 19. juni 1997 nr. 79. Dette gjelder først og fremst deler av kapittel 11.

Ulovlig innsidehandel er "upløyd mark" i kriminologisk og sosiologisk perspektiv. Problemstillingen kan nok derfor virke vid, da den forsøker å fange opp mange ulike elementer ved fenomenet. Av samme grunn blir det også stilt mange spørsmål, hvor det på noen kanskje ikke gis konkrete svar.

Bruken av "vi"-formen i avhandlingen er et forsøk på å gå klar av bruken av ordet "jeg". Allikevel er det et faktum at det er jeg (undertegnede) som har, med unntak av sitatene, skrevet avhandlingen.

I avhandlingen brukes ordene "insider" og "outsider". Begge begrepene er amerikanske, men kun ordet "insider" (insider) har blitt fornorsket. Derfor vil det amerikanske uttrykket "outsider" ikke bli oversatt i avhandlingen.

En rekke personer har bidratt på forskjellige vis til at denne avhandlingen har blitt et faktum. Først og fremst vil jeg rekke en stor takk til min veileder gjennom hele prosessen, Paul Larsson. Han har med sin velvillighet, oppmuntring og tro på prosjektet vært til stor hjelp og har bidratt med å få prosjektet i havn. Jeg har alltid blitt møtt med velvilje hos Larsson, men vi har også hatt våre diskusjoner.

En rekke andre personer, venner, medstudenter og ansatte ved institutt for kriminologi, fortjener en takk for å ha bidratt med synspunkter, hjelp og veiledning til deler av avhandlingen.

Mine foreldre, Else-Marie Nilsen og Reidar Nilsen, fortjener også en spesiell takk for sin støtte, og ikke minst for de økonomiske bidragene gjennom denne perioden.

En stor takk til de som tok seg tid til å stille til intervjuer. Selv i deres travle hverdag var de imøtekomende og hjelpsomme.

Forord

Bibliotekarene ved Institutt for kriminologi og retts sosiologi fortjener en takk for sin behjelpelige hånd med å skaffe tilveie litteratur fra fjern og nær, samt at de har vært overseende med langt overskridende lånefrister. KRÅD fortjener også en takk etter at jeg mottok deres studentstipend.

Morten Nilsen
Oslo, oktober 1998.

Innholdsfortegnelse

[Innhold:](#)

1.1. HVA ER INNSIDEHANDEL	1
"Wall street"	2
1.2. Problemstilling.....	3
Den videre framstillingen	5
1.3. Historikk.....	6
Regulering.....	8
1.4. Metode.....	9
Økonomisk kriminalitet.....	9
Metodevalg	10
Hvorfor falt valget på kvalitativ metode?	10
Oppgaven.....	11
Intervjuene	11
Dommene og avisartiklene	14
2.0. BEGREPET.....	16
2.1. Beskrivelse av handlingen.....	16
Roller.....	18
2.2. Definisjon av "insider" og "outsider"	22
Primærinnsidere	23
Sekundærinnsidere.....	23
Temporary insiders.....	24
Outsidere.....	24
2.3. Typer av innsidehandel.....	25
Lovlig og ulovlig innsidehandel	25
Aktiv og passiv innsidehandel	25
3.0. LOV OM ULOVLIG INNSIDEHANDEL	27
3.1. Lov om verdipapirhandel (VPHL) § 6.	27
Hvem rammes av innsidehandelsforbudet?	27
Hvilke transaksjoner omfattes ikke av innsidehandelsforbudet?	28
Undersøkelles- og klareringsplikt.....	28
Forskjell på utnyttelse av informasjonen.....	29
3.2. Hvem har muligheten til å begå lovbruddet.....	30
3.3. Forekomster (dommer og andre saker).....	30
3.4. Straffen, VPHL § 62.	32
3.5. Endringslov / ny lov.....	33
4.0. HVORFOR BLE INNSIDEHANDEL REGULERT/OPPKRIMINALISERT?	35
4.1. Er innsidehandel positivt eller negativt.....	37
Optimalt fungerende marked	38

Innholdsfortegnelse

Likhet for alle som handler	39
Riktig prising av aksjer	40
4.3. Økonomisk kriminalitet	40
5.0. KONTROLLØRENE	43
5.1. Fra primær- til sekundærkontroll	44
5.2. Børsen	45
5.3. Kredittilsynet	49
Kredittilsynets sanksjonsmiddel	51
5.4. Økokrim	51
5.5. Forholdet mellom kontrollinstansene	53
Sammenslåelse av kontrollorganene	56
6.0. HVORFOR ER DET SÅ FÅ DOMMER ?	60
6.1. Hvor utbredt er fenomenet?	60
6.2. Skjult fenomen	63
Meglernes fordekte egenhandel	65
Mosaikkteorien	65
6.3. Sviktende kontroll?	66
6.4. Hva blir sett på som ulovlig innsidehandel?	70
Bevisvanskeligheter	71
6.5. Prioriterer Økokrim saker det er lett å få en domfellelse?	74
6.6. Dårligere uformell kontroll grunnet større miljø og ny teknologi	75
6.8. Innrapportering	76
6.9. Oppsummering	78
7.0. HVORFOR BEGÅS ULOVLIG INNSIDEHANDEL ?	78
7.1. Rasjonell handling	79
Rasjonalitet, oppdagelsesrisiko og straff	81
7.2. Legal / moralsk gråsoner	83
Nøytralisering av lovbruddet	86
7.3. Andre forklaringer	89
8.0. OFFER	91
8.1. Offerproblematikken	91
8.2. Medkontrahenten	92

Innholdsfortegnelse

8.3. Tilliten til markedet som offer	94
8.4. Det verdipapirutstedende selskap som offer	96
8.5. Tredjepersonen	98
8.6. Sammenfatning	98
9.0. MEDIA- KONTROLL OG STRAFF	100
9.1. Moralske panikker?	103
9.2. Massemedia som vokter	104
Aktørenes og samfunnets holdninger	106
9.3. Stigmatisering	107
9.4. Media som straff	111
9.5. Negativ publisitet	112
9.6. Forebyggende effekt	114
10.0. FOREBYGGING	116
10.1. Forebyggingsmodeller	117
Primær-, sekundær-, og tertiær-forebygging.....	118
Sosial forebygging og situasjonell forebygging	119
10.2. Hva setter grenser for forebyggingen	121
10.3. Forebygging og individualprevensjon	122
10.4. Forebygging og almenprevensjon	125
10.5. Straff og oppkriminalisering som forebygging	126
10.6. Kontroll	128
10.7. Interne moralregler (etikk)	130
Meglere og meglerfirmaer	131
God forretningsskikk.....	133
10.8. Kinesiske murer for vern om innsideopplysninger	135
Rapportering av informasjonsmottagere.....	136
10.9. Meldeplikt, undersøkelsesplikt, og ugyldighet	137
Forbud mot handel.	139
Opplysningsplikt	140
10.10. Sanksjoner med mindre beviskrav	142
Bøter	143
Vinningsavståelse.....	144
10.11. Oppsummering	145

Innholdsfortegnelse

11.0 AVSLUTNING	147
11.1. Likheter med andre økonomiske lovbrudd	148
11.2. Innsidehandelens sosiologi	148
Skadene av ulovlig innsidehandel.....	149
Hvem er lovgivningen og kontrollen til for?	150
Tilbake til selvregulering	151
Oppmerksomheten rettet mot innsideinformasjon	151
 LITTERATUR.....	 153
Lover	160
Dommer	161
Avis-referanser	162

1.1. Hva er innsidehandel

Å handle med aksjer¹ vil si at investoren kjøper seg en andel i et selskap. Ved aksjehandel er det viktig å skaffe seg mest mulig informasjon om verdipapiret (aksjen) det handles med, for at aksjeutbytte skal bli best mulig. Informasjon i denne forbindelse kan være informasjon om det verdipapirustedende selskapet eller markedet, for eksempel være kvartals- eller års-resultater som selskapet offentliggjør eller opplysninger om fisjoner/fusjoner som vedrører selskapet. Informasjon om markedet kan være opplysninger om renteendringer o.l. Å skaffe seg denne informasjonen før andre er særdeles viktig, slik at investoren kan kjøpe eller selge sine aksjer i forkant av markedet. Utfører investoren sine transaksjoner før markedet, er det store muligheter til å gå med profitt på sine aksjetransaksjoner. For å si det med Riders ord : "The more specific information the less market risk the insider takes by acting upon it" (Rider i Reed 1996:124).

Innsidehandel kommer fra det amerikanske ordet "insider trading". Innsidehandel ble USA oppfattet som et problem hvor personer tilknyttet det utstedende selskap utnyttet sin interne viten til å oppnå fordeler ved kjøp eller salg av verdipapirer.² Det vil si at, først og fremst ansatte tilknyttet det utstedende selskap handler med selskapets aksjer, noe som er lovlig hvis man følger de lovene/retningslinjene som er. Handler man derimot med selskapets aksjer og innehar informasjon om selskapet som ennå ikke er offentliggjort³ begås ulovlig innsidehandel som er straffbart etter §6 i verdipapirhandelloven (Lov om verdipapirhandel⁴ av 14. juni 1985 nr. 61, med endringer av 11. juni 1993 nr. 83).

Investoren har en klar fordel i forhold til sine medkontrahtenter hvis vedkommende har ervervet seg ikke offentliggjort informasjon om et selskap. Det vesentlige er hvordan informasjonen erverves - på lovlig vis gjennom alminnelig offentliggjort informasjon eller på ulovlig vis gjennom ulovlig ikke offentliggjort informasjon.

Det er etter eksplosjonen av aksjemarkedet på 1980-tallet at begrepet innsidehandel fikk sin betydning slik vi kjenner det i dag - ulovlig innsidehandel. Begrepet knyttes først og fremst til det ulovlige, men vil også til en viss grad forbindes med insidere

1 Se 2.1.1. for definisjon av aksjer.

2 Med "det utstedende selskap" (verdipapirutstedende selskap) menes det foretak som verdipapiret utstedes av.

3 Med offentliggjøring menes at informasjonen om selskapet må være alminnelig tilgjengelig ved at det er offentliggjort i medier, da aviser, tv, radio o.l. Vi skal komme litt mer tilbake til dette under et senere avsnitt.

4 Heretter omtalt som VPHL.

og det lovlige siden det er disse som lettest kan erverve seg ikke offentliggjort kurssensitiv⁵ informasjon (Sæbø 1995, Reed 1996).

Et eksempel på tegn i tiden kan vi hente fra filmen "Wall Street".

"Wall street"

Filmen "Wall street" regissert av Oliver Stone var populær på slutten av 1980-tallet. Filmen er full av klisjeer (som hører med i amerikanske filmer), men den gir oss en god beskrivelse av fenomenet innsidehandel, om enn på en noe overdrevet måte sett med norske øyne. Filmen behandler en av flere måter som ulovlig innsidehandel kan begås på. Handlingen er lagt til 1985, da aksjemarkedet var i full blomst.

Hovedpersonene i filmen er aksjemegleren Bud Fox og finansmagnaten Gordon Gekko. Fox jobber i et lite meglerfirma, og venter på sitt store gjennombrudd som megler. Etter iherdige forsøk kommer han i kontakt med finansmagnaten Gekko, som har gjort suksess i aksjemarkedet. For å få Gekko som kunde utnytter Fox ikke offentliggjorte opplysninger om sitt fars flyselskapet (Blue Star), som vil bli frikjent for en flyulykke. Disse innsideopplysningene vet Fox vil føre til at aksjekursene vil stige. Han kjøper et større antall aksjeposter for Gekko. Dermed er han sikret "status" som megler for Gekko. Samtidig ber Gekko Fox kjøpe noen andre aksjer med tap for å prøve å dekke over den store gevinsten.

Etter hvert oppdager megleren at Gekko kjøper alle sine aksjeposter med ulovlig innsideinformasjon som han skaffer seg fra forskjellige informasjonskilder. Gekko kommer etter hvert i SECs⁶ søkelys siden han kjøper og selger aksjer på rett tid, og har mye større fortjeneste enn andre i markedet. Megleren trekkes inn i det hele og velger å vitne mot Gekko, blant annet for å rettferdiggjøre at han brukte ulovlig innsideinformasjon som han hadde ervervet av faren.

Den ulovlige innsideinformasjonen erverves i filmen gjennom kontaktpersoner og utnyttes av en tredje person, Gekko. Aksjehandelen foregår i en veldig stor skala, men metoden som blir beskrevet i filmen kan ha også ha gyldighet for norske forhold. Avtaler foregår muntlig uten at noe blir tatt opp på bånd eller nedskrevet. Aksjene blir kjøpt fra en konto på Caymen Island. Det blir derfor vanskelig å bevise at det har foregått handel med ulovlig innsideinformasjon, og eventuelt spore det tilbake til Gekko.

⁵ Kurssensitiv vil si informasjon som har mulighet til å påvirke kursen på verdipapiret i en eller annen retning.

⁶ Med SEC menes Security Exchange Commission. SEC er det amerikanske organet som tilsvarende vårt Kredittilsyn. Nærmere om Kredittilsynet se pkt. 5.2.

Gekko og Fox får motstridende interesser i forbindelse med flyselskapet som Gekko har aksjemajoriteten i og vil splitte opp. Det vil medføre at Fox sin far og de andre i flyselskapet mister jobben. Megleren redder selskapet ved å manipulere aksjekursene slik Gekko har lært ham. Han kjøper store aksjeposter med kapital fra en av Gekkos fiender for å få kontroll over firmaet. Gekko uttrykker om kapital: "The key to the game is capital reserve". Sec kommer på slutten inn for arrestere megleren for bruk av ulovlig innsideinformasjon. For at sette fast hovedpersonen bak transaksjonene går megleren med på å presse Gekko til en tilståelse, mens de blir avlyttet.

I USA er det vanlig med "plea bargaining". Det vil si at det nøstes tråder ved bruk av mistenkte med et løfte om at de får en reduksjon eller slipper straff hvis de røper det de vet. Ved ulovlig innsidehandel, som er et skjult fenomen er det ved "plea bargaining" mye enklere å få tak i bakmennene.

Informasjonen blir altså "solgt" videre fra den personen som ervervet seg innsidekunnskapen. Dette gjør det vanskeligere å spore opp at det har foregått ulovlig innsidehandel. Ulovlig innsidehandel kan også begås av den personen som har ervervet seg kunnskapen. Dette regnes som mer vanlig enn at informasjonen "selges" videre. Det vil allikevel ofte er snakk om midler med tanke på hvem som kan utnytte ikke offentliggjort informasjonen. Med det menes hvem som har kapital og innsikt til å kunne utnytte slik informasjon.

1.2. Problemstilling

Opgaven tar utgangspunkt i fenomenet ulovlig innsidehandel med verdipapirer. Først og fremst innsidehandel med Børsnoterte verdipapirer ved markedstransaksjoner. Jeg har valgt å ta utgangspunkt i markedstransaksjoner, fordi de rammes direkte av loven. Med markedstransaksjoner⁷ menes transaksjoner som foretas i verdipapirmarkedet ved bruk av en megler. For å begrense det ser jeg på ulovlig innsidehandel med aksjer, også kalt selskaps- og fondsandeler.⁸

⁷ Det motsatte av markedstransaksjoner er direkte transaksjoner som man kan forstå som en direkte avtale inngått av en eller flere personer om kjøp eller salg av aksjer utenfor verdipapirmarkedet (Sæbø 1996).

⁸ Verdipapirhandelloven deler inn verdipapirbegrepet inn i obligasjoner, selskaps- og fondsandeler, opsjoner og andre rettighetsposisjoner.

Perspektivet i oppgaven var preget av at jeg brukte en eksplorerende undersøkelse, og av den grunn var ikke problemstillingen statisk, men forandret seg underveis. Perspektivet forandret seg med "know-how".

Opgaven tar for seg innsidehandel som en sosial institusjon.⁹

I første del av oppgaven ser jeg på fenomenet ulovlig innsidehandel. Fenomenet beskrives og begreper i tilknytning til det defineres. Ut ifra fenomenet innsidehandel og hvordan fenomenet oppstod tar jeg for meg kriminaliseringen av innsidehandel.

I andre del ser jeg på virkningene eller effekten av kriminaliseringen. Jeg belyser de ulike sidene av kriminaliseringsprosessen. Det vil si markedet, meglerne, kontrollørene, rettssystemet og samfunnet.

Loven om verdipapirhandel kom i 1985, og strafferammen har med tiden blitt strengere og kontrollen bedre. Kontrollperspektivet er en side ved ulovlig innsidehandel som jeg valgte å belyse. Begrepet kontrollperspektiv er vidt og det ligger mye bakenfor begrepet. Jeg forsøker å belyse de ulike sidene ved kontrollen og ulike former for kontroll og tiltak/forebygging. Noen spørsmål som reiser seg i denne forbindelse er: hva kontrolleres, hvem kontrolleres, hvordan foregår kontrollen, hvorfor kontrolleres det og forebygging/kontroll i forhold til fenomenet ulovlig innsidehandel.

Roller og rollene satt i system er begrep som går igjen i oppgaven og som belyses. Hvem utfører kontrollen (uformell og formell kontroll) og hvordan er forholdet mellom kontrollørene og de som blir kontrollert? Hvem kontrolleres (hvem begår den ulovlige handlingen) og hvem kan betraktes som offer(ene) for ulovlig innsidehandel? Jeg forsøker å klargjøre interaksjonen mellom de forskjellige aktørene i markedet. På den ene side kontrollørene (Børsen, Kredittilsynet, Økokrim, media og lovgivere) og på den annen side de som handler i markedet (investorene). Andre aktører er de verdipapirutstedende selskapene, meglere og meglerhusene som inngår ved en del anledninger i debatten.

Forklaringer og teorier om ulovlig innsidehandel presenteres. Noen teorier kan knyttes til kontrollperspektivet, mens andre vil ha sin tilknytning til fenomenet ulovlig innsidehandel. Disse teoriene vil kanskje av og til bevege seg noe bort fra kontrollperspektivet/ rolleperspektivet, og kun være forgreninger av problemene som blir belyst, men allikevel være nødvendige å utlede for å få en helhet i diskusjonen.

⁹ "Når samkvemmet mellom mennesker foregår i henhold til normer som mer eller mindre ligger i luften, uutalt, underforstått, danner samkvemmet en struktur eller et system. Derfra til fastsatte normer og regler for innbyrdes atferd er det et steg, en overgang - overgangen til en *institusjon* - en sosio-materiell struktur med gjerne skrevne regleverk, egne tilholdsrom eller bygninger og ofte egne ansatte (spesialister). *Instituering* er fagordet for det som løselig kalles å bringe noe "i fastere former" (Østerberg 1992:85). Østerberg nevner profesjonlisering som en viktig form for instituering.

Den videre framstillingen

I innledningen belyste jeg ulovlig innsidehandel blant annet ved å vise til filmen "Wall Street". Jeg beskriver Børsen og aksjemarkedet, og hvorfor det ble lovregulert. Metodiske problemer drøftes i kapittel 1.

Oppgavens kapittel 2 gir en beskrivelse av fenomenet ulovlig innsidehandel. Det gjøres greie for aksjer (verdipapirer). Under avsnittet 2.1.1. ser jeg på markedet og de forskjellige rollene som har tilknytning til markedet. Hvem som kan forbindes med ulovlig innsideinformasjon, det vil si insidere og outsiders, blir definert.

Hva er forskjellen på lovlig og ulovlig innsidehandel? Aktiv og passiv innsidehandel blir diskutert.

I kapittel 3 tar jeg for meg Verdipapirhandelloven (VPHL) som regulerer ulovlig innsidehandel. Jeg ser på hvem som rammes av loven, hva denne omfatter, strafferammen og forekomstene av ulovlig innsidehandel.

Kriminalisering er temaet for del 2 i oppgaven.

Hvorfor var det nødvendig å kriminalisere og oppkriminalisere ulovlig innsidehandel er temaet for kapittel 4. Ulike teorier og argumenter drøftes. Var det behov for å regulere ulovlig innsidehandel? Teorier som her diskuteres er om innsidehandel er positivt eller negativt, om markedet vil fungere bedre og om det vil forhindre at insidere spekulerer i aksjer. I forbindelse med oppkriminaliseringen tar jeg for meg strafferammen som skulle bringes på lik linje med andre grove forbrytelser.

Det blir i kapittel 5 redegjort for kontrollmyndighetene og deres roller. Hvordan kontrollen utøves og problemer i denne forbindelse drøftes. Forholdene mellom kontrollinstansene og deres sanksjonsmuligheter er også et tema her.

Kapittel 6 tar for seg hvorfor det er så få dommer på ulovlig innsidehandel i Norge. Teoriene som her presenteres går på den faktiske utbredelsen. Har aktøren(e) blitt eller har de alltid vært lovlydige? Kontrollproblemer, kontrollens kvalitet, måter å unngå kontroll og bevisvanskeligheter er teorier som også blir tatt opp til debatt.

Nye rammebetingelser grunnet ny teknologi, det vil si dårligere primærkontroll og at det blir flere og andre utøvere av lovbruddet blir drøftet. Mosaikkteorien (en teori om ulovlig innsidehandel) drøftes som en grunn til de få dommene.

I kapittel 7 fjerner jeg meg fra dommene og ser på lovbruddene som blir begått og hvorfor noen bryter loven når straffen har blitt strengere og kontrollen (oppdagelsesrisikoen) bedre. To klassiske kriminologiske teorier drøftes, rasjonelle aktører og nøytralisering. En tredje teori som diskuteres er hvorfor noen bryter loven er at lovbruddet ligger i en gråsoner. Min diskusjon om nøytralisering henger sammen med offerperspektivet som behandles i kapittel 8.

Finnes det et konkret offer ved ulovlig innsidehandel. Jeg ser på offerproblematikken og tar for meg fire forskjellige potensielle offer: medkontrahenten, det verdipapirutstedende selskap, markedet og tredjepersonen. Offerdiskusjonen har ved ulovlig innsidehandel hatt en sentral rolle siden det var en diskusjon om temaet når innsidehandel ble lovregulert.

Den tredje statsmakten, media, er utgangspunkt for kapittel 9. Her diskuteres media som en eventuell kontrollør av ulovlig innsidehandel. Medias stigmatisering er i denne sammenhengen viktig og blir omfattende drøftet. Jeg ser blant annet på forskjellene og likhetene mellom tradisjonelle lovbrøttere og de som begår ulovlig innsidehandel, og hvordan stigmatisering og sosiale roller henger sammen. Negativ publisitet som straff gjennom uthengning i media blir presentert som et alternativ til straff. Diskusjonen om moral og holdninger innen vårt område blir tatt opp som en del av stigmatisering og negativ publisitet, men jeg ser også på hvordan media er med på å påvirke moralen. Til slutt diskuteres media og forebygging, og om de har eller kan ha en forebyggende effekt på ulovlig innsidehandel.

I kapittel 10 tar jeg for meg forebygging. Ulike forebyggingsmodeller blir diskutert, samt individualprevensjon / allmennprevensjon. Forebygging av ulovlig innsidehandel diskuteres med utgangspunkt i situasjonell forebygging (reaktiv/proaktiv forebygging). Jeg ser på en rekke kontrolltiltak: sanksjoner som krever mindre beviskrav, straff og oppkriminalisering, fysisk vern om innsideopplysningene, rapportering av informasjonsmottagere, forbud mot handel og moral/ etikk som forebyggingstiltak for ulovlig innsidehandel. Jeg spør om kontrollen av ulovlig innsidehandel er med på å øke synet på ulovlig innsidehandel som moralsk forkastelig og om dette kan virke forebyggende.

1.3. Historikk

Kristiania Fondbørs åpnet mars 1881 for omsetting av aksjer og obligasjoner. Før det hadde aksjehandelen foregått i mer private former. Det første aksjebrevet som er i Børsens besittelse stammer helt tilbake fra 1820. Åpningen av Fondbørsen må sees på "som et ledd i borgerskapets tilrettelegging av forholdene der målsettingen på sikt var å skape et effektivt og ekspansivt aksjemarked" (Kili 1996:4). Aksjemarkedet skulle fungere som kapitalinnsprøyting til viktige formål.

Under den første verdenskrig kom en "boom" i aksjemarkedet etterfulgt av et krakk i 1918. Dette førte til at aksjemarkedet etter krigen ble underlagt en rekke lover og regler. Holdningen til aksjemarkedet var stabilt i mellomkrigstiden, og "boomen" og krakket (var derfor kun indirekte årsaker) som gjorde det lettere å få vedtatt lover og regler i aksjemarkedet. Først og fremst en lov om avgift på omsetning av aksjer (Kili 1996). Kili peker på Ramm og Skånlands analyser som legger vekt på at publikum i mellomkrigstiden mistet sin tillit til aksjemarkedet som et "alternativ for plassering av midler og som institusjon for kanalisering av risikovillig kapital" (Kili 1996:117). Etter børskraket i USA 24. oktober 1929 ble innsidehandel forsøkt regulert, men de fikk sin innsidelovgivning først i 1934 (Reed 1996).

Kili deler perioden fra 1950-1990 inn i to perioder. Før og etter innstramningen og omleggingen av den økonomiske politikken 1977/78. Den første perioden var preget av sterk styring og regulering av kapitalmarkedene, mens myndighetene senere "gradvis la forholdene til rette for at markedet i større grad skulle overta koordineringen av de økonomiske ressursene" (Kili 1996:161).

I 1974/75 kom Norge inn i en økonomisk lavkonjunktur som staten måtte prøve å styre utenom. Arbeiderpartiet mente at det var nødvendig å legge om deler av den økonomiske politikken. En mulighet var å øke satsingen på aksjemarkedet hvor man så muligheter til å hente risikovillig kapital.

Høsten 1977 kom den reelle krisen. Arbeiderpartiet endret klart holdning til aksjemarkedet og vedtok en rekke tiltak som skulle stimulere til vekst i aksjemarkedet, noe som gikk i oppfyllelse.

Gjennombruddet for aksjemarkedet og omsetningen av aksjer kom først i 1983. Omsetningen økte, samtidig som det ble gjenstand for større offentlig debatt. Utvidelsen slik at utlendinger fikk større mulighet til å handle på det norske markedet var en av faktorene til veksten på begynnelsen av 1980-tallet.

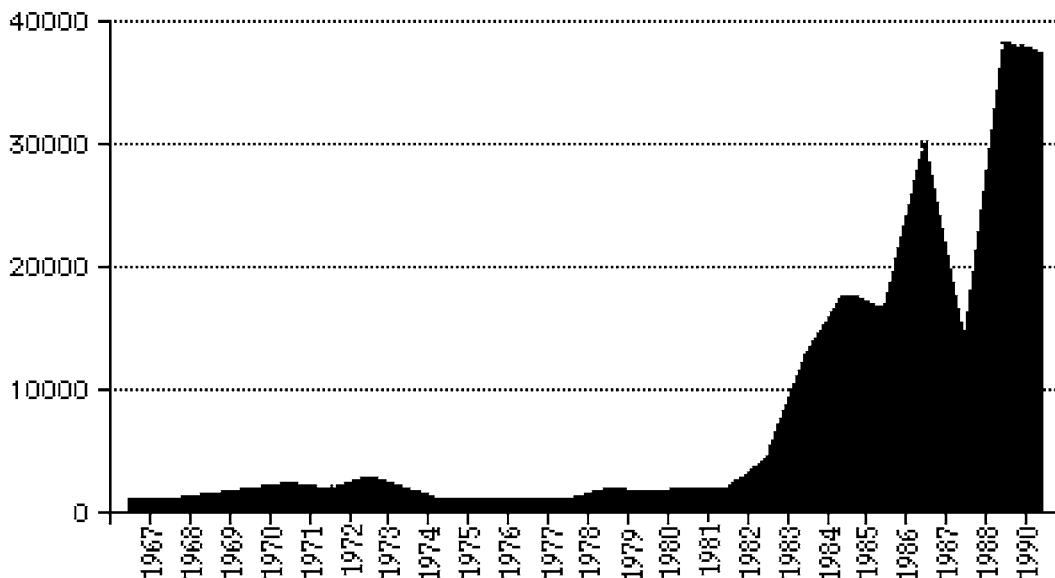
"[...]... liberaliseringen av kapitalmarkedet, nasjonalt og internasjonalt, utover på 1980-tallet har ført til at aksjer i økende grad har blitt et selvstendig spekulasjonsobjekt - en "vare" som i mindre grad enn tidligere knyttes til de forskjellige selskapenes reelle økonomiske utvikling" (Kili 1996:196).

Med ett unntak, krakket i 1987, så men en jevn vekst i aksjemarkedet gjennom hele 80-tallet (se figur 1.3.).

"Selv ikke "jappetiden" midt på 1980-tallet og krakket i oktober 1987 endret folks oppfatning av aksjemarkedet som en sentral og viktig institusjon i et moderne kapitalistisk samfunn" (Kili 1996:189).

Figur 1.3.

Verdien av omsetningen av aksjer hos børsmeglere og banker med fondsavdeling 1967-1990 i millioner (1979 kr.)



Kilde: Kili 1996.

Regulering

I forbindelse med økningen i aksjemarkedet, hvor det ble "lettere" å handle med aksjer og hvor flere utenlandske investorer begynte å handle på den norske Børsen ble det også et sterkere behov for å regulere markedet. Personer som satt i sentrale posisjoner i bedrifter eller hadde skaffet seg informasjon på annet vis, skulle ikke få sjansen til å utnytte innsideinformasjonen som de hadde tilgang til, altså få et fortrinn når de handlet aksjer. Investorene og utlendingene skulle beskyttes og ikke skremmes fra å handle på Børsen. Av den grunn ble innsidehandel lovregulert gjennom verdipapirhandelloven som kom 1985.

Sverige derimot fikk den første lovbestemmelsen som regulerte innsidehandel direkte i 1971. Danmark fikk sin første lov i 1987 etter forbilde av den norske loven. Denne

ble forandret ved lov av 6. juni 1991, delvis fordi den skulle oppfylle EUs minimumskrav i innsidehandelsdirektivet.

Reguleringen av innsidehandel i Europa stammer fra USA som har vært et foregangsland for Europa. USA begynte å regulere annenhånds omsetningen av verdipapirer i 1934. Kongressen vedtok da "The Securities Exchange Act". Dette kom som en følge av krakket på New York børsen i 1929. USA har også gjennom disse årene opparbeidet seg en betydelig rettspraksis samtidig som loven har gjennomgått utbedringer med henblikk på blant annet straff.

Aksjemarkedet ble på 80-tallet mere tilgjengelig for folk flest som ville spekulere med sine sparepenger. I "The City" (se pkt. 5.0) i England kom reguleringen og "åpningen" av verdipapirmarkedet samtidig. The City ble regnet som en gentlemannsklubb som var selvregulert før innføringen av en ytre byråkratisk regulering (Clarke 1986). Kontrollen gikk fra primær- til en sekundærkontroll. Samtidig med VPHL kom også behovet i Norge for et kontrollapparat til å følge opp loven.¹⁰

1.4. Metode

Økonomisk kriminalitet

Det knytter seg diverse metodiske vanskeligheter ved å studere økonomisk kriminalitet. Blant annet er næringslivet selv lite interessert i slike studier med begrunnelse i at de vil forske på seg selv eller fordi de er resurssterke og finner få grunner til at noen skal rote rundt i deres bedrift (Haagensen og Johansen 1991). Bedrifter og organisasjoner har også flere måter å skjerme seg på enn tradisjonelle lovbrøyttere (Larsson 1998).

"Bedrifter kan være lukkede verdener hvor det er vanskelig for utenforstående å komme inn. Det er ikke enkelt å benytte seg av antropologiske metoder, eksempelvis deltagende observasjon i et finansselskap eller en bank med hensikt å studere komplekse lovbrudd" (Larsson 1998:40).

Larsson understreker at selv om litteraturen generelt er pessimistisk finnes det flere måter å studere økonomisk kriminalitet, hvor han blant annet nevner Braithwaites (1984) studie i den farmasøytiske industri og Johansens (1996) studier av smugling og organisert kriminalitet i Norge. Larsson beskriver metodiske tilnærminger som er

¹⁰ Se kapittel 5.

lite brukt innen økonomisk kriminalitet, blant annet dokumentanalyse, minnesmetode, etnometodologiske studier og "skandalestudier" (Larsson 1998).

Metodevalg

Hvilken metode skal vi velge som undersøkelsesopplegg er et av de første spørsmålene en forsker må stille. Valget av problemstilling er vesentlig for valget mellom kvantitativ eller kvalitativ metode (Holter og Kalleberg 1996). Halvorsen hevder at valget av problemstilling vil "virke styrende på resten av forskningsprosessen" (Halvorsen 1993:23). Fire spørsmål vil være avgjørende i valget av metode: hva studerer man, hvilken metode gir et mest mulig realistisk bilde av virkeligheten og hvor mye tid og penger har man til rådighet til undersøkelsen (Holter og Kalleberg 1996).

Kvalitative og kvantitative undersøkelser har sine sterke og svake sider. Kvalitativ forskning baserer seg på dybdeintervjuer eller observasjon, mens den kvantitative metode som oftest tar utgangspunkt i spørreskjemaer med den hensikt å generalisere dataene. En kvalitativ metode gir oss dybdeinformasjon om få undersøkelsesenheter. Kvantitativ metode gir oss få opplysninger om mange undersøkelsesenheter og en større bredde enn ved bruk av en kvalitativ metode. Ved kvalitativ metode leter forskeren etter visse typer begivenheter, ikke etter deres hyppighet (Holter og Kalleberg 1996). Bruk av en kvalitativ metode blir mer personlig preget, siden den som samler inn informasjonen også analyserer denne (Halvorsen 1993). I forhold til ved kvantitativ metode hvor objektive data skal kvantifiseres, tolker man meningsfulle relasjoner ved kvalitativ metode (Kvale 1997).

Det vil være mulig å kombinere de to metodene, for eksempel ved å utføre dybdeintervjuer av noen av undersøkelsesenheterne for å danne seg et helhetsbilde før man lager spørreskjemaundersøkelser (Holme og Solvang 1993).

Hvorfor falt valget på kvalitativ metode?

Kvalitative forskningsprosjekter springer ut fra førsøksvise problemstillinger som man ønsker å få besvart, noe som også var tilfelle med mitt prosjekt. Et dybdeintervju ville av den grunn være den beste måten å tilegne seg kunnskap, samtidig som det gikk i dybden og jeg ville kanskje få opplysninger som var særegne eller avvikende enn om jeg hadde valgt en kvantitativ metode (Holme og Solvang 1993).

"Siktemålet med kvalitative undersøkelser er ofte å danne seg begreper om et fenomen eller begrep for ulike aspekter av samme fenomen" (Eneroth i Halvorsen 1993:138).

Holter og Kalleberg sier at formålet med kvalitativ metode "er blant annet å få brakt på det rene respondenten meningsrammer og opplevelse av begivenheter og handlinger" (Holter og Kalleberg 1996:16). Dette var også mitt formål, men også å danne meg et bilde av ulovlig innsidehandel.

Hensikten med valget av en kvalitativ metode kan også forstås som en sammenheng mellom hva Kvale kaller kasusstudier og som bakgrunnsmateriale. Formålet med kasusstudier er å innhente kunnskap om en bestemt person eller institusjon. I mitt tilfelle ville det si om kontrollorganene, men også en bestemt sak - ulovlig innsidehandel. Ved bruk av intervjuer som bakgrunnsmateriale fungerer intervjuene som bakgrunnsmateriale for teori (Kvale 1997).

Oppgaven

Utgangspunktet er teori og empiri i form dommer, avisartikler, undersøkelser foretatt av andre forfattere, dybdeintervjuer, og noen uformelle samtaler. Problemet har vært at det er foretatt svært få undersøkelser innsidehandel, og litteraturen er først og fremst av juridisk eller økonomisk art. Det som er skrevet om ulovlig innsidehandel er ofte i tilknytning til annen økonomisk kriminalitet.

På grunn av lite empiri om emnet har jeg valgt en eksplorerende undersøkelse. Det finnes lite kriminologisk materiale om ulovlig innsidehandel, og av den grunn benyttet jeg meg av egnede metoder for å oppnå sosiologisk kunnskap og forståelse om feltet.

"Mitt ståsted er preget av en langt mer pragmatisk holdning til valg av metode, ensidig kritikk av den ene eller annen retning er vanligvis lite konstruktiv. Valg av metode innen studiet av økonomisk kriminalitet avhenger i større grad av de data en søker og de muligheter som ligger i feltet, enn hvilke metode en måtte sverge til på forhånd" (Larsson 1998:31).

Intervjuene

Jeg foretok 7 dybdeintervjuer i perioden februar til mai 1996. Intervjuene hadde en varighet på mellom en og tre timer. De ble alle foretatt på respondentens kontor eller møterom.

Intervjuobjektene var alle sentrale personer som hadde meget god innsikt i emnet innsidehandel. De ble per brev forespurt om de ville stille opp til et intervju, og senere kontaktet på telefon.

Intervjuobjektene ble bevisst plukket ut fra egen kunnskap, noe som metodisk vil gi skjevheter¹¹, siden de ikke representerer alle sider ved ulovlig innsidehandel. Derimot representerer intervjuobjektene forskjellige sider av systemet. Gruppen som ble intervjuet var alle høyere utdannede menn og nesten alle hadde lederstillinger.

Intervjupersonene representerte kontrollsidens (3), lovgivningssiden (2), meglere (1) og media (1). Intervjuene er anonymisert, og vil i avhandlingen bli referert til som intervju/informant "A"- "G". Informant B, C og D representerer kontrollorganene. Informant A og G var representanter fra lovgivningssiden. En journalist E representerte media, mens informant F opptrådte på vegne av meglerne. Det vil noen ganger bli presisert hvilken side av systemet informanten representerer for å klargjøre at det for eksempel er kontrollsidens argumenter.

I tillegg til intervjuene har jeg hatt en rekke uformelle samtaler med intervjupersonene og andre som er innsatt i temaet. De uformelle samtalenes var telefonsamtaler, unntatt to samtaler av litt lengere art. Samtalen med en representant fra kontrollmyndighetene fant sted på dennes kontor, mens samtalen med journalisten fant sted på en kafé. Disse to samtalenes bar mer preg av å være intervjuer, foruten at de hadde mer form som en samtale / diskusjon, og begge varte i overkant av en og en halv time.

Hva var positivt og negativt ved å intervju denne gruppen? Intervjusituasjonen var ofte vanskelig og slitsom. Noen av intervjupersonene prøvde bevisst eller ubevisst å styre intervjusituasjonen. Fordelen ved å intervju mitt utvalg var at de representerte viktige motpoler innenfor saksområdet. Det kom en stor mengde informasjon ut av intervjuene og som belyste mange sider av innsideproblematikken.

Et annet spørsmål som reiser seg var om jeg påvirket intervjupersonene i intervjusituasjonen. Intervjupersonene hadde klare meninger og oppfatninger, og hadde arbeidet en stund med emnet. Av den grunn påvirket jeg ikke deres meninger om emnet. Ved de to første intervjuene var jeg spent på hvordan informantene med

¹¹ Larsson ville vel betegnet meg som en skap-positivist i dette tilfellet. "Det som kjennetegner en skap-positivist er at han utfører kvalitative, hermeneutiske opplegg, men har trang til å vurdere forskningens kvaliteter ut fra positivistiske metodeidealer. Han spør stadig; er funnene objektive, er utvalget representativt, er det nok enheter...[]" (Larsson 1998:31).

For videre om positivisme og hermeneutikk-debatten henvises leseren Larsson 1998, Andersson 1979, Schaanning 1990.

bakgrunn som jurister og økonomer ville oppfatte en hovedfagsstudent i kriminologi. I ettertid visste det seg vel at intervjupersonene kun var opptatt av dette de første to minuttene og da inntok en belærende rolle. De testet mine kunnskaper, og etter at de hadde funnet meg "likeverdig" kunne intervjuet utvikle seg til en form for samtale eller diskusjon.

En fordel med valget av en kvalitativ metode er at man har mulighet til å forandre på undersøkelsesopplegget underveis (Holme og Solvang 1993). Det hadde sine fordeler etterhvert som jeg oppdaget fordeler og ulemper med mine spørsmålsformuleringer. Blant annet gjaldt det bruk av ledende spørsmål, og noen justeringer i intervjuguiden måtte utføres etter dette.

"Forskere blir ofte advart mot å gjøre bruk av ledende spørsmål. Skjønt en hele tiden må være oppmerksom på farene med dem, kan de være usedvanlige nyttige når det gjelder å teste hypoteser og å trenge gjennom forsvarsverker. Det som er viktig, er å kunne bedømme den typen skjevhet de sannsynligvis vil resultere i. Faktisk er det nyttig taktikk å gjøre spørsmålet ledende i motsatt retning av den en forventer svaret vil ligge, og dermed unngå faren for ganske enkelt og på en villedende måte å få bekreftet sine forventninger" (Hammersley og Atkinson 1987:120).

Det var vanskelig å ikke stille ledende spørsmål, fordi det var mange sider som jeg ønsket belyst, og ved at et faguttrykk som ønskes belyst kan være ledende i seg selv (Holter og Kalleberg 1996). Kvale sier at det bevisst kan stilles ledende spørsmål "for å innhente informasjon som de mistenker blir holdt tilbake" (Kvale 1997:97). Kvale sier videre at kvalitative forskningsintervju er "velegnet for å anvende ledende spørsmål for gjennomgående å sjekke intervjusvarerens reliabilitet, samt verifisere intervjuerens tolkninger" (Kvale 1997:97).

Jette Fog sier at utgangspunktet for kvalitativ intervjuing er samtalen. Formålet med intervjuet er å få belyst meninger, begivenheter og handlinger (Holter og Kalleberg 1996:16). En intervjuguide ble delvis fulgt under intervjuene. Etter hvert som intervjuene fremskred og kunnskap ble ervervet, ble det foretatt små justeringer i intervjuguiden. Ved bruk av en intervjuguide hadde jeg muligheten til å forberede meg til intervjuet, noe som var en fordel siden emnet er komplekst. Jeg fikk også belyst hva jeg ønsket å belyse, og det var rom for informanten å føre samtalen inn på andre spor som ga meg nye sider av saken. Faren med å bruke en intervjuguide var at det ble brukt som et spørreskjema hvor alt ble mer formelt. Dette viste seg å ikke føre til noe problem, og etter hvert som mine intervjuer skred fram ble

situasjonen mindre formell og gikk over til bli mer en samtale¹²/diskusjon enn et intervju. Jeg var oppmerksom på faren med å lede samtalen for mye og prøvde å ha en tiltaketrukket rolle i diskusjonen.

På grunn av den store mengden informasjon brukte jeg båndopptaker under intervjuene. Det gjorde det enklere å ta del i samtalen/diskusjonen, noe som for min del ikke hadde fungert med notat-metoden. Intervjupersonene var alle vant til bruk av båndopptaker og opplevde ikke dette som et problem.

Hva fikk jeg ut av intervjuene?

Av og til under intervjuene fortalte intervjupersonen ting som var "off the record". Dette var i begynnelsen vanskelig å forholde seg til, men jeg fant etter hvert ut at det utvidet min horisont. Jeg tror ikke at det gir seg utslag i oppgaven på noen måte, foruten at det ikke var mulig å sette det på trykk. Det var uansett veldig berikende for meg, og ga meg noen nye perspektiver og vinklinger som jeg ellers kanskje ikke ville ha sett.

Var det noen spesielle mønstre i materialet? Foruten en intervjuperson var de alle jurister eller økonomer, som gav seg utslag i deres syn på ulovlig innsidehandel. Dette ga seg også utslag i materialet mitt. I tillegg var det av og til i begynnelsen av intervjuet vanskelig å avgjøre om informanten "talte med sin egen stemme" eller for de han representerte. Dette gjaldt spesielt de to første intervjuene før jeg kunne skille mellom representanten og informantens personlige meninger.

I oppgaven har jeg brukt en del sitater fra intervjuene. Problemet med "sitat-plukk-metoden" er som Halvorsen skriver "at leseren ikke kan vite hvor representativt eller typiske de enkelte sitater er" (Halvorsen 1993:137). Jeg har prøvd å gjengi sitatene i sin opprinnelige versjon, men har av og til tatt bort dialektale talemåter og omformulert det til bokmål og forandret ordstillingen, siden det er stor forskjell på skriftlig og muntlig framstilling, slik at det skal bli lettere for leseren. Sitatene brukes for å belyse et problem eller et syn.

Dommene og avisartiklene

¹² Den hermeutiske filosofen Gadamer (1975) beskriver en ekte samtale på grunnlag av Platons dialoger i Kvale 1997:31:

"En samtale er en prosess hvor to mennesker forsøker å forstå hverandre. Det som kjennetegner enhver ekte samtale er derfor at deltakerne åpner seg for hverandre, godtar den andres synspunkter og forsøker å gå inn i den andre personen i en slik grad at han forstår, ikke den bestemte personen, men det han sier. Det som må forstås, er hvorvidt personens meninger er objektivt riktige eller ikke, slik at de kan komme til enighet om emnet".

I Norge finnes det tre dommer (1 frifinnelse og 2 dømte), samt en vedtatt bot i forbindelse med verdipapirhandel med ulovlig innsideinformasjon. Tre dommer er ikke mye empiri, men de vil bli brukt som eksempler og vil bli redegjort for. I tillegg vil også eksempler hentes fra amerikansk rett for å supplere de norske dommene, samt noen norske avisartikler.

Et dilemma er om dommer og avisartikler skal anonymiseres? Dommer og avisartikler er offentlige dokumenter som gjør at de er tilgjengelige for alle. Hvis man velger å anonymisere dommer og avisartikler, vil de som måtte ønske det allikevel kunne gå tilbake til dommene (referansen) eller avisartiklene og de vil finne navn på personer og bedrifter, fordi nummeret /referansen/datoen på dommen/avisartikkelen er ført opp i litteraturlisten. Det samme vil være tilfellet der man referer til andre forfattere som kanskje ikke har valgt å anonymisere. Dette kan allikevel ikke ses på som en god nok grunn til ikke å anonymisere, fordi i en avhandling vil det samles flere dommer (om samme emne) på ett sted. Det er liten grunn å gjøre det enklere for de som måtte ønske å finne navnene bak anonymiseringen. Jeg syntes det allikevel er grunn til å bemerke at det vil være forskjell mellom privatpersoner og bedrifter, og kjente / ukjente bedrifter.

Jeg har i oppgaven anonymisert navn på personer i dommer og avisartikler. I stor grad har jeg også byttet ut bedriftsnavn med fiktive navn. Unntak finnes allikevel. Utenlandske saker er ikke anonymisert. Dette fordi de til stadighet blir referert til av informanter og forfattere, og avhandlingen vil ikke bidra til å stigmatisere disse.

Det må også nevnes at noen avisartikler aldri kan bli fullstendig anonymisert, fordi en del av poenget blir da blir borte. Dette vil være tilfellet under avsnittet om media og negativ publisitet som straff hvor en del av poenget vil være å vise hvilken grad aktørene her stigmatiseres. Navn på personer er i oppgaven byttet ut med fiktive navn.

2.0. Begrepet

2.1. Beskrivelse av handlingen

Ordet innsidehandel stammer fra USA og det amerikanske ordet insider trading.

"Begrepet innsidehandel vil i første rekke knytte seg til verdipapirhandel foretatt av personer som i kraft av sin stilling, verv eller lignende normalt vil ha tilgang til fortrolig selskapsinformasjon, det vil si intern eller privilegert informasjon"(Christiansen og Bjørland 1990:118).

Det er forbundet en del begrepsforvirring med begrepet innsidehandel. Det må skilles mellom lovlig og ulovlig innsidehandel. Sæbø definerer innsidehandel som "verdipapirtilknyttede personers - "insiders" - transaksjoner i utsteders verdipapirer, uavhengig av om transaksjonen er rettsstridig" (Sæbø 1995:5). Sæbø mener at man i dag begrenser innsidehandel til en rettsstridig handling. Tore Bråthen avgrensar sin definisjon av innsidehandel til bare å gjelde "ulovlig handel foretatt av noen som har nærmere angitt fortrolig selskapsinformasjon" (Bråthen 1990:36). I NOU 1978 : 42 (s.67) blir ulovlig innsidehandel sett på som "innslag av uheldige forretningsmetoder". NOUen bruker altså innsidehandel om rettsstridige handlinger. Innsidehandel brukes som tidligere sagt om lovlige og ulovlige transaksjoner. Jeg har valgt å bruke ordet innsidehandel om det som er rettsstridig, hvis ikke annet blir nevnt. Foregår innsidehandel innenfor lovens rammer kalles det (lovlig) innsidehandel, fordi det da er en person som er tilknyttet det verdipapirutstedende selskapet som foretar verdipapirtransaksjonen (begrepet insider defineres under pkt. 2.2.). Ulovlig innsidehandel kan i teorien begås av hvem som helst, man utnytter fortrolig viten som ennå ikke er offentliggjort.

Selvig¹³ utvalget uttrykker :

"Betegnelsen insider trading benyttes om de tilfelle hvor et aksjeselskaps tillitsmenn utnytter sin viten om interne selskapsforhold som kan påvirke

¹³ Selvig utvalget, oppkalt etter formann Erling Selvig, arbeidet med lovforslagene til verdipapirhandel, NOU 1978 : 42.

aksjekursene, til å skaffe seg økonomisk vinning ved kjøp eller salg av selskapets aksjer" (NOU 1978:42, s.63).

Som jeg skal drøfte senere kan alle personer, avhengig av at de har intern viten, foreta innsidehandel.

I forbindelse med ulovlig innsidehandel brukes også uttrykket misbruk av fortrolig selskapsinformasjon, som er det samme som ulovlig innsidehandel. Bjørn G. Reed er en av de som bruker ordet misbruk for å skille mellom lovlige og rettsstridige transaksjoner. Transaksjonene som er rettsstridige gjelder bare for verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning.¹⁴

I filmen "Wall street" ble informasjonen kjøpt opp av andre spekulanter og markedet ble manipulert. Ved markedsmanipulasjon beveger vi oss noe utenfor mitt tema, fordi investoren ikke innehar direkte ulovlig innsideinformasjon, men "lager" denne selv ved for eksempel utsetting av rykter for å presse aksjekursene enten opp eller ned. Utsatte rykter kan også gi positive fortrinn for de første som handler. Her beveger vi oss på grensen av hva som oppfattes som ulovlig innsidehandel. "Begrepet "presise" skal avgrense mot løse rykter" (Reed 1996:94).¹⁵ Med "presise" siktes det til at innholdet i informasjonen skal være klar for at det skal regnes som innsidehandel og ikke løse rykter.

Media er en viktig aktør som gjennom sine spalter kan være med på å styre markedet. Löfmark (1988) gjengir en historie om en journalist som hadde en spalte i Wall Street Journal kalt "Heard on the Street". Spalten hadde direkte innvirkning på aksjekursene, noe journalisten utnyttet ved selv å handle før publisering.

Informasjonen kan erverves som førstehåndsinformasjon eller andrehåndsinformasjon. Med førstehåndsopplysninger menes for eksempel viten som en erverver seg selv fra det utstedende selskapet. I filmen Wall Street handlet de ut i fra andre eller tredje hånds opplysninger, helt avhengig hvem informasjonen ble kjøpt eller ervervet fra.

Å overhøre nyheter som ikke er offentliggjort, ved for eksempel at en taxisjåfør lytter til en privat samtale eller at en lege handler aksjer ut fra opplysninger han har om en ledende ansatt sin helsetilstand i et selskap, er andre måter å skaffe seg informasjon om et børsnotert selskap.

Børsanalytikere og meglere skaffer seg offentliggjort informasjon om markeder og selskaper hvor det omsettes aksjer og setter disse sammen for å få et best mulig

¹⁴ Se også Sæbø 1995 s.143.

¹⁵ Ot.prp. nr. 72 s.67.

bilde av selskapet. Ved at man tar mange små biter og setter det sammen for å få et helhetlig bilde kalles i internasjonal litteratur for mosaikkteorien. Vi behandler mosaikkteorien og meglernes måter å skaffe seg informasjon på i kapittel 6.

Hvilke krav settes for det skal regnes som ulovlig innsidehandel ? Reed (1996) sier at forbudet mot misbruk av fortrolige opplysninger bare gjelder opplysninger som er presise.

"Opplysningen må ha et meningsinnhold som er tilstrekkelig konkret, og det må stilles krav til opplysningens klarhet, nøyaktighet og troverdighet. Hvorvidt det foreligger et rykte eller en presis opplysning, kan den som ønsker å handle, undertiden avklare gjennom undersøkelse" (Reed 1996:123).

Reed konkretiserer at selv om opplysningen må være presis er det ikke nødvendig at den er korrekt. Opplysningene som blir brukt for å handle må også være av en slik karakter at de er egnet til å påvirke kursen vesentlig. Det vil si at kursen må bevege seg en viss prosent. Hva som er vesentlig kursendring vil vi komme tilbake til under punkt. 4.7.

Roller

Handel med aksjer foregår mellom aktører på Børsen (markedet). En aksje er et bevis på at innehaveren av verdipapiret har kjøpt en andel i et aksjeselskap. Aksjer kjøpes og selges. Aksjen skal reflektere det utstedende selskapets antatte verdi. Omsetningsverdien på en aksje kan være større, mindre eller lik beløpet som aksjen er utstedt på. Det er en del av spillet med å handle med aksjer at noen taper og andre tjener penger (Norsk samfunnsleksikon 1987:9). Rafaat El-sayed definerte derimot en aksje som " en papirbit som kan forandre alles liv" (Libris 1994:12).

I sosiologisk teori er "marked" et bytteforhold hvor partene bytter forholdsvis fritt (Engelstad i Martinussen 1990:71). Videre er det i et marked et jevnt bytteforhold. "Markedsbytte er karakterisert ved utveksling av goder som ikke er bundet til bestemte personer, og bytteforholdene er ofte valgfrie" (Martinussen 1990:72). Videre sier Martinussen at

"[]... markeder ikke utelukkende består av rasjonell samhandling, og at personbundne utvekslinger ikke utelukkende er følelsesmessige og blottet for rasjonell kalkulasjon" (Martinussen 1990:72)

Aubert sier at markedet gjennom "elementenes og aktørenes krav til gjensidig avhengighet" fyller et viktig krav til et sosialt system (Aubert 1991:125). Derimot er problemet med å betrakte et marked som et sosialt system at det er grenseløst (Aubert 1991). Norsk samfunnsleksikon (1987:254) definerer et marked som:

"[...]... et fysisk avgrenset sted hvor markedet befinner seg. Markeder kan klassifiseres etter hva slags produkt som omsettes der og etter markedsform...[]".¹⁶

I aksjemarkedet foregår det også en form for bytting - bytting eller omsetning av aksjer. I motsetning til et markedet hvor vi snakker om bytting av varer og tjenester som rent konkrete, snakker vi i aksjemarkedet om verdipapirer som delvis kan omtales som en mer abstrakt vare. Med dette tenker vi at det verdipapiret man kjøper i et aksjeselskap¹⁷ kun er en andel i denne - et papir - og ikke noe konkret som man vil kunne kjøpes i et vanlig markedet, for eksempel en spesiell vare.

Kili sier at aksjehandel er en sosial aktivitet:

"I motsetning til den tradisjonelle nyklassiske finansteoriens forutsetninger om atomistiske, rasjonelle og nyttemaksimerende aktører er det grunn til å tro at investeringer i aksjer som all annen menneskelig aktivitet er en sosial aktivitet. Det kan av den grunn hevdes at folks forhold til aksjer og aksjemarkedet periodevis blir styrt av sosiale trender på samme måte som folks forhold til klær, mat helse (jogging) og politikk endrer seg over perioder. I likhet med etableringen av den norske aksjemarkedet i perioden før 1900, må den voldsomme interessen for aksjemarkedet på 1980-tallet, i tillegg til viktige økonomiske forhold, forklares kulturelt og sosialt" (Kili 1996:9).

Bytteforholdet i et aksjemarked er frivillig og valgfritt - man kan selv velge hvor man vil investere pengene sine, man utveksler et gode. En begrensning finnes det allikevel ved at tilbud og etterspørsel styrer behovet i markedet. Skal man investere i en aksje er kriteriet at aksjen er til salgs. Godet består i at det verdipapirutstedende foretak får inn kapital og investoren kjøper andeler i det verdipapirutstedende selskapet. Denne utvekslingen foregår mellom det verdipapirutstedende foretak og investoren, gjennom en megler. Investorene som kjøper og selger aksjer i et

¹⁶ Se Martinussen 1990 for forskjellige typer markedsformer og bytterelasjoner.

¹⁷ Aksjeselskap defineres som: "selskapet eies av aksjonærene, dvs. av dem som eier aksjer i selskapet. Den enkelte aksjonærs ansvar for selskapets gjeld begrenses til pålydende verdi av de aksjer han eier; aksjeselskap er derfor en selskapsform hvor eierne har begrenset ansvar" (Norsk samfunnsleksikon 1987:9).

verdipapirmarked er kanskje mer rasjonelle¹⁸ (nyttmaksimerende) enn i et "vanlig" marked hvor det handles med en vare. Med det menes at investoren setter seg mer inn i eller skaffer seg mer informasjon om den varen han skal kjøpe, blant annet for ikke å kjøpe til overpris, enn en som handler i et "vanlig" marked. Innhenting av informasjon om markedet, selskapene og om eierandeler er særdeles viktig i aksjemarkedet, fordi kursene i et aksjemarked endrer seg ofte og fort. Investorene må derfor til enhver tid følge med på markedets svingninger for ikke å tape penger. Aksjemarkedet har sitt utgangspunkt i Børsen. Ordet Børs kommer av det franske ordet "bourse" som betyr pengepung. Det antas at ordet opprinnelig kommer fra Brugge hvor kjøpmennene samlet seg på et torg kalt "De Beurs" (Aschehoug og Gyldendal 1996). Betydningen av ordet har altså en sammenheng med de handlingene som foretas på børsen - kjøp og salg av verdipapirer. Norsk samfunnsleksikon 1987:64 definerer Børs som "et organisert marked for omsetning av bestemte objekter ved auksjon. Børser for aksjer og obligasjoner kalles i Norge fondbørs¹⁹ eller aksjebørs". I dag, etter innføringen av data er det mulig å tøye disse begrepene. En aksje behøver i dag ikke være et konkret papir, men kan være en datafil, som registreres i Verdipapirsentralen. Andelen (aksjene) som ble kjøpt i selskapet registreres altså i Verdipapirsentralen (VPS).

Heller ikke Børsen har gått upåvirket utenom datarevolusjonen. Før innføringen av data, foregikk omsetningen av verdipapirer innenfor Børsens fire vegger, nå kan imidlertid meglere handle aksjer fra eget kontor ved hjelp av PC. På en måten kan man si at rammene for Børsen har flyttet seg etter at data ble innført i handelssystemet.

Børsen er stedet hvor markedet "samles". Før innføringen av ny teknologi var det her handelen foregikk. Meglere kjøpte aksjer av hverandre. Etter innføringen av PC har nærheten og kontakten mellom meglerne og børsen, samt meglerne imellom blitt mindre. Avstanden mellom dem har blitt større - den menneskelige kontakten likeså, noe som har ført til at den uformelle kontrollen mellom meglerne har blitt svakere.

Børsen har visse forventninger til det utstedende selskap og investoren. Disse må følge visse spilleregler. Det utstedende selskap må for eksempel offentliggjøre informasjon (for eksempel årsresultateter) og investoren kan ikke handle med verdipapirer dersom denne sitter inne med ikke offentliggjort informasjon.

Innen sosiologien definerer man "rolle" som forventninger knyttet seg til en bestemt posisjon.

¹⁸ Se pkt. 7.1. for mer om rasjonelle aktører.

¹⁹ Aksjer og obligasjoner blir notert ved en Fondbørs og er den vanligste formen for Børs.

"En sosial rolle er m.a.o. - siden det dreier seg om stabile forventninger - settet av normer om hvordan oppgavene som hører med til en bestemt plass i samfunnet skal ivaretas" (Martinussen 1990:98).

Settet av forventninger som knytter seg til de forskjellige oppgavene en stilling eller posisjon innehar kalles rollesettet. Når det er forskjellige forventninger til rollene en person innehar, og hvis det er vanskelig å kombinere rollene, kalles det rollekonflikt (Østerberg 1992). Martinussen sier at det også kan forekomme rollekonflikt innen en rolle. Aubert sier at en rolle ut fra normbegrepet blir definert som forventningene som man har til aktøren, mens de ut fra handlingsbegrepet blir definert ved det aktøren gjør (Aubert 1991). Normer²⁰ mellom to personer utgjør komplementære roller når de er utløst av to gjensidige posisjoner. Eksempler på komplementære roller er forholdet mellom kjøpmann og kunde eller far og barn (Martinussen 1990).

Megleren fungerer som en salgsmann av aksjer, og det opprettes et kunde/kjøpmann forhold. Det er til megleren kunden/ investoren henvender seg for å kjøpe eller selge aksjer. Megleren er altså et mellomledd mellom kjøper og selger. Han tar imot henvendelser fra kunder som ønsker å kjøpe eller selge aksjer og videreformidler disse opplysningene til andre meglere eller sine egne kunder som igjen ønsker å kjøpe eller selge de respektive aksjene. Vanligvis tar megleren et minimumshonorar eller en viss prosent av aksjenes verdi for å utføre transaksjonene. Kunden forventer seg at han får kjøpt /solgt de aksjene han har lagt inn ordre på, mens megleren forventer seg betalt for oppdraget. Siden megleren kun er mellomledet forventer også de som selger sine aksjer at de får betalt for disse og at kjøpet ikke heves. Megleren tar opptak av alle telefoniske henvendelser på kjøps- eller salgsoppdrag, for at disse ikke skal bli trukket tilbake hvis kursene forandrer seg.

Megleren skal være upartisk, og det vil stride mot god meglerskikk hvis de utfører oppdrag for kunder de vet sitter inne med ulovlig innsideopplysninger. Foruten at meglere utfører salg/kjøp av aksjer forvalter de også aksjeporteføljer²¹ for kunder. To stikkord er viktig i denne forbindelse: resultat og tillit. Det er viktig at en megler opparbeider seg tillit hos sine kunder. Kundene er rasjonelle aktører og vil ha en høyest mulig fortjeneste på sin aksjeportefølje. En konflikt en megler kan komme opp i er bruken av informasjon han tilegner seg. Megleren kan komme i en konflikt mellom fornøyde kunder og gjøre bruk av ikke ofentliggjort informasjon og god

²⁰ Martinussen 1990:88 definerer en norm som: "forventningene om riktig atferd i situasjoner som er varige og/eller gjentar seg ofte, blir likartede og får karakter av normer. Normene som foreskriver hvordan personer som tar seg av visse oppgaver eller fyller visse stillinger skal handle...[]". Østerberg sier at normbegrepet "på sitt minst forpliktende [] en abstrakt samlebetegnelse for en rekke ulikartede påbud som påvirker vår atferd" (Østerberg 1992:65).

²¹ En aksjeportefølje er et visst antall aksjer i forskjellige selskaper.

meglenskikk eller benytte lovlig informasjon. Fordi meglerne konkurrerer om kundene vil altså resultat være alfa omega i kampen om disse. Meglere tilegner seg lovlig kunnskap gjennom analyser. Ulovlig informasjon kan være informasjon som meglerne har skaffet seg fra andre meglere i andre avdelinger eller på annen tvilsom måte.

Kjøper og selger (kundene) har visse forventninger til megleren - selgeren at aksjene blir solgt til en viss pris, og kjøper at han får kjøpt aksjer til en bestemt pris - men det stilles også krav eller forventninger til megleren fra offisielt hold. For det første er det visse kriterier til utdanning for å drive megling, og for det andre hvordan dette gjøres. Megleren må følge visse uskrevne/skrevne normer og regler. Her kan kort nevnes kravet til god meglerskikk i VPHL.

Kunden eller investoren behøver ikke være bare privatpersoner, men også juridiske personer som: Staten, fond og private foretak. Kunder som har store porteføljer lar ofte en megler forvalte disse. Kundene vil ha høyest mulig fortjeneste på sine aksjer, med minst mulig risiko. Et nærliggende spørsmål vil være til hvilken pris, det vil si i hvor stor grad er aktørene tilbøyelige til å begå kriminelle handlinger for å bli vinnere eller unngå et sviende tap. For store kunder, som eksempel Folketrygdfondet, vil plasseringen av kapitalen være særdeles viktig. Meglere konkurrerer om å forvalte disse pengene, fordi fortjenesten er stor.

Når insidere selger aksjer i egen bedrift blir det ikke regnet som et godt tegn - selv om det foregår på lovlig vis. Dette fordi en antar at insidere sitter med opplysninger som andre ikke har og kan sette sammen lovlig informasjon til en helhet.

Det forventes av markedet at de verdipapirutstedende selskapene skal gå med et best mulig resultat. Det er også en av grunnene til at investorene har valgt dette selskapet, så det skapes en forventning til selskapet. Aksjonærene forventer at årsresultatet viser et overskudd, fordi høyere overskudd gir høyere aksjeutbytte. Det verdipapirutstedende selskapet forventer ved nyutstedelser at dette skjer til en høyest mulig pris.

Også overfor Børsen har de verdipapirutstedende selskapene et avhengighetsforhold. Børsen forventer at selskapene betaler avgiften det koster for å være børsnotert, og at de overholder lover og regler. Blant annet loven om offentliggjøring av informasjon.

2.2. Definisjon av "insider" og "outsider"

Begrepene "insider" og "outsider" stammer fra USA, men i Norge er begrepsbruken noe mer konfus. Begrepene (og presiseringer av begrepet) knyttes til hvilken tilgang man har til informasjonen (og en eventuell stilling i den aktuelle bedriften). Sæbø påpeker at grensedragningen ikke er klar mellom "insider" og "outsider". Han påpeker at begrepene i amerikansk rett brukes for å skille spørsmålet om man har å gjøre med et verdipapir tilknyttet person eller ikke. Nærmere bestemt en person som sitter sentralt i ledelsen til den bedriften som har utstedet verdipapiret. Fra innsidehandelens oppblomstring har man knyttet de personene nærmest informasjonen til innsidehandel, men etter hvert har man utvidet begrepet da man har innsett at flere kan ha direkte tilgang til kurssensitiv informasjon (Sæbø 1996).

Primærinnsidere

Hvilken tilknytning til foretaket skal personen(e) ha for at de skal regnes som innsidere? En insider/"insider" kan være en av de som først får tilgang på ikke offentliggjort informasjon. Ofte sitter denne i styret, ledelsen eller innehar et høyere tillitsverv i bedriften som har utstedet aksjene. I litteraturen har disse blitt omtalt som primærinnsidere eller klassiske innsidere. I USA betegnes disse også som "corporate insiders", eller foretaksinnsidere.

Verdipapirhandelloven definerer innsidere som "styremedlem av en kontrollkomite, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer...[]" (VPHL § 6).

Moberg og Samuelsson begrenser innsidere til å gjelde :

"[...]gruppen insiders till att omfatta de personer som genom sin privilegerade ställning i och med anknytning till ett visst företag, har särskilda möjligheter att före andra marknadsaktörer få del av informationen som kan påverka värderingen av aktierna i det egna företaget" (Moberg og Samuelsson 1989:95).

Som vi senere skal komme inn på er denne gruppen den enkleste å føre kontroll med i motsetning til sekundærinnsidere, midlertidige innsidere og "outsidere", da det er vanskelig å bevise at sistnevnte gruppe har innehatt ikke offentliggjort informasjon når de har handlet. Primærinnsidere har begrenset adgang til å handle verdipapirer grunnet klarerings- og undersøkelsesplikten.²²

Sekundærinnsidere

"Secondary insiders" eller sekundær innsidere "er personer som mottar opplysningene fra andre, først og fremst fra primærinnsidere" (Reed 1996:109).

²² Se punkt 3.1.4.

Sekundærinnsidere har også blitt kalt "tippees", personer som mottar tips eller opplysninger fra andre klassiske innsidere. Sekundærinnsidere, som det går frem av ordet, mottar informasjon som annenhånds. Finansmagnaten i filmen Wall Street er et eksempel på en sekundærinnsider. Meglere eller andre primærinnsidere solgte ham insideopplysninger.

Temporary insiders

"Temporary insiders" eller "Qasi" innsidere er personer som har adgang til ikke offentliggjort informasjon i en begrenset periode (Löfmarck 1988). Et eksempel kan være trykkeriansatte som har fått i oppdrag å trykke en års- eller kvartalsrapport for et stort børsnotert selskap og som da utnytter denne informasjonen til å handle med verdipapirer eller selger informasjonen til andre. Andre eksempler på temporary insiders kan være revisorer eller advokater som forhandler for et selskap om en fisjon eller en fusjon. Disse har blitt betrodd av det selskapet som har leid dem for å gjøre en spesifikk jobb, og av den grunn har de fått innsikt i ikke offentliggjort bedriftsspesifikk informasjon.

Hovedargumentasjonen for at de kan kalles "temporary insiders" er som sagt at de kun har tilgang til den ikke offentliggjorte informasjonen i en begrenset periode.

Outsidere

Löfmarck definerer (true) outsiders som

"Personer som kommer över väsentlig ickeoffentlig informasjon om ett företag utan själva vara ens temporary insiders och utan förmedling av någon i insiderställning" (Löfmarck 1988:62).

Löfmarcks definisjon krever at personen som betegnes som "outsider" er at vedkommende har ervervet seg informasjonen på en tilfeldig måte uten hjelp fra innsidere eller nøkkelpersoner.

Et klassiske eksempel er taxisjåføren som overhører en samtale mellom to passasjerer. Men hva hvis disse to passasjerene er primærinnsidere. Vil man ikke da kalle vedkommende en sekundærinnsider eller en outsider? Svaret er at en outsider vil tilfeldigvis overhøre eller komme over informasjonen (i vårt tilfelle taxisjåføren), men en sekundærinnsider vil bevisst motta informasjon fra en primærinnsider. Enkelt

sagt kan man si at alle som ikke klassifiseres i noen av de andre gruppene kan kalles "outsidere".

2.3. Typer av innsidehandel

Lovlig og ulovlig innsidehandel

Det er særdeles viktig å skille mellom ulovlig og lovlig innsidehandel, siden begge begrepene først og fremst omfatter investorer tilknyttet det verdipapirutstedende selskap. Enkelt kan en si at det er lov til å handle med informasjon som er alminnelig kjent, det vil si offentliggjort i media eller andre offentlige kanaler. Lovlig innsidehandel vil generelt si at vedkommende har offentliggjorte opplysninger som kommer fra det verdipapirutstedende selskapet og handler aksjer med disse opplysningene. Sammensetting av lovlig informasjon til en helhet (mosaikkteorien) er en måte dette kan gjøres på.

Ulovlig innsidehandel vil si at en handler verdipapirer med ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. Som vi har sett av definisjonene bør det ikke være klassisk insider som begår handlingen. Det foreligger en undersøkelses- og klareringsplikt (se punkt 3.1.4.) for insidere som vil handle aksjer, siden disse har lettest tilgang til informasjon, for å forhindre ulovlig innsidehandel.

Aktiv og passiv innsidehandel

Kan det skilles mellom aktiv og passiv innsidehandel? Skal vi skille mellom passiv og aktiv innsidehandel må vi gå til de juridiske termene. En mulighet er å klargjøre hva den handlende har gjort for å skaffe informasjonen. Har denne gått aktivt ut for å skaffe seg informasjonen, ved for eksempel å tappe opplysninger fra andre, og handlet med verdipapirer på grunnlag av opplysningene, kan man kategorisere det som aktiv innsidehandel. Primærinsidere som er klar over at de innehar ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon og bruker disse til å handle med verdipapirer handler aktivt.

Passiv innsidehandel derimot vil si at en person handler med ulovlige innsideopplysninger uten selv å være klar over dette. Opplysningene er kommet til veie rent tilfeldig. Juridisk er det forskjellige krav til primærinsidere og outsiders. Det er strengere krav til at primærinsidere skal kontrollere at de ikke handler verdipapirer med kurssensitiv informasjon enn andre.

Juridisk skilles det mellom fysisk og psykisk medvirkning i forbindelse med innsidehandel. Hvis medvirkeren selv har bidratt i selve utførelsen eller han indirekte ved å rådggi innsidehandleren regnes det som fysisk medvirkning. Psykisk medvirkning kan forekomme ved at medvirkeren truer andre til å begå forbrytelsen. "Medvirkeren må oppfylle de subjektive vilkår i straffebudet, det vil si at medvirkningen må være forsettelig eller uaktsom" (Reed 1996:385).

Et av problemene er å trekke en grense mellom medvirkning og direkte overtredelse av forbudet (Reed 1996).

3.0. Lov om ulovlig innsidehandel

3.1. Lov om verdipapirhandel (VPHL) § 6.

I verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 § 6 defineres ulovlig innsidehandel eller misbruk av presise og fortrolige opplysninger som:

"Kjøp eller salg av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning må ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig" (VPHL 1985, §6, 1.ledd).

Som vi tidligere har kommentert er hovedinnholdet at det ikke må foretas transaksjoner med noen som besitter ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. Aktøren må først og fremst foreta et kjøp eller salg for at det skal regnes som innsidehandel.

Hvem rammes av innsidehandelsforbudet?

Hvem er det innsidehandelsforbudet rammer? En av grunnene for å regulere ulovlig innsidehandel var å motvirke insideres informasjonsfordeler. Innsidere blir også mest kontrollert for ulovlig innsidehandel, og er de som har flest regler å forholde seg til hvis de handler med aksjer. Vi tenker da blant annet på undersøkelses- og klareringsplikten.

Som vi senere skal komme tilbake til er det vanskeligere å bevise at noen har handlet aksjer med ulovlig innsideinformasjon desto lengre fra informasjonskilden denne befinner seg.

Hvem som kan rammes av loven om ulovlig innsidehandel er viktig å gjøre rede for ut fra et kontroll- og forebyggings-perspektiv.

Reed presiserer at man kan dømmes for innsidehandel uavhengig av på hvilken måte man erverver seg informasjonen. Taxisjåføren som overhører en samtale eller den trykkeriansatte som leser en årsrapport kan begge bli tiltalt for innsidehandel. Hvis man ikke skal rammes av loven kan aktøren ikke ha kjennskap til at det var fortrolige opplysninger (Reed 1996).

Den svenske lovgivningen presiserer hvem som kan dømmes for brudd på innsidelovgivningen. Her spesifiseres blant annet primærinnsidere og finansjournalister. Den norske lovgivningen derimot har ikke fastsatt noen spesielle

som kan dømmes for innsidehandel. Hvilke konsekvenser får det? Burde man heller i større grad konsentrert seg mot de profesjonelle i markedet?

Ved å la innsidehandelsreguleringen omfatte alle aktører i markedet unngår man situasjoner hvor primærinnsidere kamouflerer sin egenhandel ved å la andre handle for seg, altså bruk av stråmenn. Sæbø tar opp spørsmålet med at det vil være lettere rettsteknisk å la forbudet omfatte alle, fordi rettshåndheverne og investorene slipper å ta stilling til vanskelige tolkningsspørsmål (Sæbø 1995).

I amerikansk rett og i forarbeidene til den svenske insiderlagen blir det uttrykt at det kan være uheldig å regulere alle. Sæbø mener at selv om transaksjonsforbudet gjelder alle, vil dette veies opp ved at alminnelige investorer ikke kan straffes for innsidehandel med mindre de har mottatt oppsiktsvekkende og åpenbart kurssensitiv informasjon og handlet ut fra disse (Sæbø 1995).

Hvilke transaksjoner omfattes ikke av innsidehandelsforbudet?²³

I hvilke tilfeller bør ikke transaksjonen med ulovlig innsideinformasjon ses på som et lovbrudd. Sæbø referer til 4 typer av tilfeller som kan gi grunnlag for unntak fra transaksjonsforbudet. Dersom transaksjonene er nødvendige, det skjer ingen utnyttelse av innsideinformasjon, det er ønskelig at slike transaksjoner skal kunne foretas og hvis de kontraherende parter (ved direkte transaksjoner) har samme type beslutningsgrunnlag så vil ikke transaksjonene være i strid med loven (Sæbø 1995).

Undersøkelles- og klareringsplikt.

VPHL §6 første ledd, andre punktum tar for seg undersøkelses- og klareringsplikt. Kort fattet må aktøren undersøke om han er i besittelse av kurssensitive ikke offentliggjorte opplysninger før han foretar en transaksjon. Klareringsplikt gjelder for innsidere, det vil si at disse må klarere sine handler før de utfører disse. For primærinnsidere gjelder også et handleforbud i visse perioder før offentliggjøring av for eksempel årsoppgjør.

Undersøkelses- og klareringsplikten er blant annet med på å gjøre påtalemyndighetens bevisproblemer enklere og er ment å ha en forebyggende effekt.

²³ Se vedlegg 3 for hvem som rammes av de enkelte innsidebestemmelsene.

Men de kan også være med på å sette grenser for handlefriheten i et fritt marked (Sæbø 1996)²⁴.

I det nye forslaget til ny innsideregulering blir det uttalt at undersøkelses- og klareringsplikten ikke virket etter sin hensikt.

"Utvalget foreslår derfor at undersøkelses- og klareringsplikten erstattes av en særlig aktsomhetsplikt for primærinnsidere. Handleforbudet for primærinnsidere i visse perioder, foreslås opphevet. Det er utvalgets syn at bestemmelsen vanskeliggjør investors mulighet til å være aktive eiere, idet den medfører at primærinnsidere må avstå fra å handle minst fem måneder i året" (NOU 1996:2, s.12).

I 1987 anmeldte Kredittilsynet en tillitsmann etter loven om meldeplikt til politiet etter at han handlet "W"-aksjer. Vedkommende hevdet et han ikke hadde gjort seg kjent med innholdet i styredokumentene før etter at han hadde handlet aksjer. Kredittilsynet hevdet at tillitsmannen ikke under noen omstendigheter burde ha handlet aksjer uten først å gjort seg kjent med styredokumentene. Kredittilsynet fant at saken også burde rammes av paragrafen om ulovlig innsidehandel. Politiet henla saken, men tillitsmannen vedtok et forelegg på 20.000 kroner for brudd på meldeplikten etter aksjeloven (Eriksen 1991).

Regelene om undersøkelses- og klareringsplikt er regler som også kan ses på som forebyggende regler, som jeg tar for meg i kapittel 10, men også i forbindelse med Kredittilsynet og Børsen.

Forskjell på utnyttelse av informasjonen

Er det noen forskjell på straffeutmålingen når man bruker ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon til å handle aksjer for egen vinning? Juridisk vil det foreligge et sterkere misbrukelement der man har utført transaksjoner som vil føre til en egen økonomisk vinning enn om vedkommende har utført transaksjoner som har ført til tap. Hvilke skyldkrav som er utvist får betydning ved straffeutmålingen (Ot. prp nr. 72).

Men det er en annen faktor som Reed (1996) tar opp som spiller inn. "Goodwill" for meglere som gir sikre tips er en indirekte gevinst som vanskelig lar seg spore i forhold til direkte økonomiske gevinster. Med det menes at dersom meglere gir sine kunder tips (innsideopplysninger) om en sterk aksje åpner de for "goodwill" hos

²⁴ For nærmere om undersøkelses- og klareringsplikt se Sæbø 1996 og appendiks 3.

denne kunden, noe som igjen kan føre til at megleren i fremtiden får forvalte dennes portefølje - en indirekte gevinst.

3.2. Hvem har muligheten til å begå lovbruddet.

Alle har i teorien muligheten til å skaffe seg ikke offentliggjort informasjon, eller som Geis uttrykker det :

"[]...as insider trading, embezzlement and a large variety of frauds are committed by persons who might be located anywhere on status hierarchy" (Geis 1992 :31).

"Insider trading" begås av alle mulige personer uansett hvor i hierarkiet de befinner seg (Geis 1992). Men er det andre faktorer som spiller inn for hvem som har muligheten til å begå lovbruddet?

Informantene mener at alle har muligheten til å komme over ulovlig innsideinformasjon, men at det er primærinnsidere som i størst grad kommer over ikke offentliggjort informasjon. I tillegg må aktøren også ha muligheten til å kunne tolke den informasjonen som han får tilgang til. Det vil si at man må kunne tolke om informasjonen fører til en nedgang eller en oppgang av aksjekursen. Men det er også et viktig poeng at man vet når kursen vil gjøre utslag. Innsidere vil ha klare fortrinn med å "tolke" informasjonen og sette denne i sammenheng.

For at man skal dra nytte av den ulovlige innsideinformasjonen man erverver er det et viktig å ha økonomiske gode ressurser eller ha muligheten til å skaffe seg det, slik at man kan handle nødvendige mengde aksjer for å gå med fortjeneste. Men her er det uenigheter om hvor lett det er å skaffe seg økonomiske midler. Kan for eksempel en hvilken som helst person uavhengig av inntekt gå i banken å be om et forbrukslån? Snakker vi om anskaffelse av stor og rask kapital vil visse grupper lettere enn andre ha muligheten til å skaffe seg dette. Så foruten kurssensitiv informasjon vil også kapital være en faktor for utnyttelse av informasjonen.

I teorien kan enhver dra nytte av ulovlig innsideinformasjon, men i praksis er det enklere hvis aktøren har tilgang på midlene, det vil si kapital. Dette igjen vil være interessant for hvem media retter sin oppmerksomhet mot i forbindelse med ulovlig innsidehandel.

3.3. Forekomster (dommer og andre saker).

Det har vært spekulert i hvorfor rettsapparatet har behandlet så få saker (som vi skal se nedenfor) av ulovlig innsidehandel. Virker loven etter sin hensikt eller er det vanskelig å håndheve forbudet (NOU 1996:2)? Når det gjelder omfanget av ulovlig innsidehandel har det allikevel vært antatt at Norge ikke står i noen særstilling og at det forekommer her som i andre land (NOU 1978:42).

Den første innsidesaken som første gang opptrådte i forvaltningspraksis var Handelsdepartementets vedtak i børsklagesaken angående Borregaards overtakelse av Viking Askim. Transaksjonene hadde blitt foretatt før verdipapirhandelloven trådte i kraft, men departementet fant at Borregaard hadde mottatt fortrolig selskapsinformasjon under forhandlingene med Viking Askim. Dette sammen med mislighold av opplysningsplikten ga grunnlag for kritikk (Eriksen 1991).

I "Asterix"-saken (Januar 1986) kjøpte siktede en aksjepost på 300.000 kroner mens han selv førte forhandlingene for "banken" mellom Nevi og Nimbus om et kjøp av aksjer i Bergens Skillingbank. Kredittilsynet anmeldte forholdet og det ble reist tiltale etter VPHL §5, bruk av urimelige forretningsmetoder. Siktede vedtok et forelegg på kroner 30.000 (Eriksen 1991).

"Obelix"-saken (mai 1986) kom den første politianmeldelsen for ulovlig innsidehandel. "Obelix" hadde en sentral rolle i flere av selskapene som ble forbundet med nye satsningsområder og teknologi. Oslo Børs satte i gang en omfattende undersøkelse med mistanke om innsidehandel, markedsmanipulasjon og mislighold av informasjonsplikten. Innholdet var at Kredittilsynet mente at vedkommende burde vært kjent med at "Hansen" kom til å få et dårligere resultat enn hva selskapets ledelse hadde gitt uttrykk for. Kredittilsynet anmeldte saken til Eidsivating, men saken ble henlagt høsten 1990. Grunnet Kredittilsynets offentliggjøring av politianmeldelsen har saken fått et etterspill gjennom vedkommendes klage til Sivilombudsmannen. Sivilombudsmannen fant at "Kredittilsynets offentliggjøring av politianmeldelsen var i tvilsom harmoni med gjeldende taushetsbestemmelser" (Eriksen 1991:421). "Obelix" gikk til innjuresøksmål mot avisen som hadde skrevet om mistanker om skattesvik i saken. Avisen ble idømt et erstatning- og oppreisningsansvar (Eriksen 1991).

I "Idéfix"-saken ble det på styremøter (juni 1991) mellom "Olsen-industrier" og "Pedersen-industrier" diskutert en fusjon. De to tiltalte deltok på disse styremøtene og ble siktet for brudd på § 6 i VPHL. Begge de tiltalte ble frifunnet.

Vår nyeste sak hvor det har falt en dom er "Miraculix"-saken fra desember 1995. "Retten finner at tiltalte bevist forsto at han var i besittelse av opplysninger som var egnet til å påvirke kursen på "Miraculix"-aksjene vesentlig."²⁵ Tiltalte handlet "Miraculix"-aksjer dagen før det kom et oppkjøpstilbud fra Narvesen. Gevinsten var

²⁵ Sak nr. 95-02141 M/02, s.7.

på 35.000 kroner. Tiltalte ble dømt til 6 måneders betinget fengsel, samt en bot på 40000 kroner. I straffeskjerpenede retning bemerket retten at tiltalte har gått bestemt og målrettet frem.²⁶

Som vi ser har det i Norge vært svært få saker som retter seg mot brudd på § 6 i VPHL, om ulovlig innsidehandel. Det er kun "Idéfix"-saken, "Miraculix"-saken og "Asterix"-saken hvor det ble vedtatt et forelegg som direkte knytter seg mot brudd på lovbestemmelsen om ulovlig innsidehandel. I Sverige og i Danmark som vi kan sammenligne oss med er det også svært få saker som retter seg mot brudd på innsidehandellovgivningen.

I USA derimot som var et av de første landene som begynte å regulere innsidehandel foreligger det langt flere saker, noe som kan ha bagrunn i markedets størrelse.²⁷ I en amerikansk undersøkelse som ble foretatt 1980 fant man bare 51 rendyrkede innsidehandler i perioden 1966-1980, mens 37 av disse var som følge av SECs etterforskning, mens 14 var private billighetserstatninger (Moberg og Samuelsson 1989).

3.4. Straffen, VPHL § 62.

"Med bøter eller fengsel inntil 6 år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 6 første ledd første og annet punktum. På samme måte straffes den som har gitt uriktig klarering som nevnt i § 6 første ledd tredje og fjerde punktum" (VPHL 1985, §62).

Den som overtrer innsidehandelsforbudet kan straffes med bøter eller fengsel inntil 6 år eller begge deler. Sæbø presiserer at grensen mellom forsett og uaktsomhet kan være vanskelig å trekke (Sæbø 1996).

I tillegg til fengselsstraff kan det ilegges bøter.

"En eventuell bot bør stå i forhold til både straffverdigheten av den overtredelse og til den antatte økonomiske gevinst vedkommende har hatt. Et mål ved utmålingen av slik bot bør være å nøytralisere konstaterbare eller sannsynliggjorte gevinster" (Ot. prp. nr.72, s.72).

²⁶ Sak nr. 95-02141 M/02, s.7.

²⁷ En av de mest kjente sakene i USA er Levine / Boesky. "[] ...Dennis B. Levine, ledende ansatt i meglerfirmaet Drexel Burnham Lambert i New York, og Ivan Boesky var involvert. Boesky godtok å fralegge en gevinst på USD 50 millioner, i tillegg til å betale USD 50 millioner som "civil penalty". Boesky ble videre dømt til 3 års fengsel. Levine, på sin side, måtte fralegge gevinst som følge av innsidehandel med til sammen USD 424 millioner" (Langevoort i Sæbø 1995:9).

Reed bemerker at andre sanksjoner også kan komme med i bildet. Vi snakker da om børsrettslige eller privatrettslige sanksjoner fra en tredjemann, det være seg arbeidsgiver eller en medkontrahent (Reed 1997).

Under pkt. 7.3. diskuterer vi sjansene for å bli oppdaget og straffet for ulovlig innsidehandel. I kapittel 10 ser vi på straff som forebygging.

3.5. Endringslov / ny lov.

I 1991 økte man strafferammen for innsidehandel fra inntil 1 års fengsel og/eller bøter til 6 års fengsel og/eller bøter. En av grunnene til denne drastiske økningen i strafferammen var at man ønsket å bringe innsidehandel opp på samme straffenivå som for grovt tyveri, bedrageri og underslag.

I NOU 1996:2 foreslås blant annet som vi har vært inne på nye regler for klarerings- og undersøkelsesplikt. I tillegg er det nye forslag om krav til rapporteringsplikt av informasjonsmottagere. Rapporteringen vil lette Kredittilsynets arbeid, samtidig som det kan medføre unødig mye rapportering. Utvalget skriver: []... et slikt krav til rapportering [kan] bidra til at sekundærinnsidere opptrer mer forsiktig og således ha en preventiv effekt" (NOU 1996:2, s.13).

Ulovlig innsidehandel
Hovedfagsoppgave i kriminologi

4.0. Hvorfor ble innsidehandel regulert/oppkriminalisert?

Balvig sier at det i dag er vanlig å bruke en snever definisjon av sosial kontroll, og begrepet sidestilles med "tvangsprægede forsøg på at håndhæve konformitet, ofte koncentreret til det strafferetlige system" (Balvig 1995:162).²⁸ Det er vanlig å skille mellom to hovedformer sosial kontroll: primær- og sekundærkontroll. Andre begrep som brukes istedenfor eller i forbindelse med primær- og sekundærkontroll er uformell/formell og privat/offentlig kontroll. Balvig (1995:163) definerer uformell og formell kontroll som:

"Den uformelle kontrol er den, der udøves af mennesker som led i og del af deres dagligdag: ros, bebrejdelser, øjekast, udveksling af sladder, ironi osv. Den formelle kontrol er den specialiserede og formaliserede kontrol, som den udøves af diverse kontrollører som politifolk, læger, socialrådgivere m.fl."

Christie (1993) deler også kontroll inn i primær og sekundær. Han bruker uformell/formell til å dele primær- og sekundærkontroll ytterligere inn.

Vi har omtalt²⁹ hvordan "The City" i London (Clarke 1986) før var selvregulert gjennom primærkontroll. Det er rimelig å anta at også det norske markedet var sterkere styrt av primærkontroll før lovgivningen inntreådte i 1985. Ved at flere begynte å ta del i markedet, kom behovet for en sterkere sekundærregulering noe som kom med verdipapirhandelloven av 1985. Før 1985 hadde verdipapirmarkedet blitt regulert av lov om fonds- og aksjemeglere av 1918 og lov om aksjeemisjoner (NOU 1978:42).

I løpet av 80-tallet kom også en større globalisering av verdipapirmarkedet. Med det mener vi at ble handlet med verdipapirer over landegrensene, de fikk utenlandske eiere. Etersom utenlandske aktører ble mer tilbøyelige til å delta i verdipapirmarkedet, noe som for verdipapirmarkedet sin del betydde mer kapital, kom også et internasjonalt påtrykk om en sekundærkontroll. Dette fordi disse aktørene satt lenger fra markedet og dermed også informasjonen om de utstedende selskapene og de økonomiske forholdene. Siden Norge ble regnet for et "innsidemarked" var det viktig med en sekundærkontroll for å skape tillit i verdipapirmarkedet. Norge ble regnet for et innsidemarked fordi det var lite (en

²⁸ Definisjonen på sosial kontroll som Balvig bruker i boken "kontrollbiledet: utvalgte tekster er videre: "social kontrol omfatter alle de foranstaltninger og forholdsregler, som hinderer eller søger at hindre, at afvigende adfærd og konflikter opstår (præventiv kontrol), og/eller som sigter på tilbageføring af afvigende adfærd og konflikter til adfærd, som er i overensstemmelse med dominerende værdi- og normsystemer (reaktiv kontrol)" (Balvig 1995:162).

²⁹ Se pkt. 1.3.

kjerne av få aktører) og det stort sett var en av innsidere som handlet med selskapets aksjer, og det ble hevdet at det var fri flyt av innsideopplysninger. Reguleringen kan også sees på som et påtrykk utenfra, fordi andre land begynte å regulere ulovlig innsidehandel (Sæbø 1995, Reed 1996).

Hovedhensikten med reguleringen av innsidehandel var å skape tillit hos aktørene til verdipapirmarkedet, særlig for små private og utenlandske investorer. Som Selvig-utvalget uttrykte var målsettingen "å legge forholdet best mulig til rette for effektiv, sikker og ordnet verdipapirhandel" (NOU 1978:42, s.78). Selvig-utvalget var opptatt av å beskytte de små private investorene som på dette tidspunktet begynte å ta del i markedet, i motsetning til tidligere hvor det stort sett var primærinnsidere som handlet med aksjer. Innsidehandel ble antatt å svekke tilliten til markedet som igjen ville svekke markedets evne til å fremskaffe kapital til verdipapirutstedere. Viktigheten av tillit understrekes i sitatet nedenfor, hvor en ansatt står tiltalt for ulovlig innsidehandel og dommeren uttrykker:

"Everybody of my generation was brought up to regard the City as honest and reliable and community which always stuck rigidly to its bargain. In recent times it has become the case that you and others like have stooped to conduct which has blemished and lowered that reputation. Your real offence is that you breached the trust reposed in you by your clients in whose best interest you supposed to be acting" (Ashe / Murphy 1992:25).

Investorer ville altså bli mindre tilbøyelige til å delta i markedet (Se Sæbø 1995 og Reed 1996). Reed (1996) påpeker at på lengre sikt vil en ujevn tilgang til informasjon blant investorene redusere tilliten til markedet og gjøre det ineffektivt. Sæbø (1995) derimot mener at det er vanskelig å ha noen sikker oppfatning av om innsidelovgivningene faktisk styrker og bevarer investorenes tillit til verdipapirmarkedet. Löfmark påpeker at Sverige kriminaliserte innsidehandel grunnet "tilltro hos allmänheten till värdepappersmarknaden" (Löfmark 1988:35).

Susan Shapiro (1984) sier at det er vanskelig å beskytte seg mot "white-collar crime" i motsetning til tradisjonell kriminalitet fordi disse lovbrysterne utnytter din tillit ved lovbruddet. Det vil ved tradisjonell kriminalitet være mulig å beskytte seg ved hjelp av alarmer, låser m.m., mens det er vanskelig å beskytte seg mot at noen utnytter din tillit. Shapiro sier at aksjemarkedets fundament er bygd på tillit. Folk som har liten tro på sin egen forretningsans overlater sine penger til fremmede i god tro, ved for eksempel la en megler forvalte dine sparepenger.

Larsson har også understreket viktigheten av at tilliten til det moderne aksje og valutamarked opprettholdes grunnet kompleksiteten som gjør markedet uoversiktlige for folk flest (Larsson 1998).

Ved lovendringen i 1991 skjedde det spesielt to forandringer. Lovteksten ble endret/ utvidet slik at alle kunne straffes for innsidehandel og man økte strafferammen fra ett til seks års fengsel. Den dramatiske økningen i strafferammen skyldtes at man ønsket å bringe straffen for innsidehandel opp på det samme nivået som for tyveri, bedrageri og underslag (Ot. prp. 1990/91:36), hvitsnippforbrytere skulle ikke straffes lettere enn tradisjonelle lovbrøyttere.

4.1. Er innsidehandel positivt eller negativt

Utenlandske aksjonærer og små aksjonærer er de som i hovedsak vil tjene mest på en regulering av innsidehandel. Som vi har vært inne på tidligere er det positivt for annenhåndsmarkedet at innsidehandel reguleres.

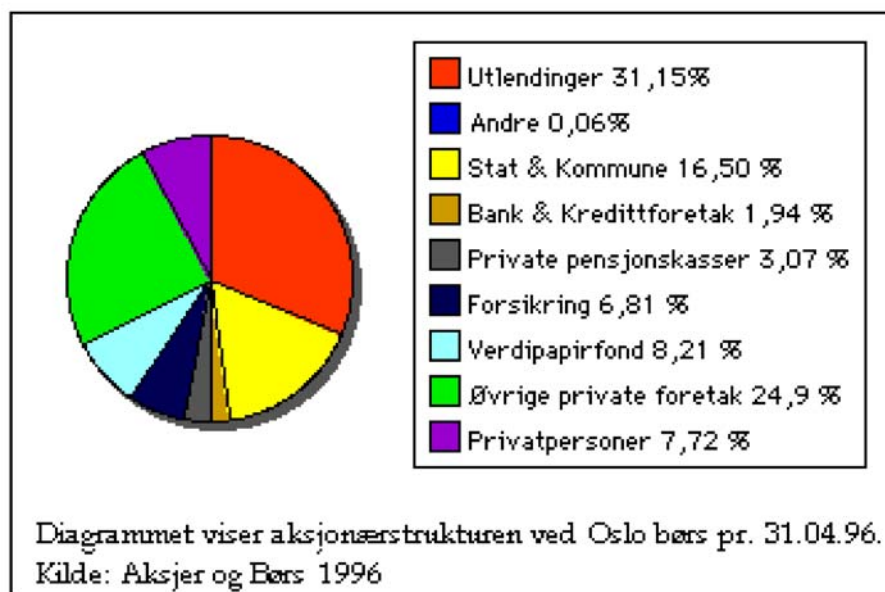
Kan det på noen måte være en negativ faktor at innsidehandel reguleres? Henry Manne påpeker at en faktor vil være riktig prising av aksjene.

Investorer som sitter langt ifra (fysisk avstand) markedet vil kanskje ha større behov for regulering av innsidehandel enn andre. Informasjon vil flyte fortere blant de som sitter nærmere markedet enn for eksempel utenlandske investorer. Derfor har også utenlandske investorer vært veldig positive til en regulering av innsidehandel.

I tråd med at verdipapirhandelen økte begynte flere å investere sparepengene sine i verdipapirer. Markedet begynte å globaliseres, og det ble det etter hvert behov for en regulering av innsidehandel siden det ble flere aktører i markedet som ikke direkte var knyttet til børsen (for eksempel gjennom det utstedende selskap). Markedet ble åpnet for "vanlige" borgere som ikke hadde den samme tilgang til informasjon som de som var børsens aktører. Internasjonalt har det blitt et krav til innføring av innsidehandelsregler, da andre land som det kan være aktuelt å sammenligne seg med har innført slike regler.

Som vi kan se av diagrammet nedenfor utgjør utenlandske aksjonærer og privatpersoner en stor andel av det totale på Oslo Børs i dag.

Figur. 4.0. Aksjonærstruktur



Henry Manne som kom ut med boken "Insider Trading on the Stock Market" i 1966 mente at ingen tok skade av innsidehandel - det var ingen offer - og derfor var det heller ikke nødvendig å regulere innsidehandel.³⁰ Dette diskuteres nærmere under kapittel 8.

Det har blitt påpekt at innsidehandel kan brukes som et incentiv for foretaksledere. Med det menes at hvis foretaksledere fikk tillatelse til å handle med aksjer eller opsjoner med "ulovlige" innsideopplysninger ville det virke som et incentiv for disse. Innsiderne ville med andre ord bli belønnet for sin innsats i foretaket gjennom å kunne utnytte innsideinformasjonen til å handle verdipapirer. Foretaket ville nyte godt av dette siden innsidere da sitter som aksjonærer i bedriften. Siden de er eiere av selskapet vil de yte litt ekstra for selskapet, som både foretaket og aksjonærene tjener på (Sæbø 1995, Reed 1996 og Löfmarck 1988).

Optimalt fungerende marked

Ved å regulere ulovlig innsidehandel ble det hevdet av lovgiverne at en ville få et velfungerende marked hvor hovedhensikten var å skaffe tilveie kapital. Her var det igjen investorenes tillit til marked som lå til grunn for reguleringen. Hadde investorene tillit til markedet, ville markedet fungere optimalt.

³⁰ Henry Manne, Insider Trading on the Stock Market, USA 1966, s. 60 ->.

Clausen mener at investorenes tillit oppnås gjennom tre grunnprinsipper:

"Generelt har den børsretslige reguleringen til formål å medvirke til å skape et effektivt og velfungerende marked for tilveiebringelse av kapital, hvilket forutsetter, at investorene og andre markedsdeltagere har tillit til markedet. Dette søkes oppnådd gjennom tre grunnprinsipper: kravet om redelighet, gjennomsjuelighet og likhet" (Clausen 1992:11).

Likhet for alle som handler

Reguleringen av innsidehandel har også blitt begrunnet ut fra et rettferdighetssynspunkt. Ingen skal ha fordeler av å kunne handle før andre med ikke offentliggjort informasjon, og av den grunn ikke løpe den samme risikoen som andre investorer i markedet. Alle som er villige til å investere i verdipapirer, uansett stilling eller tilknytning til verdipapirmarkedet, skal kunne handle med verdipapirer med den samme risikoen som dette innebærer. Dette synspunktet henger sammen med tillitsargumentet.

Det har sammen med rettferdighetssynspunktet blitt pekt på at ulovlig innsidehandel er i strid med god forretningsetikk. Investoren skaffer seg en avkastning på bekostning av andre ved å bruke ulovlig innsideinformasjon. Og noen vil bli den tapende part (Sæbø 1995) .³¹

Ved å regulere ulovlig innsidehandel unngås at noen investorer handler aksjer med bedre og raskere informasjon enn andre. Det vil være, særlig klassiske insidere, som først kommer over denne informasjonen. Ved å regulere innsidehandel regulerte man samtidig også insidernes kjøp og salg av verdipapirer, noe som var positivt for verdipapirmarkedet etter påstander om at Norge var et insidermarked. Tilliten til markedet ville styrke seg. Reikvam³² refererer til tre undersøkelser hvor det ble bevist at insidere kjøpte og solgte aksjer med høyere avkastning enn markedet. Dette kan igjen gi signaler om at insidere gjør bruk av ikke offentliggjort innsideinformasjon når de handler med aksjer eller at de lettere gjør bruk av offentliggjort informasjon ved å kunne sette disse i sammenheng.

Hvis insidere gjør bruk av innsideopplysninger til å handle aksjer kan det utstedende foretak ta skade av det. Opplysningene som brukes er ofte sensitive og

³¹ For nærmere om offerproblematikken se kapittel 8.

³² Harald Reikvam: Innsidehandel før fusjoner og aksjeoppkjøp, forskning om økonomisk kriminalitet, rapport nr.8 1993 referer til tre undersøkelser hvor det var tydelig at insidere oppnådde høyere avkastning enn andre. Rogoff 1964, Glass 1966 og Lorie og Niederhoffer 1968.

innsideren misbruker da sin stilling i foretaket som denne har blitt betrodd. Det ustedende foretaket blir et offer.

Riktig prising av aksjer

Det har blitt hevdet at innsidehandel fører til rett "prising" av aksjer og at markedet derfor er tjent med at det foregår innsidehandel. Fører innsidehandel til rett prising av aksjene? Ved at innsidere handler med innsideinformasjon reflekteres informasjonen hurtig i markedet slik at man kan få en riktig prissetting av aksjene i markedet. Innsidere er kanskje de som er best i stand til å bedømme et selskaps verdi. Henry Manne er blant annet en av de økonomer som mener at innsidere er de som best kan bidra til å få frem verdipapirenes virkelige verdi, og at markedet vil fungere bedre ved at man tillater innsidehandel - altså som vi var inne på et optimalt fungerende marked (Manne 1966).

4.3. Økonomisk kriminalitet

I tillegg til å bringe innsidehandel på lik linje med for eksempel grovt tyveri, har det også vært et argument at man ikke skulle ta lettere på økonomisk kriminalitet. Hvitsnippforbrytelser skulle straffes like hardt som andre forbrytelser, og etter hvert ble det kanskje en fanesak for de styrende å slå ned på dette. Löfmarck bemerker at det i Sverige ville være et nederlag for myndighetene å gi opp kampen mot innsidehandel, selv om det finnes praktiske vanskeligheter! Man kunne da hevdet at samfunnet reserverte seg mot å sette inn ressurser mot grupper som tilgodeser økonomiske interesser som børsen og heller satt inn alt på de svake gruppene, noe som ville skade det rettslige systemet (Löfmarck 1988).

Reed oppfatter at de strenge norske reglene kan ses på som et resultat av den økte oppmerksomheten som har blitt rettet mot hvitsnippforbrytelser og økonomisk kriminalitet.³³ Med det sikter han til oppmerksomheten media retter mot ulovlig innsidehandel som må anses som vesentlig, men også myndighetenes økte interesse for fenomenet (Reed 1996).

Croall sier at lover generelt er en kombinasjon av innflytelse og kompromiss mellom motstridende interesser blant kapitalister, individuelle grupper og staten. Croall påstår at de reflekterte prioritetsforandringer i disse gruppene er med henblikk på politisk og økonomisk press (Croall 1992).

³³ Se kapittel 9 - media.

I midten på 1980-tallet ble økonomisk kriminalitet et satsningsområde. Regjeringen gjorde det etter hvert til fanesaker at det ikke bare var vanlige forbrytelser som skulle rammes, men også hvitsnippforbrytere som hadde lett for å komme unna sine ugjerninger. Strafferammen ble økt for å markere at innsidehandel var noe som det ble sett alvorlig på.

Informant F uttalte i forbindelse med oppkriminaliseringen av ulovlig innsidehandel:

"For å si det enkelt så tror jeg at det er en typisk problemstilling som politikere interesserer seg for. Det har noe med rettferdighet å gjøre - det at noen skal bli rike på en litt urettferdig måte i forhold til investorene. Det er noe som man ser negativt på ut fra den tradisjonelle norske tankegang."

Her kommer man inn på rettferdighetssynspunktet, ingen skal ha noen fortrinn foran andre. Innsidehandel, siden det kan ligge mye penger i å handle med ulovlig innsideinformasjon om et selskap, er en av politikernes fanesaker. Her kan politikerne vise at de prøver å få bukt med hvitsnippforbrytelsene, gjennom økte bevilgninger.

Kan det være økonomiske grunner til at kontrollen mot en type lovbrudd blir økt? Lønner det seg å kontrollere? Ser vi på antall saker som har resultert i bøter eller i rettssaker i Norge så må det være mulig å påstå at det ikke kan være en årsak. En etterforskning med etterfølgende rettssak er en svært dyr prosess. I USA derimot vil det være mulig å påstå at økonomiske grunner kan være en av årsakene. Bøtene som det der blir operert med er av en helt annen dimensjon enn i Norge. Vi kan eksempelvis nevne "Miraculix"-saken hvor boten var 30.000 kroner, mens Boesky I USA ble dømt til å betale 30 millioner dollar for overtredelse av innsidehandelsforbudet.

Ulovlig innsidehandel
Hovedfagsoppgave i kriminologi

5.0. Kontrollørene

Ved innføringen av verdipapirhandelloven kom behovet for en sekundærkontroll. Fra tidligere å være mer eller mindre selvregulert, ble verdipapirmarkedet og dens aktører nå regulert av en ytre statlig kontroll. Hvem ivaretar kontrollen, og hvilke problemer har kontrollen av aktører og verdipapirmarkedet medført?

Børsen, Kredittilsynet og Økokrim håndhever i Norge forbudet om ulovlig innsidehandel. Børsen tar utgangspunkt i markedet og ser etter at markedet blir forsynt med opplysninger³⁴ i tide. Kredittilsynet håndhever reglene om verdipapirhandel for å beskytte aktørene i markedet. Økokrim etterforsker og reiser tiltale.

Nedenfor tas kontrollorganenes oppbygning og arbeidsoppgaver opp, samt problemer tilknyttet kontroll av økonomisk kriminalitet, oppdagelsesvansker og bevisproblemer.

Reed mener at det har foregått en modningsprosess med tanke på myndighetenes kontroll med innsidebestemmelsene. De har blitt mere bevisst på "de faktiske og rettslige vurderinger som kreves (Reed 1996:277). Vi ser på kontrollproblemer som kontrollorganene har hatt etter innføringen av loven. Primærkontroll (uformell kontroll) og sekundærkontroll drøftes.

Et eksempel på selvregulering finner vi i "The City" hvor markedet gikk fra å være selvregulert til å bli regulert utenfra av en statlig kontroll. "The City" var et lukket miljø med uformell kontroll. Hvis det oppstod problemer ble dette ordnet innbyrdes på "gentlemans vis". Den uformelle kontrollen innad i "The City" fungerte etter prinsippet om at en utestengelse av miljøet ville få katastrofale følger for den det gjaldt. Rekrutteringen til miljøet skjedde innbyrdes. Det var i "The City" sterk motstand mot en ytre kontroll, men behovet kom allikevel med internasjonaliseringen (Clarke 1986).

Internasjonaliseringen av verdipapirmarkedet medførte en sterk vekst og dermed et behovet for en sekundærregulering. Veksten gav seg til uttrykk gjennom flere aktører, større avstand mellom aktørene, transaksjoner over landegrensene, større omsetning av verdipapirer, samt en teknologisk utvikling. Dette tilsammen førte til at man ønsket å forstå nødvendigheten av en ytre kontroll. Verdipapirmarkedet ble for uoversiktlig når det gjaldt antallet aktører og aktørenes tilhørighet. Andre land

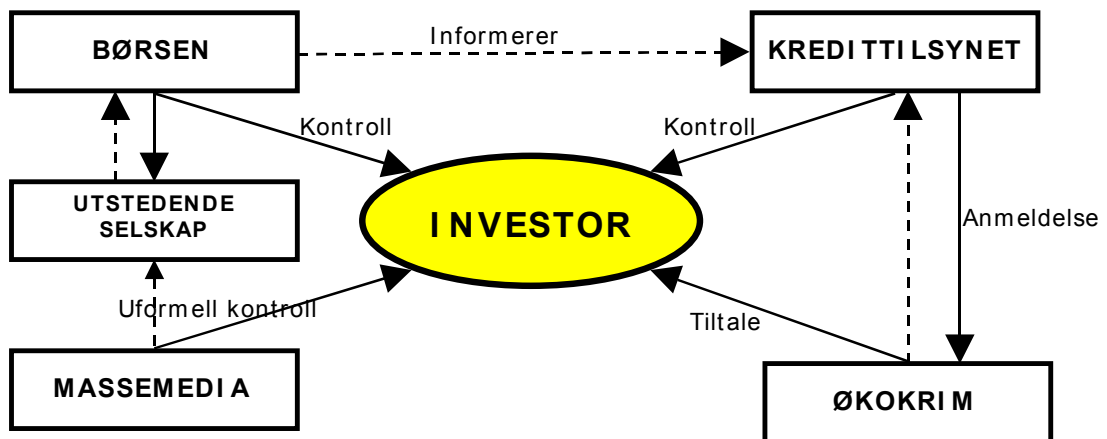
³⁴ Med at markedet forsynes i tide med opplysninger menes at de børsnoterte bedriftene må gi opplysninger om selskapet i tide i henhold til opplysningsplikten som de har ovenfor sine aksjonærer. Opplysningsplikten er med på å forhindre at noen handler aksjer med ulovlige innsideopplysninger.

begynte i tillegg å kontrollere verdipapirhandel og ulovlig innsidehandel i større grad, noe som førte til et internasjonalt press.

I forbindelse med innføringen av reglene om ulovlig innsidehandel kan vi påstå at det samme skjedde i Norge. Det ble nødvendig å opprette et sekundært kontrollapparat som skulle håndheve forbudet.

Figuren viser Børsen, Kredittilsynet, Økokrim og massemedias kontroll av investoren som vi skal gå grundigere inn på nedenfor.

Figur 5.0 Kontroll av ulovlig innsidehandel



5.1. Fra primær- til sekundærkontroll

Det vært en del debatt om overgangen fra primær til sekundærkontroll eller fra en selvregulering til en statlig regulering (se f.eks. Christie 1993). I vårt tilfelle overgangen fra en selvregulering av aksjemarkedet til en statlig regulering med Kredittilsynet i spissen. Christie uttaler:

"En stor organisasjon til kontroll av de store organisasjoner er i seg selv en vekstfaktor. Den øker presset i retning av spesialisering og oppsplitting. Ved å oppmuntre til slik vekst i kontrollsystemet, reduseres ytterligere området for primærkontroll" (Christie1993:126).

Hvorvidt overgangen fra primær- til sekundærkontroll i verdipapirmarkedet har bidratt til svekkelse av primærkontrollen er det vanskelig å uttale seg med sikkerhet om. Derimot så har kontrollapparatet vært i vekst siden opprettelsen av Kredittilsynet. De har fått flere stillingshjemler og større spesialisering (Løyning 1996).

Når andre nye grupper har tatt del i aksjemarkedet ville det være vanskelig å opprette en sterk primærkontroll, siden spredningen og kunnskapen var av varierende art. Det vi med sikkerhet vet er at det gjennom lovgivningen appelleres til god forretningsskikk. Ved at nye grupper har tatt del i verdipapirmarkedet er det vanskelig å opprettholde en ensartet holdning til verdi og moral. Det vil av den grunn heller kunne påstås at det var eksplosjonen i verdipapirmarkedet som i større grad bidro til en svekkelse av primærkontrollen enn opprettelsen av en sekundærkontroll. Så kan en si at opprettelsen av sekundærkontrollen har direkte sammenheng med at antall aktører økte i omfang, klasse og geografisk plassering.

5.2. Børsen

Christiania Børs ble offisielt åpnet i 1819. Børsen reguleres av børsloven av 15. september 1919. I 1994 var 29 fondsmeglerforetak medlemmer av Oslo Børs. Oslo Børs er medlem av "Federation of European Stock Exchanges" som blant annet arbeider med direktiver vedrørende verdipapirmarkedet i EU og EØS (Oslo Børs 1994).

Børsens virksomhet er finansiert gjennom avgifter pålagt av brukerne. Børsnoterte selskaper betaler en årlig prosentavgift av aksjekapitalen, nye selskaper som børsnoteres må betale en registreringsavgift. Fondsmeglerne må betale en årlig avgift samt en andel av omsetningen. Børsen ledes av Børsrådet. De skal føre tilsyn med Børsens virksomhet, fastsette regnskapet og velge et Børsstyre. Børsstyret står for organiseringen og driften av Børsen, samt at de ansetter Børsdirektøren (Bråthen 1990).

Børsen har tre hovedoppgaver.

- Den skal for der første "forestå regelmessig og offentlig kursnotering av aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer" (Ot. prp. nr. 72 1990/91, s. 58).³⁵
- For det andre skal den medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen,³⁶ og

³⁵ Jmf. børsloven §1-1. første ledd.

- for det tredje skal børsen informere om sin virksomhet, verdipapirhandel og de verdipapirutstedende foretak (Ot. prp nr. 72 1990/91).³⁷

Å føre tilsyn med verdipapirhandelen vil blant annet si å føre kontroll med verdipapirmarkedet generelt, det verdipapirutstedende foretak, meglere, investorer og kursfastsettelsen (Bråthen 1990). Det er tilsynsoppgaven av ulovlig innsidehandel som er av størst interesse for denne oppgaven.

I VPHL § 34, annet ledd står det:

"Dersom Børskomiteen har grunn til å anta at det i verdipapirhandelen er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Verdipapirkontrollen."³⁸

Børsen kontrollerer om det foregår ulovlig innsidehandel ved å følge med på om aksjekursen som svinger. Det vil si at de følger med på hvem som handler med aksjer og hvor mye kursen varierer mye fra en dag til en annen via handelssystemet. Dersom avvikene er store sjekker de om det er uregelmessigheter eller naturlige forklaringer.³⁹ Renteforandringer, regnskap- og selskaps-nyheter kan for eksempel være naturlige forklaringer. De kontrollerer også rykter - går det et rykte om at noen er i f.eks. fusjonshandlinger går Børsen til de aktuelle selskapene som må bekrefte/avkrefte ryktet gjennom en pressemelding.

Børsen er også den institusjonen som kontrollerer at informasjonsplikten for de verdipapirutstedende foretak blir overholdt. De verdipapirutstedende foretak har opplysningsplikt i forbindelse med årsresultater, oppkjøpssituasjoner og fusjoner. Ved at børsen kontrollerer dette medvirker den til at alle sikres lik tilgang på informasjon, noe som kan virke forebyggende på ulovlig innsidehandel.

Børsens rolle er først og fremst rettet mot de verdipapirutstedende selskaper, aksjonærer og fondsmeglere enn mot den direkte kontrollrollen. Informant B uttrykte om Børsens kontrollanrolle:

³⁶ Jmf. børsloven § 1-5 første ledd.

³⁷ Jmf. børsloven § 1-5 annet ledd.

³⁸ VPHL definerer Verdipapirkontrollen som "den myndighet som av departementet er gitt i oppgave å forestå kontroll med fondsmeglerforetaks virksomhet og med overholdelsen av denne lovs virksomhet." Verdipapirkontrollen vil si Kredittilsynet.

³⁹ Bankinspektionen som i Sverige kontrollerer handlene etterforsker saken dersom det databaserte "stockwatchsystemet" gir signaler om at kursen avviker mer enn 5 % fra det normale (Krister Moberg / Per Samulsson : Börsrätt, s.137).

"Vi løper ikke etter selskapene, noe oppdager vi og noe oppdager vi ikke før det er for sent. Vi retter kritikk til selskapene og ber de skjerpe rutinene og forskjellige slike ting. I fjor (1995: min anmerkning) ila vi fem overtredelsesgebyrer for overtredelse av informasjonsplikten. Det er et satsingsområde for oss" (*Intervju B*).

Børsen er det eldste eksemplet på en selvregulerende organisasjon. Børsen har en rekke tilsyns- og kontrolloppgaver, og har mulighet til å ilegge sanksjoner, for eksempel mulkt ved brudd på opplysningsplikten. Den skal føre tilsyn med at aktørene ikke bryter reglen om god forretningskikk (VPHL § 5).

Hva er fordelene med selvregulering? Det har blitt hevdet at selvregulering fungerer bedre (når den fungerer) enn sekundærkontroll. Den er mer effektiv, fordi ekspertisen er større ved selvregulering enn ved statlig kontroll, men også mer økonomisk lønnsom. Bedriftskontrollørene er bedre trent og oppdager av den grunn lettere regelbrudd enn statlige kontrollører. Særlig gjelder dette i tilfeller hvor lovbruddet er forsøkt skjult - ved for eksempel ulovlig innsidehandel (Braithwaite og Fisse 1987, Larsson 1998). Johansen påpeker at organisasjoner som har muligheten til å sanksjonere sine medlemmer er bedre rustet enn andre til å foreta kontroll (Johansen 1991). En annen fordel ved en selvregulering er at lovbrysterne slipper offentlig tiltale med den stigmatiseringsprosessen⁴⁰ og de negative konsekvensene som det medfører (Croall 1992).

En ulempe ved selvregulering er at industrier prioriterer industrielle interesser og har mindre interesser for konsumenter og publikum som allmennhet (Braithwaite & Fisse 1987). Med andre ord blir det sett gjennom fingrene med at noen handler med innsideinformasjon så lenge det var for markedets eller det verdipapirutstedende selskaps fordel.

Moral og felles verdier er et sentralt trekk ved selvregulering. I "The City" var gentleman-prinsippet viktig for reguleringen. Deres felles verdier kan ha bakgrunn i at rekruttering skjer fra de samme miljøer og sosiale lag. Johansen refererer til en talsmann for Chicago Børs:

"This whole system operates on trust and faith. And when you shake that you shake the foundations" (Johansen 1991:341).

Kontroll av "seg selv" som er prinsippet ved selvregulering kan også være problematisk. Som Johansen uttaler om kontroll av meglere ved Chicago Børs:

⁴⁰ Se kapittel om media.

"Man holder hverandre i skinnet, til beste for klient og stand. Men det er også fare for kameraderi og "conflicts of interest". De fleste vegrer seg for å være sin brors vokter. Børsen hadde komiteer som overvåket handel og vandel, men hva hjalp det når komiteene var "brokers", og i en rekke tilfeller også "the lead and order fillers" i megleringene, ble det inventert" (Johansen 1991:339).

Norges Fondsmeglerforbund kontrollerer at deres medlemmer retter seg etter de etiske regler forbundet har utarbeidet. De er sitt eget politi. De har mulighet for å sanksjonere de som bryter disse etiske reglene med bøter eller utestengelse. Noe som i henhold til Johansen (1991) vil si at de er bedre rustet enn organisasjoner som ikke har muligheten til å sanksjonere sine medlemmer.

Børsens rolle med å føre tilsyn er en del av deres oppgaver, og hensynet er først og fremst rettet mot markedet. Kontrollen av ulovlig innsidehandel er kun en del av dette igjen. I forhold til investorene kontrollerer Børsen at reglene om meldepliktig verdipapirhandel følges. I forhold til selskapene kontrolleres opplysningsplikt, informasjonsplikt og emisjonskontroll⁴¹. Her ser vi det beste eksempelet på at Børsen er en selvregulerende organisasjon. Den kontrollerer sine egne investorer, meglere og utstedende foretak, og har muligheten til å benytte seg av sanksjoner hvis lover og regler brytes.

Børsen er i motsetning til Kredittilsynet i første rekke til for aksjonærer og de verdipapirutstedende selskaper. Frønsdal sier at Børsens sekundærrolle er å bistå Kredittilsynet i det generelle verdipapirtilsyn (Frønsdal 1997). Sagt på en annen måte, hjelpe Kredittilsynet med tilsynet av verdipapirhandelen. Hvis Børsen finner at noen med stor sannsynlighet har overtrådt grensen og handlet aksjer med ulovlig innsideinformasjon oversender de saken til Kredittilsynet som vil foreta de videre undersøkelser.

Hvem tjener på Børsens selvregulering? Andre investorer og tildels selskaper vil være tjent med at Børsen kontrollerer at regler følges. Investorene tjener på at opplysningsplikten og informasjonsplikten følges, fordi ulovlig innsideinformasjon blir offentliggjort og det blir vanskeligere for innsidere å benytte seg av ulovlig innsideinformasjon. Meglere og investorer nyter godt av at meglere kontrolleres, blant annet ved at det blir vanskeligere å benytte seg av urimelige forretningsmetoder. Ut fra et statlig hensyn er det positivt at Børsen er selvregulert og finansieres gjennom "avgifter" fra sine medlemmer. Selvregulerte organisasjoner sanksjonerer selv de som har forbrutt seg mot gjeldende regler (hvis de har tilgang til å illegge sanksjoner).

⁴¹ Med emisjon menes utstedelse av nye aksjer.

5.3. Kredittilsynet

Kredittilsynet ble opprettet i 1986 gjennom en sammenslåing av Bankinspeksjonen og forsikringsrådet. Kredittilsynet er et kontrollorgan som er direkte underlagt Finansdepartementet, noe som vil si at de har delegert myndighet (Løyning 1996).

Kredittilsynet skal føre kontroll med "fondmeglerforetaks virksomhet og med foretak som driver virksomhet i forbindelse med opsjonshandel eller terminhandel, samt overholdelse av [verdipapirhandellovens] bestemmelser"(VPHL § 34, første ledd).⁴²

Hvis Kredittilsynet oppdager at det kan ha foregått noe ulovlig, kan den oversende saken til påtalemyndigheten (Økokrim) med anmodning om at det blir reist tiltale.

Løyning uttrykker at Kredittilsynet hadde en del problemer i oppstartingsfasen. Klassiske kontrollproblemer som manglende kompetanse grunnet direkte rekruttering fra universiteter og høyskoler, men også den interne styring skapte problemer. Johansen (1994) tar opp problemstillingen med kontrollinstanser som har problemer med personer som går over til "fienden", som han uttrykker det, etter at det offentlige har utdannet dem. Kredittilsynet har siden oppstarten fått økte ressurser gjennom flere stillinger og bedre kompetanse grunnet rekruttering av kompetanse fra ulike bransjer. Den makt Kredittilsynet har ligger nedfelt i lovverket. Løyning gir uttrykk for at hull i lovverket kan representere avmakt (Løyning 1996). Jurister og økonomer arbeider i dag med verdipapirhandel i Kredittilsynet.

Ved å se på uregelmessigheter i aksjekursene (volumet), bud/tilbud, innsidetransaksjoner, nyheter i forbindelse med verdipapirer eller gjennom at Børsen informerer kan Kredittilsynet få mistanke til at det har foregått ulovlig innsidehandel. De kan da for eksempel gå inn for å se hvem som har handlet og kreve innsyn i dennes bankkonti. Har de mistanke om at det har foregått noe kriminelt kan de kontakte den mistenkte for å få til et avhør. Kredittilsynet er avhengig av den mistenktes frivillighet, da de ikke har myndighet til å kreve et rettslig avhør. Finner de mistanken sterk nok sender de saken til anmeldelse hos Økokrim (Intervju E). Bråthen uttaler om Kredittilsynets metoder:

"I forbindelse med en undersøkelse av mulig innsidehandel har Kredittilsynet bl.a. bedt om opplysninger om hvem som var deltakere på et julearrangement som ble avholdt av en banks fondsavdeling" (Bråthen 1990:180).

⁴² Kredittilsynet har med hjemmel i kredittlovgivningen nr.12 § 2 som oppgave å føre kontroll med verdipapirhandelen. Se Løyning 1996 for nærmere om Kredittilsynets oppgaver utover verdipapirhandelen.

Kredittilsynet støter daglig på problemer i sine undersøkelser av ulovlig innsidehandel. Ved internasjonaliseringen av verdipapirmarkedet ble det flere aktører og det ble handlet på tvers av landegrenser i større grad enn før. Kontroll av utenlandske aksjonærer førte med seg flere oppgaver. Det tar for eksempel tid å få innsyn i bankkonti (særlig utenlandske) og noen er det ikke mulig å få innsyn i. Utenlandske aksjonærer som handler aksjer gjennom et tredje land, for eksempel Cayman Island for å skjule eventuelle spor. På en måte er dette det samme som å handle gjennom en tredje person. Ved at investoren lar en tredje person handle aksjer for seg (helst en som ikke står så nær og som ikke direkte kan spores tilbake til vedkommende) er det vanskelig å få mistanke til om vedkommende har handlet med ulovlige innsideopplysninger. Dette vil kanskje først og fremst være aktuelt for primærinnsidere som informasjonen kan føres tilbake til, men muligheten for at andre også gjør det kan ikke utelukkes (se pkt. 6.2).

Verdipapirmarkedet har forandret seg, gjennom at det har blitt større og at ny teknologi har blitt innført. Investorer bruker i dag PC som analyseverktøy av verdipapirer. Men det har også gjort kontrollen lettere ved at kontrollmyndighetene benytter et PC-basert overvåkningssystem. SEC benytter et slikt system som finner priser, handelsvolum, eierskap til verdipapirer og ikke minst kan slike overvåkningssystemer finne frem til uvanlige (kanskje ulovlige) handelsmønstre (Reichman 1993).

I Sverige har Finansinspektionen fått større ressurser for å kontrollere at innsidereglene blir fulgt. Deriblant medarbeidere med politibakgrunn og databasert overvåkningshjelpemiddel (Mattsson 1992).

Hvilke konsekvenser har dette medført? For Kredittilsynets del har det blitt et viktig hjelpemiddel for å avdekke ulovlig innsidehandel. Overvåkningssystemenes fordeler taler for seg. Innsyn i bankkonti og verdipapirenes eierforhold blir enklere. Allikevel bør ikke det bare være positivt. For de som blir kontrollert kan personvernet bli svekket.

Men hvilke bakdeler har det? Forholdet mellom Kredittilsynet og de som kontrolleres kan svekkes. Den menneskelige kontakten kan forsvinne og Kredittilsynet kan få en sterkere sekundærrolle. Johansen uttaler at kontrollorganer som Kredittilsynet benytter seg av rådgivning fremfor konfrontasjon.

"Slike kontrollører har sett seg som rådgivere og konsulenter, ikke som eksperter som skal sanksjonere straff. En konfronterende legalistisk kontrollpolitikk vil føre til at næringslivet går i skyttergravene. Uten samarbeid med den enkelte bedrift vil forskrifter og lover være umulig å håndheve, slik som disse kontrollørene ser det" (Haagensen og Johansen 1991:58).

Et spørsmål til ettertanke er hvordan rådgiverrollen og samarbeidet har blitt påvirket av datarevolusjonen? Har den svekket en del av kontrollorganets arbeidsmetode?

Kredittilsynets primærrolle er den direkte kontrollrollen. I forhold til Børsen som først og fremst retter seg mot markedet vil Kredittilsynets ansvar rette seg mot å beskytte investorene. De skal overvåke at reglene blir fulgt og eventuelt foretar eventuelt en undersøkelse hvis de finner noe mistenkelig. Som vi senere skal komme inn på så har Kredittilsynets eksistens en preventiv effekt.

Kredittilsynets rolle er altså først og fremst kontroll og tilsyn. De utfører en annen form for kontroll enn Børsen. Som vi så er Kredittilsynet rådgivere som utfører kontrollen med samarbeid som utgangspunkt. Deres kontroll vil være med hensyn til investoren, mens Børsen kontrollerer med hensyn til markedet, blant annet ved å se om det gis tilstrekkelig med opplysninger. Ved at Kredittilsynet kontrollerer at lover og regler i verdipapirmarkedet overholdes er det til hjelp for de som handler verdipapirer med lovlig informasjon. På den måten kan vi si at Kredittilsynets sekundærrolle utgjør en "service" overfor andre lovlydige i markedet, og ikke bare kontrollrollen med å "puste en i nakken".

Kredittilsynets sanksjonsmiddel

Kredittilsynet har en viss sanksjonskompetanse ved at de kan kontakte de ansvarlige og kritisere deres disposisjoner eller unnlatelser. Kredittilsynet kan ikke kritisere noen for brudd på innsidebestemmelsene, men ved innsidehandel er det ofte at loven om opplysningsplikten er overtrådt (Bråthen 1990).

Løyning (1996) beskriver Kredittilsynets meroffentlighetsprinsipp som et uformelt sanksjonsmiddel. Kredittilsynets bruk eller trussel om bruk av media blir av Løyning sett på som et sentralt sanksjonsmiddel. Sett i forhold til ulovlig innsidehandel vet vi også at Kredittilsynet har vært aktive. Med avisoverskrifter som "Jakter på insidere" (DN 16. sept. 1994) og "Kredittilsynet gransker skipsreder"(Aftenposten 29.08.1997) må avisomtale (negativ eller positiv) sees på som et sanksjonsmiddel.⁴³

5.4. Økokrim

⁴³ For nærmere om ulovlig innsidehandel og media se kapittel 9.

Økokrim, den sentrale enhet for etterforskning og påtale av økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet, ble opprettet 1. januar 1989. Bakgrunnen for opprettelsen var et

"ønske om å forbedre politiets og påtalemyndighetens evne til å bekjempe økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet gjennom opprettelse av en sentral, landsdekkende organisasjon med høykompetanse med vekt på tverrfaglig samarbeid og målrettet etterforskning"(Presentasjon av Økokrim 1994:2).

Økokrim har en rekke oppgaver underlagt økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet:

- "Etterforske, påtale og iverksette økonomiske straffesaker og miljø saker
- Yte bistand til politidistriktene i slike saker
- Bekjempe hvitvasking og etterspore, beslaglegge og inndra utbytte fra straffbare handlinger
- Drive kriminaletterretning
- Forebygge kriminalitet
- Utvikle egen spisskompetanse og heve kompetansen i politiet
- Delta i internasjonalt arbeid
- Gi råd til Justisdepartementet" (Jahre 1997:56).

"Økokrim er et kombinert politi- og påtaleorgan, som innenfor påtalemyndigheten ligger på statsadvokatnivå" (Jahre 1997:55). I Økokrim er det førstestatsadvokaten som leder temaet av etterforskere. Det har sin fordel ved at det vanligvis er påtalemyndighetens ansvar å drive styring av en sak sett i forhold til den store informasjonsmengden i økonomiske saker (Jahre 1994). Økokrim er tverrfaglig med hovedtyngden på etterforskerne som er politifolk med tilleggsutdanning innen økonomi, revisorer og økonomer (Intervju C).

Det som er spesielt med økonomisk kriminalitet er behovet for spesialkompetanse både under etterforskningen og under hovedforhandlingen. Ved økonomisk kriminalitet vet en omtrent hva som har skjedd og hvem som har begått hva, og i motsetning til tradisjonell kriminalitet blir ikke poenget og finne gjerningsmannen, men å avgjøre om gjerningsmannen har begått en straffbar handling (Jahre1994).

I forbindelse med ulovlig innsidehandel overtar Økokrim saken når de mottar en anmeldelse fra Kredittilsynet. De vil da foreta et rettslig avhør av den anmeldte og sikre eventuelle bevis. Ved ulovlig innsidehandel er bevisene ofte opptak av telefonsamtaler, pengeoverføringer og dokumenter som beviser at vedkommende hadde tilgang til ulovlig innsideinformasjon. Finner de sterk nok grunn til mistanke vil de ta ut tiltale. Økokrim fører også saken for retten. Under etterforskningen og hovedforhandlingen benytter de av og til Kredittilsynet som rådgivere (Intervju C).

Økokrim skal ved ulovlig innsidehandel foreta den videre etterforskning av saken for å se om det er grunnlag for å ta ut tiltale mot den anmeldte og føre saken for retten. Et av problemene til Økokrim har vært å skaffe tilveie nok beviser for å ta ut tiltale i saker om ulovlig innsidehandel. Siktede i slike saker vil ofte skjule bevis og tie om sannheten i avhør for å skjule egen eller andres ulovlige handlinger. Dette fordi de vet at de ikke har noe å tape på det (Intervju C). I USA benytter SEC seg av "plea bargaining" i saker som omhandler ulovlig innsidehandel. Det vil si at en persons siktelse forandres hvis han innrømmer skyld eller medvirker til oppklaring av saken. Det har også blitt hevdet at det kreves strengere bevis i økonomiske saker enn i andre saker (Sundet 1994). Den tiltalte vil også ha et høyere kompetansenivå enn påtalemyndigheten og ligger ofte et steg foran Økokrim. Disse to problemene skal vi komme nærmere inn på. Informant C resonnerer i forhold til problemstillingen (informanten mente i dette tilfellet med kontrollorganen både Kredittilsynet og Økokrim):

"I så fall må man begynne med mere hardhendt bruk av etterforskningsmetoder - infiltrasjon o.l. for å kunne være på hvalen uten at noen er klar over at man er i en undersøkelsesfase. Man kan godt tenke seg et kontrollorgan får bedre adgang til tvangsmidler, men jeg tror ikke at kontrollorganet vil ha for mye for da mister man tilliten i markedet - da blir man oppfattet som et rent politi, og det ønsker man ikke. Dette er nok et område hvor etterforskning er og vil alltid være veldig vanskelig" (Intervju C).

Økokrim i forhold Børsen og Kredittilsynet har en rolle som et rent etterforsknings- og påtaleorgan. Deres rolle ligger lengere fra samarbeids-/rådgivnings-perspektivet som administrative kontrollorganer som Kredittilsynet arbeider ut ifra.

5.5. Forholdet mellom kontrollinstansene

Hvordan fungerer samarbeidet mellom, først og fremst Kredittilsynet og Økokrim, men også Børsen?

Samarbeidet mellom Børsen og Kredittilsynet er bedre tilrettelagt og kompetanseutøvelsen er forbedret etter at det ble inngått en samarbeidsavtale i 1992.⁴⁴ Noe også informantene bemerker. Det er først og fremst Kredittilsynet som fører kontroll og etterforsker om det kan ha forekommet innsidehandel. Børsen derimot skal informere Kredittilsynet hvis de finner ut at det kan være en mulighet for at det har forekommet et lovbrudd. Siden arbeidsoppgavene er delt og

⁴⁴ Se appendiks 2.

informasjonskanalen fungerer bør det ikke være grunn til å tvile på at samarbeidsproblemer mellom disse fører til en svakere kontroll. Informantene bemerker at den klare arbeidsfordelingen (se samarbeidsavtale, appendiks 2) og god kommunikasjon mellom Børsen og Kredittilsynet har bidratt til å styrke kontrollen. Det står ikke noe sted klart uttrykt om det skal være et over- eller underordningsforhold mellom Børsen og Kredittilsynet. Kredittilsynet skal som sagt føre tilsyn med at verdipapirhandelloven overholdes, men Kredittilsynet har ikke som oppgave å føre tilsyn med at Børsen oppfyller sin rapporteringsplikt (Bråthen 1990). Aamo i Kredittilsynet uttrykker om forholdet med Børsen:

"Det er et nært samarbeid med Børsen, der vi forsøker å holde hverandre informert om alle relevante forhold og samtidig ha en ryddig arbeidsdeling" (Aamo 1997:17).

Meldeplikten er et område hvor det kan oppstå uenigheter mellom kontrollinstansene. Melding om innsidehandel skal sendes til Børsen (meldeplikt). Det vil dermed si at det ikke er bare Børsen som kan ta stilling til om det har foregått innsidehandel som er meldepliktig, men også Kredittilsynet. Ved at begge har mulighet til å ta stilling til spørsmålet, kan det ende med at de kommer til hver sin konklusjon. Hvis så skulle skje er det opp til Kredittilsynet å ta stilling til om saken skal sendes til anmeldelse (Bråthen 1990).

Forholdet mellom Kredittilsynet og Økokrim foregår uten noe formalisering. Kredittilsynet oversender anmeldelsen til Økokrim som foretar den videre etterforskning og en eventuell straffesak. Det har ifølge intervjupersonene vært en viss uenighet mellom etatene i noen saker om hvorvidt bevismaterialet holder i en eventuell straffesak. Økokrim mente at bevisene var for dårlige, mens Kredittilsynet mente at det kunne være grunnlag for en straffesak (Intervju E).

Direktør i Kredittilsynet Bjørn S Aamo uttaler :

"Vi har et godt og ryddig samarbeid med Økokrim. Vanligvis vil saker som oversendes fra Kredittilsynet være grundig dokumentert og inneholde vurderinger både av faktiske og rettslige forhold. I saker der det er fare for bevisforspillelse eller andre særlige behov vil Økokrim bli koplet inn tidlig i undersøkelsen. Normalt er det uformell kontakt først i slutfasen når vi vet det blir oversendelse, slik at Økokrim kan forberede seg på videre oppfølging. Slik kontakt er viktig fordi saker på vårt lovområde ofte er kompliserte og ressurskrevende" (Aamo 1997:18).

Samarbeidet mellom Kredittilsynet og Økokrim er ikke formalisert på noen måte slik som det er mellom Børsen og Kredittilsynet, ifølge Intervjupersonene. Som vi

tidligere har vært inne på er det Kredittilsynet som skal stå for utredningen fram til og med anmeldelsen, mens Økokrim senere etterforsker og foretar rettslige avhør før de bestemmer seg for eventuell påtale. Intervjuobjektene som ble forespeilet problemstillingen med samarbeidsproblemer mellom Kredittilsynet og Økokrim kom inn på problemer som omfattet etterforskning. I motsetning til Aamos uttalelser var det under etterforskning og da særlig i forbindelse med intervjuer/avhør de mente at det var problemer.

"Det som er problemet er at Økokrim kommer inn for sent - Økokrim kommer inn når alarmen har gått, bevisene er fjernet og Kredittilsynet har rørt rundt i materien i kortere eller lengre tid" (Intervju C).

Det var problemer ved at Kredittilsynet under etterforskningen forespurte vedkommende som var i søkelyset om et avhør, da Kredittilsynet ikke har myndighet til å foreta et rettslig avhør. Bevisforspillelse, som Aamo var inne på, har vært et sentralt nøkkelord, både fordi området er komplisert, og fordi det går veldig fort fra den som undersøkes er klar over at han er i søkelyset til alle bevisene er fjernet.

Burde Kredittilsynet fått utvidet myndighet eller påtalemyndighet?

"Det å gi Kredittilsynet påtalekompetanse er kanskje noe man kunne vurdere. Men at Kredittilsynet sender over mange saker som strander har kanskje med å gjøre at de ikke har kompetanse til å se om det er mulig å ta ut påtale. Det virker som om Kredittilsynet, iallfall de senere årene, har blitt mere kritisk til hva man går til påtalemyndigheten med" (Intervju A).

Å gi Kredittilsynet en utvidet myndighet er noe som kanskje burde vurderes. Utvidet myndighet kan bety så mangt, men først å fremst å øke / utvide Kredittilsynets kompetanse til å foreta rettslige avhør - bruke større form for maktmidler. Kort skal vi også komme inn på en sammenslåing og privatisering av Kredittilsynet og Økokrim.

Det kan kanskje øke progresjonen på to måter; for det første vil Kredittilsynet ikke sende over saker som vil strande i retten og ved hjelp av tvang kunne foreta avhør

uten at det i så stor grad vil forekomme bevisforspillelse. Dessuten vil de kunne utstede forelegg/bøter uten rettens kjennelse hvis loven åpner for det.⁴⁵

Andre forfattere har også trukket fram betydningen av å ha et godt kontrollapparat som fungerer hensiktsmessig.

"Det må likevel trekkes frem at praktiseringen av regelverket også vil kunne spille inn i denne sammenheng, og at en mer moderne organisering av tilsynsarbeidet, vil kunne ha betydning for troverdigheten til oppfølgingen av regelverket. [...]dette må sees i lys av regelverket på området" (Eckbo 1995:55).

Utvidet makt kan også ses på som negativt. Rollen vil skifte for Kredittilsynet fra samarbeid/rådgivning og de vil gå over til å være et rent kontrollorgan. Forholdet til aktørene ville forandret seg, samt at Kredittilsynet ville fått en ny rolle hvis de fikk sanksjonsmuligheter. Samarbeid med aktørene ville blitt vanskeligere ved først gi råd for deretter å bøtelegge dem.

Å gi andre enn politiet myndighet til å ilegge sanksjoner og foreta rettslige avhør kan være en fare for rettssikkerheten. Ved å gi Kredittilsynet myndighet til å ilegge sanksjoner "privatiserer" man en del av politioppgaven. Det kan være en fare for at det ikke blir utøvd lik justis, det vil si at like lovbrudd ikke blir straffet med de samme type sanksjoner og varighet.

Sammenslåelse av kontrollorganene

Vil det være mulig å ha et kontrollorgan lik SEC som kontrollerer, etterforsker og påtaler blant annet ulovlig innsidehandel i Norge, og hvilke fordeler/ulemper medfører dette?

I Ot. prp. nr. 72 1990/91 ble spørsmålet om en endring av Kredittilsynets påtalekompetanse tatt opp. Spørsmålet gjaldt da om Kredittilsynet skulle få lov til å være påtalemyndighet i saker som gjaldt brudd på verdipapirhandelloven. Riksadvokaten viste da til oppbygningen av Økokrim. Det ble da ikke foreslått noen endringer av Kredittilsynets myndighet.

"En av fordelene med Security Exchange Commission er at man har utviklet et veldig kvalifisert organ som fører sakene for domstolen. Det bidrar sikkert også til å rekruttere dyktige folk og forenkle saksbehandlingen. Men det er langt derfra til å si at man bør ha det samme i Norge (Intervju A).

⁴⁵ Det bemerkes at etter den nye loven om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr.79 § 14-2 så kan Økokrim utferdige forelegg på vinningsavståelse.

Et kontrollorgan som SEC gjør at det blir en kontinuitet i saksbehandlingen. Et kvalifisert etterforskningsteam følger etterforskningen fra mistanken til en hovedforhandling i retten. Problemer med arbeidsfordeling og dobbelt arbeid unngås. Eriksen uttrykker viktigheten av samarbeid:

"Effektivt samarbeid forutsetter en holdningsendring og større vilje til å arbeide på tvers av faggrupper og etatsgrupper. I stor utstrekning behandles økonomiske saker i dag fragmentert i den forstand at hvert enkelt kontrollorgan gjør seg ferdig med saken før den sendes videre til neste organ, som i sin tur kobler inn politiet"(Eriksen 1987:149).⁴⁶

Tenker vi oss at Børsen oppdager en sak hvor det kan ha foregått ulovlig innsidehandel. Børsen oversender denne til Kredittilsynet som foretar undersøkelser før de sender saken videre til anmeldelse hos Økokrim. Saken blir til en viss grad blir dobbelt behandlet. Eriksen bemerker at en slik saksbehandling er uheldig av tre grunner. 1) Bevismulighetene forsvinner etter hvert som tiden går, 2) ressursforbruket blir ekstra stort, og 3) av rettssikkerhetsmessige grunner, fordi uskyldige kan være i søkelyset i en årrekke før saken blir henlagt (Eriksen 1987). Löfmarck sier også at USAs SEC blir sett på som en effektiv overvåker av verdipapirer, men hun trekker også fram det negative.

"För en utländsk iakttagare ter sig SEC som ett visserligen kraftfullt men ur rättssäkerhetssynspunkt tvivelaktig organ. [...] Riskerna för att systemet skall missbrukas och att rättssäkerheten skall sättas i fara är alltför stor" (Löfmarck 1988:70).

De positive sidene ved en sammenslåelse av Kredittilsynet og Økokrim vil være at saksgangen forenkles. Man slipper å ha en enhet som står for den grunnleggende etterforskningen og en annen som tar de siste avhørene, sikrer bevis og fører saken for retten. I stedet for at to parter skal sette seg inn i saken blir det kun en instans, noe som også vil være tids- og ressursbesparende.

Ved at en sparer tid i forhold til med dagens system har man større mulighet til å sikre bevis. Den samme enheten vil sitte med spisskompetanse om innsidehandel og avhørsteknikk og myndighet til å kreve et rettslig avhør. Det vil kun være et team, og ikke slik som i dag hvor noen kontroller/utredere, etterforsker lovbruddet og til slutt noen som fører saken for retten. Det vil med et team bli større kontinuitet. Det vil være positivt overfor siktede siden utredningen tar kortere tid og han ikke er i søkelyset over en lang periode.

⁴⁶ Det bemerkes at artikkelen ble skrevet før opprettelsen av Økokrim.

En annen fordel ved en sammenslåing er at de som fører saken for retten vil ha større spisskompetanse, og derfor i så stor grad ikke behøver å bruke eksperter - da påtalemakten innehar det selv.

Ved en eventuell sammenslåing vil også samarbeidsproblemene være løst. En enhet styrer og det vil ikke som i dag (eller har vært tidligere) være noen uenighet om hvem som innehar hvilke roller og oppgaver knyttet til disse.

Det negative ved å slå sammen kontrollorganene vil henge sammen med hvilken rolle Kredittilsynet tiltenker seg selv. Skal de være et overvåkningsorgan med en servicerolle som spiller på lag, eller skal de være et rent kontrollorgan? For det "nye" kontrollapparatet vil det være vanskeligere å inneha en kombinert "å spille på lag rolle" og kontrollrolle. En grunn er at kontrollorganet må ta ut påtale, som ses på som en ren politioppgave.

Informant A uttaler om å utvide Kredittilsynets myndighet:

"Det å gi Kredittilsynet påtalekompetanse er også noe som man kunne vurdere. I forhold til hva som tidligere er sagt om Kredittilsynet så kan man si at det er kanskje bra at de ikke har hatt det. Men at Kredittilsynet sender over mange saker som strander har kanskje med å gjøre at det ikke har kompetanse til å se om det er mulig å ta ut påtale" (Intervju A).

Dersom Kredittilsynet i dag ikke innehar påtalekompetanse kan det argumenteres for en sammenslåelse med Økokrim. I teorien kan det sies at vi er tilbake til utgangspunktet. Afrell (1991) bemerker at det i Sverige har vokst fram et sterkt samarbeid mellom Fondbörsen, kontrollmyndigheten og påtalemyndigheten. Disse etatene utnytter hverandres kompetanse siden de er spesialister på hvert sitt felt. Löfmarck uttaler også at det kan være klare ulemper med å gi andre bestemmelsesrett i anklagesessspørsmål. "Prövningen kan göras från fall till fall, på ett sätt som kan förefalla lämpligt ur praktisk och kanske också politisk synspunkt" (Löfmarck 1988:72). Löfmarck bemerker at SEC ikke innrømmer at de prioriterer fra sak til sak, men de gir et inntrykk av at de følger opp de sakene som de får kjennskap til.

En sammenslåing av kontrollorganene medfører at Kredittilsynet ikke vil få (som tidligere påpekt) de samme forholdet til aktørene i verdipapirmarkedet. De er ikke til for å samarbeide eller gi råd til aktørene, men kun for å kontrollere dem.

Vil det foruten en sammenslåing av kontroll-/påtaleorganene være aktuelt med privatisering?

Som ved all annen statlig virksomhet vil det kanskje være lettere å få kvalifisert/spesialisert arbeidskraft som kan drive kontrollorganet med en viss kontinuitet hvis kontrollorganet privatiseres. Johansen påpeker at "faneflukten" i for eksempel ligningsvesenet er stor. De som slutter skal erstattes og læres opp (Johansen 1991). Det vil være en mulighet for at et privatisert kontrollorgan kan bli en arbeidsplass hvor større deler av spesialistene velger å arbeide for en lengre periode. Christie sier at privatiseringsdebatten av fengsler blant annet har dreid seg om private kan gjøre jobben like billig eller billigere enn staten (Christie 1993). Spares ressurser ved en sammenslåing kan disse midlene brukes til å gi spesialistene en høyere lønn, som igjen kan gjøre det mer attraktivt for spesialistene å arbeide i kontrollorganet. Det vil bli større likevekt og innsikten vil bli bedre når de som bedriver kontrollen er rekruttert fra miljøet. Ved å få til kontinuitet i arbeidet med kontrollen sparer man tid brukt til å lære opp nye ansatte.

Hvordan dette skal finansieres vil bli det store spørsmålet. Pengene må hentes fra et eller annet sted. Tenker en seg at kontrollorganet får en viss prosentsats av de bøter og forelegg de driver inn har man funnet en finansieringsløsning, men som vil føre med seg andre store negative konsekvenser. Blant annet rettssikkerheten. Det kan være en konsekvens, særlig hvis kontrollorganet får mulighet til å utferdige forelegg / bøter som krever mindre bevisbyrde. Christie sier at den generelle debatten om privatisering av politi og fengsel har dreid seg om etikken. Med sikter han til om private burde få tilgang til å bruke så mye makt (Christie 1993).

6.0. Hvorfor er det så få dommer ?

Hvorfor finnes det i Norge så få som er dømt for ulovlig innsidehandel? Det er vanskelig å sammenligne seg med andre land som for eksempel USA, fordi USA må sies å være foregangslandet når det gjelder ulovlig innsidehandel. Verdipapirmarkedet er mye større og lovgivningen mye eldre enn vår.

Det er vanskelig å si noe sikkert om de faktiske forekomstene av ulovlig innsidehandel fordi den kriminelle handlingen er godt skjult, som ved annen økonomisk kriminalitet. De undersøkelsene som er foretatt om transaksjoner med ulovlig innsidehandel er først og fremst undersøkelser som ser på de klassiske insidene og ikke generelt forekomsten av ulovlig innsidehandel.

Foruten å se på forekomstene behandles kontrollen, bevisvanskeligheter, ny og vanskelig lovgivning og et strukturskifte i markedet, som andre forklaringer på hvorfor det ikke finnes flere dommer.

6.1. Hvor utbredt er fenomenet?

To påstander kan her fremsettes: Ulovlig innsidehandel forekommer i vesentlig grad oftere enn det finnes dommer på i Norge, eller de få dommene viser at handel med ulovlig innsidehandel ikke er så utbredt.

Hva er det da som taler for at innsidehandel forekommer i betydelig grad ? I NOU 1978:42 ble det om forekomster av ulovlig innsidehandel i Norge uttalt :

"I hvilken utstrekning insider trading forekommer hos oss er det vanskelig å si noe sikkert om; at det forekommer i en viss utstrekning kan vel imidlertid neppe være tvilsomt. [...]Det er også liten grunn til å anta at det norske verdipapirmarkedet skal stå i særstilling i så måte" (NOU 1978:42, s.107).

Flertallet av informantene var av den oppfatning at det forekom mer innsidehandel i Norge enn hva som kom frem av dommene, men det var en ulik oppfatning om hvor stor andel det kunne være snakk om. En utenforstående sakkyndig uttaler om omfanget:

"Etter de lovfellelsene som man har hatt i Norge til nå, viser det jo helt klart at innsidehandel har forekommet med betydelig avkastning. Ut fra antakelsen om at det kun er en liten liten del som man faktisk har oppdaget og klart å få en

domfellelse i, kan man si at innsidehandel forekommer i betydelig grad"
(Intervju A).

Sæbø referer i boken sin til fem undersøkelser om innsidehandel. Jaffe og Finnerty fant i sin undersøkelse at klassiske innsidere hadde bedre avkastning på sine transaksjoner enn hva som var gjennomsnittlig. Penman fant at "klassiske innsidere foretar flere kjøp forut for offentliggjøring av positiv informasjon enn etter offentliggjøringen" (Sæbø 1995:11), noe som viser at klassiske innsidere har en tilbøyelighet til å bruke ikke offentliggjort informasjon i sine transaksjoner. Elliot, Morse og Richardson fant i sin undersøkelse at de klassiske innsidernes handlemønster før og etter offentliggjøringen av kurssensitiv informasjon i overveiende grad verifiserer hypotesen om at innsidere utnytter innsideinformasjonen i sine transaksjoner (Sæbø 1995).

Harald Reikvam fant ved blant annet å sammenligne avkastningen til innsidere kontra andre, at 35 % av informasjonen som lekket ut til markedet før offentliggjørelse (fusjoner og overtakelsestilbud) var reflektert i prisen. Oslo Børs var av den grunn bedre enn sitt rykte og det amerikanske markedet, hvor det var 45 % av informasjonen som lekket ut. I Jarrel og Paulsen sin undersøkelse var andelen sunket til 28% som Reikvam mener kan ha en sammenheng med økt fokusering på fenomenet ulovlig innsidehandel (Reikvam 1993). Reikvam påpeker to svakheter ved sin undersøkelse:

"For det første vil det forekomme innsidehandel som ikke blir rapportert ved at utenforstående blir tipset eller at man handler på vegne av andre. En kan dermed feilaktig komme til å konkludere med at det ikke foregår innsidehandel. For det andre vil en del av de rapporterte transaksjonene ha et likviditetsmotiv og ikke et informasjonsmotiv" (Reikvam 1993:10).

Arshadi og Nasser konkluderte i sin undersøkelse med at de strengere innsidehandelsreglene som ble innført i USA i 1984 førte til at innsidere med meldeplikt hadde blitt mere reservert med å bruke av oppkjøpsinformasjon (Reikvam 1993).⁴⁷

De fleste forfattere, undersøkelser og informanter hentyder at ulovlig innsidehandel forekommer langt hyppigere enn hva som kommer frem. Det må bemerkes at en svakhet ved undersøkelsene er at de ikke direkte fant at innsidere var tilbøyelige til å bruke ikke offentliggjort informasjon, men indirekte ved at de fant at innsidere hadde bedre avkastning og foretok flere kjøp før offentliggjøring av kurssensitiv

⁴⁷ Det vises til en rekke undersøkelser i Harald Reikvam, Innsidehandel før fusjoner og aksjeoppkjøp, Forskning om økonomisk kriminalitet, rapport nr.8 1993. I denne oppgaven er det kun valgt ut et mindretall av undersøkelsene som eksempler.

informasjon. I dag er dette kanskje en av de bedre metodene for å finne innsideres bruk av ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon i sine transaksjoner. Reikvam påpeker at en svakhet ved undersøkelsen vil være bruk av stråmenn. Dette vil også være tilfellet med de andre undersøkelsene som ble referert til tidligere. Det vil av den grunn være mulig å anta at ulovlig innsidehandel kanskje forekommer i større grad enn de slår fast. Er undersøkelsene overførbare på det norske markedet? Det samme forbudet om bruk av ulovlige opplysninger i transaksjoner i Norge gjelder i USA. Forskjellen er det amerikanske markedet er mye større enn det norske. Det er vanskelig å uttale seg om bruken av innsideinformasjon i transaksjoner, men som nevnt har det norske markedet blitt omtalt som innsidemarked. Derfor kan man anta at de norske forholdene mer eller mindre samsvarer med funnet i undersøkelsene, at innsidere er tilbøyelige til å ta i bruk ulovlig innsideinformasjon i sine transaksjoner.

Som tidligere påpekt har det norske markedet vært beryktet for å være lite, og bære preg av å være en "kameratklubb" hvor ikke offentliggjorte innsideopplysninger har forekommet. I Dagens Næringsliv 13.02.1997 i artikkelen "Ingen sjokk i City" blir det uttalt: "Det norske markedet sliter generelt med et rykte som et innsideparadis...[]". Samme avis antydte i en artikkel (DN 14.02.1995) med overskriften "Innsidehandel inn igjen" at ulovlig innsidehandel igjen vokser fram.

Ser man på de ovenstående undersøkelsene som viser at mange klassiske innsidere tar i bruk ulovlig innsideinformasjon når de foretar sine transaksjoner, vil vi i større grad kunne si at det forekommer innsidehandel i langt større grad enn hva som kommer frem av dommene. I neste avsnitt behandles problemer med å si noe om omfangets størrelse, fordi lovbruddet er lett å skjule.

Löfmarck er også av den oppfatning at ulovlig innsidehandel har økt (Löfmarck tar for seg det amerikanske markedet). Hun refererer til SEC som tar for seg fremveksten av opsjonshandelen⁴⁸, som en grunn til at innsidehandelen har økt. Investoren risikerer bare å tape prisen på opsjonen som vanligvis er en liten del av det opprinnelige verdipapiret. Man åpner da for rekke nye investorgrupper.

SEC er også overbevist om at økningen de siste 10-15 årene ikke bare kommer av deres egen innsats, men også av at det har vært en markant økning av saker. En årsak som fremsettes er økningen av oppkjøpsavtaler og andre transaksjoner i næringslivet de siste årene (Löfmarck 1988).

Det som kan tale imot at ulovlig innsidehandel forekommer i større grad enn hva som kommer frem av dommene er at fokuseringen på økonomisk kriminalitet med

⁴⁸ "Opsjon: Rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge en aksje til en på forhånd bestemt pris på eller innen en bestemt dato. Kan også gjelde et konstruert verdipapir basert på aksjeindeks (i Norge OBX)" (Bergh (red.) 1994:288).

dets tiltak har fungert. I NOU 1996:2 s.47 nevnes det blant annet at en av årsakene til at det har vært så få saker behandlet av rettsapparatet kan skyldes at regelverket virker etter sin hensikt eller at det er vanskelig å håndheve forbudet. Tre faktorer må nevnes i denne sammenheng: strengere straff, økt kontroll og større fokusering på fenomenet kan ha ført til at det ikke har vært noen økning i antall saker om ulovlig innsidehandel.

Sæbø uttaler at de klassiske innsiderne i utgangspunktet unngår en hel del "uheldige" transaksjoner. Med det mener han at klassiske innsidere kjøper ikke aksjer i et firma som de vet vil gå med et stort underskudd. De fraholder seg fra å handle, noe som ikke er straffbart. Foruten at man fraholder seg fra å handle er ulovlig innsidehandel et lovbrudd som er "lett" å holde skjult.

Reed (1996) antyder at enkeltaktørers treffsikkerhet i forbindelse med viktige begivenheter kan medvirke til oppfatningen om at ulovlig innsidehandel er utbredt.⁴⁹ Nedenfor diskuteres forklaringer på hvorfor innsidehandel forekommer i langt vesentligere grad enn hva som fremgår av dommene.

6.2. Skjult fenomen

Dag Ellingsen mener at en av grunnene til at økonomisk kriminalitet oppdages sjeldnere enn tradisjonell kriminalitet er at aktørene er bedre til å skjule lovbruddet, samtidig som de er mer kompliserte enn vanlige tradisjonelle lovbrudd (Ellingsen1997).

Transaksjoner med ulovlig innsideinformasjon er et av områdene innen økonomisk kriminalitet, hvor det er lett å skjule lovbruddet og eventuelle spor etter dette.

"Tracks can all too easily be covered and there is often lack of evidence to link market events with insider dealing" (Dennis Levine 1991 i Ashe / Murphy 1992:115).

Innsidehandel er som vi har vært inne på når man kjøper eller selger verdipapirer med ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. I det vesentlige er aksjehandel anonym. Investoren ringer til sin megler og ber denne om å selge eller kjøpe. Megleren gjør dette for kjøperen anonymt, men Kredittilsynet har innsikt i hvilke transaksjoner som blir gjort av hvem.

⁴⁹Reed refererer også til Kredittilsynet i årene 1986-89 oversendte 17 saker om innsidehandel til Økokrim hvorav ingen resulterte i fallende domer når han snakker om en økning i antall saker i forhold til fallende dommer.

Vanskeligere blir det når det er snakk om utenlandske investorer som handler sine aksjer gjennom flere meglere. Flere ledd i kjeden er med på å komplisere og vanskeliggjør etterforskningen for Kredittilsynet og Økokrim.

Ved av bruk av stråmenn, det vil si at man lar andre kjøpe aksjer for seg eller man videreformidler informasjonen slik at investoren skjuler eget lovbruddet, er det vanskelig å oppdage at det har foregått noe kriminelt. Klassiske innsidere som har meldeplikt har nok størst behov for å ta i bruk stråmenn. Det er disse som har størst mulighet til å komme over kurssensitiv ikke offentliggjort innsideinformasjon.

Kredittilsynet uttrykte i Aftenposten (15.02.1997 "Kredittilsynet frykter stråmenn") sin bekymring over økende bruk av stråmenn hvis forvalterne av fond ble nektet å kjøpe aksjer til seg selv. I artikkelen vises det til at det alltid vil være en fare for bruk av stråmenn. I en annen artikkel i Dagens Næringsliv (15.02.1997 "Ingen sjokk i City") blir det også referert til bruken av stråmenn. Her omtales også bruken av stråmenn som "tantetegning". I "Obelix"-saken refererer byretten til lovstridig og uetisk praksis, det vil si bruk av stråmenn, som en normal fremgangsmåte i aksjemarkedet (Eriksen 1991).

En person som kommer over kurssensitiv ikke offentliggjort informasjon har tre valg: bruke informasjonen selv, la andre kjøpe/selge aksjer for seg eller selge informasjonen videre. Hvis man velger å bruke informasjonen selv er det selvfølgelig en smal sak for kontrollmyndighetene å legge sammen to og to - vedkommende hadde informasjon og kjøpte aksjer. Allikevel kan det være problemer med å bevise dette som blir tatt opp i pkt. 6.4. Velger derimot personen å la andre kjøpe/selge aksjer for seg eller selge informasjonen videre, vil det derimot være nesten umulig for kontrollmyndighetene å finne ut at det har foregått handel med ulovlig innsideinformasjon. De kan være klar over at personen hadde kurssensitiv ikke offentliggjort informasjon, men ikke at gav denne informasjon videre til en tredje person. Dersom bekjentskapet mellom de to partene ikke er så sterkt og det ikke finnes noe skriftlig eller båndopptak, vil det nærmest være en umulig oppgave for kontrollmyndigheten å kunne bevise sammenhengen mellom han som skaffet seg informasjonen og han som handlet med verdipapirer.

"Når oppdagelsesrisikoen for oppdagelse oppfattes som liten, er det naturlig å anta at fristelsen til å misbruke innsideinformasjon i transaksjonsøyemed ofte er vanskelig å motstå" (Sæbø 1995:9).

Den norske og danske innsidelovgivningen omfatter alle som har kjennskap til informasjon. Dette kan føre til at innsidere som forsøker å kamuflere misbruk av ulovlig innsideinformasjon gjennom stråmenn kan bli noe redusert.

Ser man på mulighetene for at transaksjoner blir utført av stråmenn må det også kunne antas at ulovlig innsidehandel forekommer oftere enn det som oppdages.

Meglernes fordekte egenhandel

Tidligere var vi inne på bruk av stråmann som en måte å skjule sitt bruk av ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. En gruppe som ofte er i kontakt med kurssensitiv informasjon er meglere. Selvig utvalget (NOU 1978:42 s.74) omtaler meglernes egenhandel ved bruk av stråmenn eller ved bruk av et aksjeselskap som vedkommende har kontroll over. Megleren får eksempelvis et større kjøpsoppdrag og først kjøper aksjer til seg selv. Når kursene er drevet opp grunnet det store kjøpsoppdraget selger megleren sin egen post med fortjeneste. Megleren gjør seg skyldig i ulovlig innsidehandel, fordi opplysninger om et slikt kjøpsoppdrag blir regnet som kurssensitiv informasjon.

Hvis ikke megleren utnytter informasjonen selv, vil det være lett å tipse en av sine andre kunder for senere å oppnå "goodwill" hos disse i form av nye oppdrag.

I hvor stor grad meglere utnytter kurssensitiv informasjon til sin fordel er det vanskelig å si noe om, men problemet blir forsøkt illustrert, samt hvor lett det kan skjules for kontrollorganene.

Mosaikkteorien

Analyser og sammensetting av lovlig informasjon blir brukt av analytikere til bedre forståelse av verdipapirmarkedet. Slik sammensatt lovlig informasjon kan lett sees på som ulovlige innsideopplysninger hvis vedkommende analytiker har unormal stor avkastning på sine transaksjoner. En slik teori er mosaikkteorien.

Mosaikkteorien defineres av Löfmark :

"Analysts collect information from numerous sources in order to understand a company or industry. While many individual pieces of information known to the analyst may not be material in themselves, often by putting together a number of nonmaterial or public facts the analyst may be able to construct a "mosaic", which leads to a conclusion that may be of material significance" (Löfmark 1988:63).

En enkel forklaring på mosaikkteorien er en mengde informasjon som er satt sammen til en helhet. Helhetlig kan denne analysen få betydning. Slik sammensatt

informasjon kan ikke for seg selv anses som fortrolig, selv om den ikke er alminnelig kjent. Disse sammensatte opplysningene må i likhet med annen informasjon, vurderes ut fra vilkårene om kursensitive opplysninger og fortrolighet.

Investorer og meglere som bruker mosaikkteorien i sine børsanalyser og samtidig har veldig god "rating" i sine handler kan lett gjøre at andre misforstår og tror at de handler med opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige. Men forskjeller i informasjon blant de som handler er i seg selv ikke innsidehandel. Enhver står fritt til å bruke informasjonen som er offentlig til sine vurderinger ved verdipapirhandel (Ot. prp. 1990/91 nr. 72). Analyser ved hjelp av sammensatte offentliggjorte opplysninger vil ikke rammes.

"Å fastlegge hva som er fortrolige opplysninger og hva som er et resultat av analytisk innsats, kan by på særlige bevisproblemer, og grensen kan være særlig vanskelig å trekke" (Reed 1996:146).

Dette er et annet problem som påtalemyndigheten støter på. Er informasjonen sammensatt av lovlig informasjon eller har de tatt i bruk ulovlig innsideinformasjon? Dette er ikke minst veldig tidkrevende for påtalemyndigheten å undersøke.

6.3. Sviktende kontroll?

Når det her snakkes om kontroll er det den formelle sekundære kontrollen som utføres av kontrollapparatet vi tenker på (internkontrollen kommer vi tilbake til under pkt. 10.4).

Nils Christie (Christie1982) sier at man med kontroll først og fremst tenker på politi, domstoler eller spesialister, men det er gjennom (primær kontrollen) det sosiale samværet (dagligdagse handlinger) hvor det meste av kontrollen skjer. Larsson sier at det ved økonomisk kriminalitet er tillit som ligger i bunn for den uformelle kontrollen (Larsson 1998). Tillit var også alfa omega ved den uformelle kontrollen i "The City". Christie tenker med sekundærkontroll som på "tiltak som iverksettes utenom det vanlige samvær, og da som oftest av en eller annen spesialist med adferdskontroll som yrke (Christie 1982:29). I vårt tilfelle Børsen, Kredittilsynet og Økokrim.

Er de få innsidehandelsdommene i Norge et resultat av sviktende kontroll? Moberg og Samuelsson (Börsrätt 1989:134) uttaler at "[...]de övervakande organen kan sakna viljan, förmågan eller resurserna som krävs för att övervaka efterlevnaden". Hovedansvaret for overvåkning av transaksjoner ligger hos Kredittilsynet. De

overvåker (kap. 5) kurssvingninger i verdipapirmarkedet og går ved spesielle anledninger inn og undersøker om den unormale avkastningen kan skyldes bruk av ulovlig innsideinformasjon, f. eks. ved fusjoner. Kredittilsynet etterforsker også tips gitt av andre aktører i markedet eller media om at ulovlig innsideinformasjon har blitt brukt i transaksjoner som etterforskes.

Børsen ser også etter uregelmessigheter i kurssvingningene og informerer Kredittilsynet hvis de finner noe som tilsier at det har foregått handel med kurssensitiv ikke offentliggjort informasjon.

Etterforskning av økonomisk kriminalitet krever kompetanse på forskjellige nivåer. Kontrollørene må ha kunnskap om rettsregler, etterforskningsmetodikk, økonomisk innsikt og bransjekunnskap (Jahre 1994).

Førte kontrollørenes problemer til sviktende kontroll? Kredittilsynet hadde problemer i oppstartingsfasen, deriblant med ressurser. Det var problemer med å rekruttere folk med erfaring og de som jobbet i Kredittilsynet var stort sett nyutdannede. Kredittilsynet har også blitt kritisert for at de har sendt for mange saker til Økokrim som har strandet på bevisgrunnlaget. Som det blir uttalt i intervju D har ikke kontroll av verdipapirer vært et satsningsområde. Det har ført til manglende bevilgninger av midler. En representant fra kontrollorganene var av den oppfatning at kontrollen hadde vært sviktende:

"Jeg tror nok at det har vært for dårlig overvåking - det har jo ikke vært noe satsingsområde tidligere i Norge. Det norske markedet har jo vært kjent for å være et innsidemarked, kanskje mer eller mindre fordi det er så lite" (Intervju D).

Samarbeidsproblemer mellom kontrollørene (kap. 5) og med Kredittilsynets ressursproblemer, kan være en faktor som har ført til sviktende kontroll. Samarbeidsproblemer bestående av en lite formalisert arbeidsfordeling kan være en faktor som har ført til svekket kontroll.

Det kan også forekomme problemer siden kontrollorganene ofte har sammensatte oppgaver, de skal være kontrollerende og rådgivende organ (Ellingsen 1997:170). Hvis vi tenker oss at kontrollmyndigheten først gir råd for deretter å etterforske dette så vil det i utgangspunktet være vanskelig å etterforske et lovbrudd hvor vedkommende først har gitt råd. Haagensen / Johansen sier at kontrollører (som f. eks. Kredittilsynet) ser på "seg som rådgivere og konsulenter, ikke som eksperter som skal sanksjonere straff" (Haagensen / Johansen 1991:58). Samarbeid med den enkelte bedrift er nødvendig for å kunne håndheve reglene (Haagensen / Johansen 1991).

Innsidehandel (og andre økonomiske lovbrudd) skiller seg fra annen kriminalitet ved at det er vanskeligere å oppdage og lettere å skjule og de som kontrolleres er ressurssterke.

"En grunnleggende erfaring ved studier av sosialt liv er at de om har svært mye, og de som slett ikke har noe er de som vanskeligst lar seg styre. Det er slik fordi de som har mye, også har mye makt og derfor kan slå tilbake mot kontrollørene" (Christie1993:62).

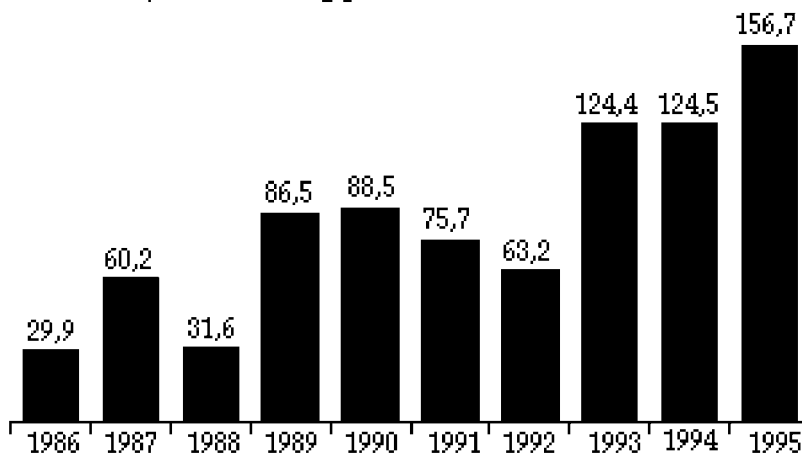
Foruten at lovbrøtterne av ulovlig innsidehandel er svært ressurssterke personer, i form av sakkyndighet og ressurser til å skaffe seg bistand, fører også bruk av stråmenn og utenlandske konti til en vanskeliggjøring for kontrollorganene i kampen mot ulovlig innsidehandel.

Ulovlig innsidehandel er et nytt område innen juss og kontroll, noe som gjør at kontrollorganene har liten erfaring. Som tidligere nevnt var det først i 1985 at den første loven om forbud mot misbruk av ulovlig innsidehandel kom. På slutten av 80-tallet og på begynnelsen av 90-tallet gjorde regjeringen økonomisk kriminalitet til en storsatsning, og kontrollorganene fikk tilført mere ressurser. Innføringen av VPHL førte nok til at seriøse aktører på markedet ble mer forsiktige, selv om Norge ble regnet som et innsidemarked på grunn av sin størrelse.

Med økt kompetanse (erfaring) og økte ressurser gjennom nye kontrollsystemer og medarbeidere må vi gå ut fra at kompetansenivået har hevet seg fra 1985 og frem til i dag, selv om det ikke har gjort utslag i flere dommer.

Hvordan fungerer kontrollen i dag? Som vi har sett har samarbeidet mellom kontrollørene blitt bedre. Børsen og Kredittilsynet har for eksempel standardisert en samarbeidsavtale. Kontrollørene har også fått økte ressurser og flere fagfolk. Det er vel også grunn til å anta at kontrollørene har økt sitt kompetansenivå etter hvert som de har opparbeidet seg erfaring. Samtidig med dette har aksjemarkedet og dens omsetning vokst fra 1988 (Se figur 6.3.), som gjør at det er flere transaksjoner som må kontrolleres.

Figur 6.3. Aksjeomsetning på Oslo Børs



Tabellen viser aksjeomsetning på Oslo Børs i perioden 1986-1995 i milliarder kroner.

Kilde: Aksjer og Børs 1996.

"Stock-watch", det vil si PC-baserte kontrollsystemer, har også ført til at kontrollørene kan gjøre en bedre og lettere jobb. Allikevel vet vi at data også har gjort kontrollen vanskeligere ved for eksempel bruk av e-mail. En insider som for eksempel kommer over informasjon om en fusjon mellom bedriften hvor han selv arbeider og en annen bedrift. Han bestemmer seg for å dele disse opplysningene med en venn. Innsideren sender disse opplysningene til sin venn pr mail. Vedkommende velger å bruke informasjonen om fusjonen til å handle aksjer. Kontrollmyndighetene ser med sin markedsovervåkning at en person har handlet mange aksjer like før fusjonen, og bestemmer seg for å sjekke det grundigere. De finner ut at han som handlet aksjer og insidieren er gode venner. Hvis de ikke får noen av personene til å innrømme forholdet, vil den eneste måten være å sjekke PCen for å se om de har lagret mailen. Hvis kontrollmyndighetene skal sjekke e-mail må dette, som med telefonavlytting ordnes i forkant. En fordel for kontrollmyndighetene kan være hvis nettopperatøren lagrer opplysningene en periode før de slettes.

En representant for kontrollmyndighetene uttalte seg om dagens kontrollproblemer:

"Hvis man skal ha en virkelig effektiv etterforskning ...[.]..., så skulle man hatt en mer proetterforskning. Slå til med bruk av tvangsmidler med en gang, før Kredittilsynet ringer rundt og spør om å få en samtale fordi de sier at de er i søkelyset" (Intervju C).

De som er under etterforskning får et fortrinn som intervjuobjekt C uttaler ved at Kredittilsynet må spørre om å få foreta et intervju, og da vet vedkommende at denne

er i søkelyset. De har ikke muligheten til å bruke tvangsmidler, noe som kan føre til bevisforspillelse.

"Når alarmen har gått - for det første er mulig mistenkte forsiktig med sporene i utgangspunktet - og i det øyeblikket alarmen har gått så fjerner de alle dokumenter" (Intervju C).

Kredittilsynets bruk av media kan også være en faktor som vanskeliggjør den videre etterforskning ved at vedkommende vet at han er i søkelyset, og derfor vil forsøke å fjerne eventuelle bevis.

Et annet problem er internasjonaliseringen av verdipapirmarkedet, med flere aktører som sitter lengre fra markedet. Kontrollen av disse tar lengre tid og er vanskeligere fordi transaksjonene ofte er skjulte. Innsikt som er nødvendig for å bedrive kontroll vil også ta lengre tid i utlandet, fordi kontrollørene da er avhengig av å samarbeide med kontrollører i andre land.

Datatilsynet gjør også at Kredittilsynet får en mere tungvint jobb enn nødvendig ved at de ikke tillater at Kredittilsynet analyserer (sammenligner) registre og andre opplysninger på data, men må lete manuelt. Til tider kan det også være vanskelig å få innsyn i bankonti (Intervju D). Ved at man har problemer med slike ting så forstår vi at kontroll av utenlandske investorer tar lengre tid.

Grunnet økt kompetanse, økte ressurser og bedre samarbeid kan vi si at kontrollen har blitt mer effektiv siden innføringen av loven (VPHL). Ikke minst at kontrollorganene har opparbeidet seg bedre kompetanse og ressurser, har nok bidratt til en effektivisering av kontrollen. Kontrollorganene har etter hvert opparbeidet seg bedre kompetanse i forhold til verdipapirer og lover.

Markedet har også blitt større gjennom internasjonaliseringen. Verdipapirhandelen skjer på tvers av landegrensene, flere aktører som har tilgang til avanserte analyseverktøy deltar i markedet. Det kan være faktorer som data og utenlandske aktører som gjør kontrollen mer innfløkt og vanskelig å utføre.

6.4. Hva blir sett på som ulovlig innsidehandel?

Dette avsnittet tar kort for seg kriteriene for når det regnes som ulovlig innsidehandel for å illustrere påtalemyndighetens bevisproblemer i neste avsnitt.

Hva informasjonen blir tilsett egnet til kan være avgjørende for om man har overtrådt innsidehandelsforbudet. Hvis to personer handler med aksjer med

innsideinformasjon i samme foretak - en kjøper og en selger, vil kun han som kjøpte aksjer ha handlet med informasjon som var egnet, fordi kursene steg slik han håpet på. De materielle forholdene som opplysningen representerer, for eksempel et dårlig årsresultat, må altså være egnet til å påvirke kursen vesentlig.

"For enkelte typer verdipapirer vil et kursutslag på et par prosent kunne være vesentlig, mens kursen på andre verdipapirer vanligvis fluktuerer mye mer, slik at utslaget må være større før det kan regnes som vesentlig" (Ot. prp nr.72, 1990-91, s. 67).

I Sverige regner man at vesentlig kurspåvirkning i prosent befinner seg et sted mellom 5 og 10 prosent, avhengig av type verdipapir (Mattsson 1992:30).

Informasjonen som det handles med må være av presis karakter for at det skal regnes som ulovlig innsidehandel. Det fordi man skal unngå at forbudet blir brukt ved handel på grunnlag av rykter og spekulasjon. Informasjonen må ha et avgrenset og klart innhold (Sæbø 1995).⁵⁰

"Opplysningen må ha et meningsinnhold som er tilstrekkelig konkret, og det må stilles krav til opplysningens klarhet, nøyaktighet og troverdighet" (Reed 1996:123).

Opplysningene som brukes må også være fortrolige for at det skal regnes som ulovlig innsidehandel. Opplysninger er ikke regnet som fortrolige når de har vært omtalt i massemedia eller i et informasjonssystem (Ot. prp. 1990/91 nr. 72).

Disse kravene må innfris for at det skal bli sett på som ulovlig innsidehandel:

- Vesentlig kurspåvirkning
- Informasjon av presis karakter
- Opplysningene må være fortrolige

Bevisvanskeligheter

I de fleste saker som retter seg mot økonomisk kriminalitet må det "føres bevis for lovbrøteren har vært klar over at de sidene ved handlingen som innebærer at den rammes av straffebudet"⁵¹(Sundet 1994). Domstolene krever mer bevis i økonomisaker enn i andre saker, noe som fører til flere frifinnelser (Huitfeldt 1994).

⁵⁰ Se også Ot. prp. nr. 72 s.28.

⁵¹ Forsett som skyldkrav.

I saker som omfatter økonomisk kriminalitet mister dommerne lett oversikten over sakens innhold og frifinner vedkommende på grunnlag av tvilsprinsippet. Dommerne kritiserer påtalemyndigheten for at de sender unge uerfarne aktorer i retten i kompliserte økokrimsaker. Påtalemyndigheten kritiserer dommerne igjen og hevder det kreves strengere bevis i økokrimsaker noe som har sammenheng med at dommerne har liten kompetanse i forhold til økonomiske forhold (Sundet 1994).

"Polis , åklagare och domstolar är oundvikligen lekmän i förhållande till mistänkta/tilltalade. De senare kan förväntas ha tillgång till juridisk och ekonomisk sakkunnskap som är överlägsen de lagförande organens" (Løfmarck 1988:36).

Thomas Mathiesen (1992:189) uttaler at når mennesker som er bedrestilte begår straffbare handlinger kan det være større sjanser for at ikke lovbruddet oppdages, fordi disse lovbruddene er vanskeligere å observere og begås innenfor en ramme, for eksempel sin egen bedrift.

I norsk strafferett er det påtalemyndighetens ansvar å bevise at vilkårene for straff foreligger. Påtalemyndighetenes bevis må rydde enhver rimelig tvil av veien. Problemet med å bevise at det faktisk har foregått ulovlig innsidehandel i retten, er at det er veldig mange uklare forhold til kravene om bevis som vil være problematiske for aktoratet å oppfylle (Sæbø 1995). Det må blant annet bevises at tiltalte hadde opplysningene. Et av formålene i Ot. prp. nr. 72 var at lovgivningen skulle forenkles slik at det skulle bli enklere å føre bevis.⁵²

"Det er et tankekors at mens seriøse investorer gjerne vil være tilbøyelige til å avholde seg fra kjøp/salg av verdipapirer i mange tilfeller som ligger nær straffebudets gjerningsbeskrivelse uten at dette faktisk overtres, vil mange investorer uten skrupler kunne misbruke innsideinformasjon i visshet om at risikoen for å bli oppdaget, brakt til retten og straffet er minimal" (Sæbø 1995:598).

Handel med ulovlig innsideinformasjon er vanskelig å oppdage og ikke minst bevise rettslig. Ved bruk av stråmenn minskes oppdagelsesrisikoen - eller sagt på en annen måte oppdagelsesrisikoen er den samme, men derfra til at påtalemyndigheten klarer å bevise at stråmannen handlet med ulovlig innsideinformasjon er lang. Hvis det er mistanker om handel med ulovlig innsideinformasjon må stråmannen kunne knyttes til den som skaffet tilveie informasjonen.

⁵² I Ot. prp. nr. 72, 1990-91, s.35 var det et forslag om å endre lovverket slik at den tiltalte måtte bevise sin uskyld. Det vil si at vedkommende måtte bevise at han ikke hadde opplysningene på det aktuelle tidspunktet. (Omvendt bevisbyrde).

"Det å føre bevis med at den eller den hadde ulovlig informasjon, og kanskje det er uklart hvilken informasjon han har hatt og når man ikke vet sikkert faller det litt i fisk selv om man vet at han har hatt informasjon" (Intervju A).

"Hvis en primærinnsider eller en som kommer over noe informasjon på en eller annen måte - på lovlige eller ulovlige vis - gir det videre eller utnytter det selv, så vil det være vanskelig å bevise noe som helst" (Intervju D).

Jahre (1994) mener at i økonomiske straffesaker er de viktigste bevismidlene dokumenter og forklaringer fra siktede og vitner. Det er også tilfellet med ulovlig innsidehandel. For å bevise at det har foregått ulovlig innsidehandel er kontrollorganene avhengig av opptak av telefonsamtaler eller av dokumenter, i tillegg til vitner. Men naturligvis vil en som kommer i kontrollmyndighetens søkelys slette alle disse sporene hvis denne ikke allerede har gjort det. Derfor er det særdeles vanskelig for påtalemyndighetene å bevise at det har foregått noe ulovlig, når man konkret ikke vet helt sikkert om det har foregått noe ulovlig, men kun har mistanke. En informant sa dette om bevisproblemene som kontrollorganene står ovenfor:

"Jeg tror at det er så vanskelig å bevise. Økokrim er avhengig av dokumenter. Men i forbindelse med innsidehandel utveksles informasjonen muntlig og å bevise muntlige forbindelser er utrolig vanskelig. Dermed er man avhengig av den som har gitt den muntlige informasjonen - eller hvis det går gjennom flere ledd så må man jo få hver kjede til å tilstå" (Intervju E).

Hvis kontrollmyndighetene velger å ta saken opp for retten, fordi man har mistanke om at det har foregått noe ulovlig, må påtalemyndigheten kunne knytte informasjonen til tiltalte. Deretter skal de bevise at den informasjonen som investoren handlet med på det aktuelle tidspunktet var fortrolig - ikke offentliggjort. I tillegg skal også informasjonen være kurspåvirkende. Det vil si at kursen på aksjene må bevege seg en viss prosent opp eller ned avhengig av hvilken type informasjon det er snakk om (positiv eller negativ informasjon om et selskap), for at vedkommende skal bli dømt for ulovlig innsidehandel. Men som Sæbø uttaler kan disse tingene spille inn for straffutmålingen.

"Manglende kjennskap for eksempel til at opplysningen er fortrolig eller at den har kurspåvirkende potensial, kan ha betydning for vurderingen av om innsider har utvist forsett eller uaktsomhet" (Sæbø 1995:180).

Påtalemyndigheten må også finne ut av om det er brukt ulovlig ikke offentliggjort informasjon eller om informasjonen er sammensatt av lovlige tilgjengelig offentliggjort informasjon (se mosaikkteorien).

Reed oppsummerer bevisvanskelighetene som påtalemyndighetene støter på i rettsapparatet slik:

"I noen tilfeller kan det være faglig velbegrunnet uenighet om betydningen av en opplysning for handelen med verdipapirene. Det må foreligge særlige holdepunkter for at påtalemyndigheten skal vinne frem med at krav om straff".
"Retten må altså foreta to kumulative vurderinger om en fornuftig person ville vurdert og handlet annerledes. Den første er knyttet til straffebudets gjerningsbeskrivelse - var opplysningen vesentlig? Den andre er knyttet til skyldspørsmålet - burde den handlende ha forstått det?" (Reed 1996:171).

Det er mange forhold som spiller inn for at kontrollmyndighetene skal vinne fram i retten i saker som omhandler ulovlig innsidehandel, men det går helt klart fram at ulovlig innsidehandel er veldig vanskelig å bevise rettslig. At det tar tid med etterforskning ser vi av DN (14.02.97) hvor det står at "Boesky affæren (referert til tidligere) avsluttes 11 år etter at den startet: Det tar tid med etterforskning".

6.5. Prioriterer Økokrim saker det er lett å få en domfellelse?

Avissskriverier om Økokrims "rating" når det gjelder domfellelser i økonomiske saker fører til at det blir stilt spørsmål ved om Økokrim prioriterer andre økonomiske saker enn ulovlig innsidehandel som det er lettere å få en domfellelse i. Er det av den grunn som det har kommet så få saker for retten med ulovlig innsidehandel?

Tidligere i dette kapitlet fortalte intervjuobjekt A at Kredittilsynet de senere årene har blitt mere kritiske til hva de går til påtalemyndigheten med av saker. En grunn som faller inn naturlig er at sakene strander hos påtalemyndighetene (Økokrim), fordi Kredittilsynet ikke har den nødvendige kompetansen til å se om en sak er "gjennomførbar" i retten.

Økokrim foretar nok en avveining om bevisene mot den som er i søkelyset holder i en eventuell rettssak. I "Miraculix"-saken så man til og med at de var "tøffe" i sin bevisførsel og vant saken.⁵³

Det er grunn til å anta at det få antall saker som har kommet opp for retten kan ha en sammenheng med at; fenomenet er skjult og det benyttes stråmenn til å foreta de ulovlige transaksjonene og bevisvanskelighetene som påtalemyndigheten støter

⁵³ Se sak 95-02141 M/02

på i rettsapparatet. Disse problemene fører til en kostbar etterforskning og rettssak, med liten sannsynlighet for å få noen dømt for lovbruddet.

6.6. Dårligere uformell kontroll grunnet større miljø og ny teknologi

"Man tenker ofte på kontroll av borgerne som en sak som først og fremst angår politiet og domstoler eller andre spesialister. Men slik er det jo ikke. Vi kontrollerer hverandre, alle sammen, hele samværestiden. Avvikskontrollen skjer gjennom selve samværet" (Christie 1982:28).

Nils Christie skiller mellom primærkontroll, som er kontroll i dagliglivet, og sekundærkontrollen som oftest foretas av en spesialister. Christie sier at det som oftest er primærkontrollen som fungerer best, grunnet at primærkontrollen er spontan, mens sekundærkontrollen som oftest må tilkalles (Christie 1982). Når det gjelder meglernes kontroll av hverandre er det riktigere å snakke om en uformell kontroll enn primærkontroll, fordi det er en stor gruppe hvor de sosiale relasjonene ikke er så sterke som ved primærkontroll.

Meglerne⁵⁴ drev før en viss form for uformell kontroll av hverandre. Miljøet var lite og de hadde til stadighet kontakt med hverandre. Har denne formen for kontroll endret seg? I dag har miljøet blitt større, og det har blitt flere firmaer som bedriver aksjemegling etter at aksjemarkedet vokste med enorm fart på begynnelsen av 1980-tallet.

Reichman (1993) beskriver hvordan ulovlig innsidehandel for første gang skiftet form fra å bli sett på som et individuelt tillitsbrudd til å få organisatoriske former etter affæren med Levine/Boesky. Reichman begrunner videre ulovlig innsidehandel som et organisatorisk lovbrudd ut fra institusjonalisering av markedet og forandringer i teknologi for bearbeiding av informasjon. Med organisatoriske former mener hun at flere med ekspertise til å plukke ut og søke informasjon har tatt del i markedet.

⁵⁴ Vi kommer inn på primærkontroll av meglere og investorer i kapitlet om forebygging.

Institusjonerte investorer⁵⁵ (for eksempel meglere, innsidere) dominerer markedet og de har samtidig muligheten til å forstå og ekspertisen til å utnytte fordelene av informasjon som er sjelden tilgjengelig for individuelle investorer. Forandringer i teknologi innebærer blant annet at systemer som utarbeider analyser på bakgrunn av diverse informasjon har blitt tilgjengelig.

Kan denne forandringen i markedet ha ført til en dårligere uformell kontroll?

Grunnet teknologisk utvikling har de primære relasjonene blitt svekket. PC har blitt et viktig redskap for meglere i handelen. I 1993 innførte Børsen et nytt handelssystem slik at meglerne kan gjøre jobben fra sitt kontor. Meglere som handler seg i mellom bruker også pc-redskaper slik som e-mail. Den direkte kontakten blitt mindre, og det vil derfor være mulig å anta at den uformelle kontrollen også har blitt mindre. De kjenner hverandre ikke personlig, som når aksjehandelen kun foregikk på Børsen, og det er derfor grunn til å anta at den uformelle kontrollen ble svekket med verdipapirmarkedets vekst. Ved innføringen av data blir det også for Kredittilsynet vanskeligere å bevise at det har foregått noe ulovlig siden man ikke har noe konkret å vise til, samtidig som Kredittilsynet har fått EDB for å overvåke markedet.

En forandring i lovbruddet fra å være et individuelt lovbrudd til å være et organisatorisk lovbrudd kan ha ført til at primærkontrollen har blitt svakere. Dette fordi antall meglere og meglerfirmaer har økt og den direkte kontakten har forsvunnet. Ved institusjoneringen av investorene i markedet gjør det mer uoversiktlig og de uformelle relasjonene blir løsere. Ved institusjoneringen kommer behovet for sekundærkontroll inn.

Det er vanskelig å si noe om de få antall dommene er en faktor av forandringene i markedet, men at det kan ha ført til at den sekundære kontrollen har blitt vanskeligere å utføre.

6.8. Innrapportering

"I dag så er rapporteringsplikten for dårlig, fordi du som innsider skal rapportere til selskapets styre, og det skal føres i en protokoll som skal sendes til Børsen. Noen selskaper hver annen måned og andre hver tredje måned" (Intervju F).

Innsidere i sentrale posisjoner må rapportere sine handler til Børsen. Dette for at Børsen skal se om de har benyttet seg av ulovlig innsideinformasjon når de har

⁵⁵ I Norge har antall deltakere i markedet økt, men de fleste har blitt indirekte eiere av aksjer ved at de for eksempel er medlemmer av et pensjonsfond.

handlet og for at andre investorer skal få se at innsiderne har foretatt disse transaksjonene.

En insiders transaksjon sier mye om selskapet og har mye å si for kursen.⁵⁶ Det har vært en del diskusjon om hvorvidt innrapporteringen burde gjøres oftere og mere effektivt, slik at resten av markedet kan følge med og det blir lettere å oppdage ulovligheter foretatt av innsidere.

Reikvam konkluderer med at fokusering på innsidehandel har ført til færre forekomster. Men han presiserer at en annen bakenforliggende årsak kan være at innsidere i større grad fraholder seg fra å rapportere om sine ulovlige transaksjoner. Det har også i litteraturen blitt forespeilet at innsidere som gjør bruk av ulovlig insideinformasjon benytter seg av stråmenn (Reikvam 1993:29).

Reed sier følgende om innsidernes handler og om de som klarerer transaksjonene i en bedrift :

"Det stilles ikke krav til klarerers habilitet: At han selv er innsider er en forutsetning for at han kan få tilgang til fortrolig selskapsinformasjon" (Reed 1996:211).

Problemet med habilitet vil starte når styreformannen eller administrerende direktør i et selskap ønsker å handle med foretakets verdipapirer og disse klarerer hverandres handler. Rollene deres tilsier også at de er noen av de personene i et selskap som først og fremst vil få tilgang på ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon.

Sæbø tar for seg en annet problem i denne forbindelse:

"Når det gjelder klassiske innsideres rapporterte transaksjoner, medfører allerede den omstendighet at de ved kjennskap til insideinformasjon unngår en del "uheldige" transaksjoner som de ellers vill ha gjennomført, at de får en bedre avkastning enn den gjennomsnittlige investor" (Sæbø 1995:12).

Det vil i slike tilfeller ikke være mulig for et kontrollorgan å bevise at planlagte kjøp eller salg ikke blir gjennomført på grunn av opplysninger som tilkommer en innsider. De vil automatisk få et fortrinn som Sæbø sier.

Kan dårlig innrapportering, habilitet ved klarering og stråmenn føre til færre dommer med ulovlig innsidehandel? Sviktende innrapportering fører kun til at de som handler

⁵⁶ Se for eksempel Aftenposten 04.06.98: ""NN" børstaper på ansattes aksjesalg".

får senere tilgang på informasjon fra de utstedende selskapene. Det bør ikke nødvendigvis bety at innsideren handler med ulovlig informasjon.

Ved habilitet ved klarering av hverandres handler kan det lett ses på som om vedkommende forsøker å skjule noe, selv om det ikke nødvendigvis er sannheten.

6.9. Oppsummering

Problemet med insiderses tilbøyelighet med å ta i bruk ulovlig innsidehandel i sine transaksjoner har blitt belyst. Det ble vist til undersøkelser hvor det ble konkludert med at insidere handlet oftere forut for offentliggjøring av kurssensitiv informasjon og de hadde bedre avkastning på sine transaksjoner enn andre i markedet. Allikevel er det ikke all informasjon som brukes til transaksjoner ulovlige. Sammensetning av lovlig informasjon (mosaikkteorien) er et problem som kan se ut som bruk av ulovlig informasjon, og som er tungvint for kontrollorganet å kontrollere. Problemet med bruk av stråmenn og "tantetegning" vanskeliggjør kontrollen, og er vanskelig å bevise.

Har kontrollen sviktet? Siden markedet forandret seg på begynnelsen av 80-tallet har en rekke faktorer ført til endringer. Markedet har blitt globalisert, med flere og nye aktører, som gjør det komplisert å kontrollere. Ny teknologi i form av data har påvirket kontrollen på godt og ondt.

Meglerne har vokst med eksplosjonen i markedet og ny teknologi. En innvirkning av det kan være at en del av den viktige uformelle kontrollen har blitt svakere.

Kontrollorganene har problemer med å bevise at det har foregått ulovlig innsidehandel i retten. Kravene til bevis er høye. Ved bruk av stråmenn skjules lovbruddet. Lovverket er nytt og vanskelig, i tillegg til at Kredittilsynet hadde oppstartsproblemer og manglende ressurser.

7.0. Hvorfor begås ulovlig innsidehandel ?

Nedenfor diskuteres forskjellige teorier og forklaringer på hvorfor det begås ulovlig innsidehandel. Blant annet rasjonelle handlinger og nøytraliseringsteknikker. Vi ser

på disse teoriene og forklaringene med utgangspunkt i at den sekundære kontrollen er sterk og at lovene er strenge. Uformell kontroll er også en faktor som forklaringene og teoriene kan ses ut i fra.

7.1. Rasjonell handling

En av intervjupersonene uttrykte at oppkriminaliseringen av innsidehandel hadde hatt en preventiv virkning fordi aktørene i markedet antakeligvis var rasjonelle aktører (intervju C). Kan vi derimot påstå at innsidehandel begås av rasjonelle aktører?

Hva er så rasjonalitet? Jon Elster (1989:22) forklarer i sin enkelhet hva som ligger i uttrykket rational choice eller rasjonelle valg:

"When faced with several courses of action, people usually do what they believe is likely to have the best overall outcome".

Rasjonalitet kommer fra det latinske ordet "ratio" som betyr fornuft (Larsson 1998). Weber viderefører Tönnies gemeinschaft og gesellschaft (vesensvilje og kårvilje) (Nygaard 1995). Weber tar utgangspunkt i handlingen og begrunner den utfra hva som er motivasjonsfaktoren for handlingen. Han deler handlingene inn i fire typer; den tradisjonelle handlingen, den affektbetonte handlingen, den verdirasjonelle handlingen og den formålsrasjonelle handlingen. Formålsrasjonaliteten er kanskje den som best kan beskrive innsidehandel.

"Den formålsrasjonelle handlingen orienterer seg mot bestemte mål. Den handlende oppfatter seg selv som stående i en valgsituasjon der vedkommende rasjonelt overskuer situasjonen og ser de ulike alternativene. Vedkommende har visse preferanser (mål med sin handling), og benytter seg av de handlingsalternativene som best fører frem til målet" (Nygaard 1995:62).

Settes formålsrasjonaliteten opp mot lovbruddet ulovlig innsidehandel, er det nok denne handlingstypen som best beskriver den økonomiske handlingen. Den tradisjonelle handlingstypen er normstyrt, men er ikke formålsrettet. Dagens rutinehandlinger vil falle inn under denne kategori. Affektbetonte handlinger er styrt ut fra impulser og emosjoner (Nygaard 1995). Larsson sier at affektive handlinger ikke kan ses på som "bevisste, meningsfylte handlinger" (Larsson 1998:289). Verdirasjonelle handlinger er handlinger hvor aktøren "basere[r] seg på en bevisst tro på den absolutte verdi av en etisk, estetisk, religiøs eller annen form for

handlingen, for handlingens egen skyld og uavhengig av utsikter til ekstern vinning" (Nygaard 1995:62).

Ved ulovlig innsidehandel har aktøren tre handlingsvalg; kjøpe/selge aksjer med ulovlig innsideinformasjon, avstå fra å bruke denne informasjonen eller å gi/selge denne informasjonen videre til andre. Målene vil være som med all aksjehandel å ha en økonomisk gevinst på sine transaksjoner. Ved å foreta en overveielse mellom oppdagelsesrisiko kontra fortjeneste (oppdagelsesrisiko kommer vi tilbake til senere i kapitlet) må investoren foreta en avgjørelse. Formålet med handlingen er å begå lovbruddet med mest mulig i utbytte og minst mulig risiko for å bli oppdaget og straffet.

Paul Larsson er også av den oppfatning at det er Webers formålsrasjonalitet som best kan forklare innsidehandel:

"Mye tyder på at innsidehandel og utstedingen av fiktive lån ligger nær Webers formålsrasjonelle handlingsbegrep. Handlingene er så kompliserte i utgangspunktet at de vanskelig kan forstås på annen måte. Aktørene er skolert i strategisk, utilitaristisk tenking og har med stor sannsynlighet visst hva de har gitt seg ut på. De er nok klar over at sannsynligheten for å bli oppdaget og straffeforfulgt er liten og at strafferammene i de fleste tilfeller er milde" (Larsson 1993:19).

Claes Gustavsen (1988) sier at økonomi og moral er et spørsmål om handling.

"Företagsekonomins kanske mest fremträdande egenskap är att den är en teori om det praktiska förnuftet, om det praktiskt förnuftiga målinriktade handlandet" (Gustafsson 1988:177).

Gustafsson beskriver økonomien som en fornuftig målinnrettet handling (økonomer og jurister bruker vanligvis formålsrasjonalitet om en handling). Larsson sier at økonomer som ofte benytter seg av en snever betydning av rasjonalitet "[...]sikker til nyttemaksimerende egoistiske aktørers handlingsvalg (utilitarisme)" (Larsson 1998:289). Likesom formålsrasjonaliteten der man overskuer de ulike valgalternativene. Det som til syvende og sist blir det avgjørende for om man begår ulovlig innsidehandel er moralen.⁵⁷ Norge har blitt regnet som et innsidemarkedet blant annet på grunn av sin størrelse. Det kan kanskje derfor være vanskelig å tenke seg at investorene i større grad enn før vil utvikle moralske hemninger mot å begå noe som før ikke ble sett på som umoralsk.

⁵⁷ Under pkt. 10.4 kommer vi nærmere inn på moral og etikk i forbindelse med ulovlig innsidehandel.

Spørsmålet vil være hvordan investorene ser på tilstramningen av lovgivningen. Vil den rasjonelle tenkemåten bidra til at strengere lovgivning er med på å minske antall tilfeller av ulovlig innsidehandel eller er grensen mellom det lovlige og ulovlige så fin at den kriminelle handlingen nøytraliseres?

Johansen antar at økonomiske lovbrøtere er rasjonelle og kalkulerende. Går vi ut fra at økonomiske kriminelle er mer rasjonelle i sine handlingsvalg, vil de i større grad betrakte fortjeneste opp mot risiko. Det vil si oppdagelsesrisiko av en sekundært kontrollorgan, muligheten for å bli dømt og straffens størrelse (Johansen 1994).

Et av problemene som vi støter på ved rasjonelle forklaringsmodeller er skillet mellom objektive og subjektive rasjonalitetsbegrep. Det vil si hvem er det som "[...]...avgjør hvilken målsetting, nytte og informasjon aktørene har eller burde hatt" (Larsson 1998:291). Er det forskeren som skal ta stilling til hva som den enkelte aktør ser på som sine mål og hvilke valg den enkelte aktør har å velge mellom for å nå sine mål eller er det aktøren selv? (Larsson 1993). Økonomer benytter seg av objektive rasjonalitetsbegrep. Disse er lett generaliserbare, men overensstemmer dårlig med virkeligheten. Samfunnsvitere benytter seg av det subjektive rasjonalitetsbegrep. Subjektive forklaringer er lite generaliserbare, men overensstemmer godt med den kjennskap vi har til fenomenet (Larsson 1998).

Jaffe og Finnerty (se avsnitt 6.1.) fant i sine undersøkelser at klassiske innsidere hadde bedre avkastning på sine transaksjoner enn resten av markedet. Klassiske innsidere hadde lettere tilgang på ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon og de var i bedre stand til å skille ut informasjon uten noen verdi.

En forklaring på hvorfor noen benytter seg av ulovlig innsideinformasjon er at aktørene er rasjonelle i sitt syn på avkastning eller unngå tap på sine transaksjoner. Fristelsen til lettjente penger lokker. De gode gevinstmulighetene kombineres med at det er raske penger, noe som lokker de fleste mennesker. Muligheten til å tjene raske penger, samt at sjansene for å tape penger reduseres ved utnyttelse av ulovlig innsidehandel.

Gevinstmulighetene kontra sjansene for bli oppdaget og straffet vil være det avgjørende for om vedkommende skal utnytte informasjonen.

Nedenfor behandles tre faktorer som vil være avgjørende for om lovbrøteren skal utnytte den ulovlige informasjonen.

Rasjonalitet, oppdagelsesrisiko og straff

Lovovertredere vurderer hvorvidt straffen er avskrekkende gjennom å se på muligheten for å bli straffet og straffens strenghet. Med det mener vi hvor stor

sannsynlighet er det for at lovbruddet blir oppdaget og eventuelt straffet. Også straffens lengde blir veid opp mot lovbruddet. Oppdagelsesrisikoen vil gjelde både den uformelle og den sekundære kontrollen. En av intervjuobjektene fra kontrollmyndighetene oppsummerte det slik:

"Hvis man resonnerer blant misbrukets omfang, da er parameteret fristelsen, gevinstmuligheten og oppdagelsesrisikoen" (Intervju C).

Ved å ta forhåndsregler er ulovlig innsidehandel vanskelig å oppdage, og det stilles strenge krav til rettslige bevis. Myndighetene vil la aktørene i markedet være fri fra inngrep samtidig som de har et ønske om å oppklare straffbare handlinger. Sæbø uttrykker det slik:

"Når risikoen for oppdagelse oppfattes som liten er det naturlig å anta at fristelsen til å misbruke innsideinformasjon i transaksjonsøyemed ofte er vanskelig å motstå" (Sæbø 1995:9)

Det vil nok være et skille i hvordan de forskjellige tenker i forhold til fortjeneste kontra oppdagelsesrisiko og straff. For det første vil det alltid være en forskjell i hvordan investorer ser på gevinstmuligheter. Mulighetene for hvor mye vedkommende forventer å tjene på en handel vurderes forskjellig fra person til person. Risikoen i forhold til gevinstmuligheter tolkes også forskjellig i forhold til hver investor. Hvor store risiker er denne villig til å ta. En megler eller en klassisk insider antas å kunne ha mer å tape på å bli oppdaget for å ha handlet aksjer med ulovlig innsideinformasjon, enn en som ikke er har en jobb som er tilknyttet aksjemarkedet og som har fått eller har kommet over den ulovlige innsideinformasjonen helt tilfeldig.

"Så har man de gruppeløse som tenker i en mer kynisk retning, cost/benefit, hvis oppdagelsesrisikoen er så liten så kjører man løpet ut. De har kanskje ikke så mye å tape. Kanskje de får en bot eller ett års fengsel, men her er utsikten til å tjene så store penger at det er gambling de går inn på" (Intervju A).

Andre investorer har mye mer å tape på å utnytte ulovlig innsideinformasjon, selv om de fleste mennesker på et eller annet tidspunkt vil la seg friste hvis fortjenesten er god nok.

"Strammer man inn forbudet så vil man få det paradokset at uklare straffebud vil føre til at "skikkelige" investorer i for stor grad avholder seg fra å investere, ut fra tanken at det siste jeg vil er å bli mistenkt for innsidehandel" (Intervju A).

Det er altså fire ting som spiller inn for om man skal utnytte ulovlig innsideinformasjon til å handle aksjer: fristelsen (fortjenestemuligheten), oppdagelsesrisikoen og muligheten for å bli straffet (og straffens størrelse).

Intervjuobjekt A uttalte at "gruppeløse", som vi kan kalle de nye aktørene, vil være mere kyniske enn andre. De har ikke så mye å tape. Investorens rolle i samfunnet vil altså være en av faktorene for hvor store risikoer man er villig til å ta. Vi kan kanskje trekke et skille mellom insidere og outsiders. Insidere er utsatt for en sterkere kontroll, i tillegg til at de også i større grad må forholde seg til den uformelle kontrollen. En insider kan blant annet miste jobben eller tilliten, i tillegg til å bli straffet eller mistenkt for ulovlig innsidehandel. Outsidere er gruppeløse. De er ikke tilknyttet noen spesielle i markedet og har av den grunn ikke så mye å tape. På en annen side har outsiders vanskeligere for å kunne avgjøre hva som er relevant informasjon. Kontrollmyndighetene vil ha vanskeligere for å knytte outsiders til ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. Insidere tar en høyere risiko ved selv å utnytte ulovlig innsideinformasjon, men de har også muligheten for å få en større fortjeneste.

7.2. Legal / moralsk gråsoner

En forklaring på hvorfor noen begår ulovlig innsidehandel er at lovbruddet ligger i en legal / moralsk gråsoner. Med dette menes at overgangen fra det lovlige til det ulovlig er veldig liten, samt at lovbruddet ikke nødvendigvis blir definert som umoralsk. Det vil være en sterk avgjørende faktor hvordan det i miljøet blir ser på det å begå lovbruddet.

Sutherland utviklet en teori om "differential association". Kriminalitet må læres. Læringen foregår over tid i grupper. I tillegg må det være et sosialt aksept i miljøet for lovbruddet. Eksempelvis må miljøet, hvor lovovertrедeren befinner seg, ha en sterkere oppfatning av handlingen som akseptabel, enn de som ser på lovovertrедelsen som noe alvorlig. Som Ragnar Hauge uttrykker:

"Innenfor gruppen av likemenn og isolert fra andre påvirkninger var brudd på de regler som gjaldt mulig, fordi lovbruddet ble definert som mer akseptabel enn lovlydigheten" (Hauge 1990:57).

Kan dette også være tilfellet blant investorene som handler med aksjer, at ulovlig innsidehandel blir definert som mer akseptabel enn lovlydigheten? Må investorene lære å utnytte ulovlig informasjon? Markedets spilleregler og hvordan innsideinformasjonen kan utnyttes uten at lovbruddet oppdages må til viss grad

læres. Med det menes, som Larsson også uttrykker, at det ikke behøver å læres, fordi det er en videreføring av de dagligdagse lovlige handlingene. Paul Larsson derimot mener at bare deler av Sutherlands teori kan videreføres på økonomisk kriminalitet. At "lovbruddet skjer i grupper som har en klar oppfatning av at ulovlige løsninger er akseptable og at disse er å foretrekke" mener Larsson ikke vil passe inn på økonomisk kriminalitet (Larsson 1993:18). Et tenkt tilfelle kan for eksempel være underslag. Handlingen begås av en person, ikke en gruppe. Tankegangen om at ulovlige løsninger er akseptable vil ikke gjøre seg helt gjeldende fordi de ikke ser på det som noe ulovlig, men kanskje det å strekke den dagligdagse handlingen litt lenger.

Spekulantene og investorene på Børsen er i dag flere forskjellige grupper. Selv om markedet på 80-tallet ble mere lagt til rette for "den vanlige mannen i gata" vil man kunne anta at det over en tidsperiode er flere profesjonelle aktører⁵⁸ som handler på børsen enn "vanlige" folk. Reichman sier at institusjonaliseringen og profesjonaliseringen av markedet i dag har ført til at det har blitt mer abstrakt, upersonlig og teknologisk (Reichman 1993).

Siden flere aktører har kommet på banen har også "det gode selskap" blitt splittet. "Det gode selskap" var de som handlet på Børsen før flere fikk øynene opp for markedet. Denne kjernen av profesjonelle aktører finnes også i dag. Et ekstremt eksempel finner vi i London. Londons finansmarked var før kun beregnet for et få utvalgte (Clarke 1986). Denne kjernen fra borgerskapet som regjerte i markedet utgjorde en privilegert liten gruppe i forhold til resten av samfunnet. Ulovlig innsidehandel kan til dels ha blitt akseptert i disse gruppene før vi fikk en ordentlig regulering. Før som nå kan den gode ulovlig innsideinformasjon er for klassiske innsidere ha blitt sett på som en av de fordelene de bør ha for å jobbe for selskapets beste.

Stanton Wheeler (1992:109) uttaler også dette om hva han kaller subkulturen⁵⁹ på Wall Street:

"[...]the culture of Wall Street, seemed to encourage insider trading, though we really don't know the extensive the illegatities were."

Det er mulig å påstå at de som drev med ulovlig innsidehandel ble opplært til dette over tid i grupper. Det var heller snakk om en videreføring av det som de til daglig

⁵⁸ Med profesjonelle aktører menes de som på en eller annen måte er tilknyttet markedet yrkesmessig. Det være seg innsidere eller investorer som har gjort markedet til et levebrød.

⁵⁹ For diskusjon om delkulturer, særkulturer og subkulturer se for eksempel Giddens 1989, Hauge 1989 og 1990 og Larsson 1993.

gjorde - handel med aksjer. Det trengs kun noen få opplysninger for å bryte loven og grensegangen mellom det lovlige og ulovlige er liten. Det var kanskje et større aksept for å bedrive ulovlig innsidehandel før lovgivningen trådte i kraft i 1985. Det var et aksept for dette i gruppen. På en annen side kan det være tilfelle at den uformelle kontrollen aktørene imellom var sterkere.

I det senere har miljøet blitt større, nye aktører har kommet på banen, kontrollapparatet har blitt mer effektivt og større, lovene har blitt bedre og omtalen av ulovligheten ved innsidehandel med fokusering på personer og saker har blitt større. Ut fra dette så er det vanskelig å forestille seg at det i miljøet overhodet kan ha vært et aksept for ulovlig innsidehandel. Men allikevel vil holdninger som råder i et miljø kunne påvirke aktørene.

"[...]hva er egentlig innsidehandel. Det at klassiske innsidere handler er man klar over, men de fleste har en oppfatning om at innsidehandel er noe mer enn det - og det er litt uklart hvor det straffbare går, det er vanskelig å oppdage uansett og alle driver jo med det - det er slike synspunkter som kan påvirke den moralske vurderingen" (Intervju A).

Som informant A uttrykker: "alle driver jo med det". I tillegg til å påvirke moralen vil et slikt syn og holdning også være et godt argument for at lovbrøyteren ikke trenger å nøytralisere lovbruddet. Dette blir tatt opp i neste punkt. Hemningway betegner moral:

"Om moral vet jeg bare at det som er moralsk er det du føler deg vel etter, og det som er umoralsk er det du ikke føler deg vel etter" (Libris 1994:301).

Reichman utrykte at markedet har blitt mer abstrakt og upersonlig, som kan ha ført til at en del av moralen har forsvunnet og det har blitt enklere å begå ulovlig innsidehandel.

En grunn til at noen begår et lovbrudd er at det ligger i en gråsoner eller at vedkommende overhodet ikke er klar over at han bryter forbudet. Som innsidehandelsforbudet sier, må informasjonen ha vesentlig betydning for kursen. Sagt på en annen måte, informasjonen må være kursrelevant. Problemet her blir da å bedømme denne informasjonen, og ofte vil det være tilfelle at informasjonen ligger i gråsonen til det ulovlige. Det veldig vanskelig å bedømme hva som er ulovlig når det gjelder innsidehandel. Det av to grunner; loven er ny og den er uoversiktlig.

Vi har prøvd å vise at det ved ulovlig innsidehandel ikke er stor forskjell mellom ulovlig og lovlig innsidehandel. Akseptet (moralen) i markedet var (er) en faktor som

påvirket beslutningen om bruk av ulovlig innsideinformasjon. I dag, selv med en sterkere sekundærkontroll, er det allikevel lett å bryte loven siden moralen kan bli påvirket av at markedet har blitt mer upersonlig og abstrakt.

Falbergets skildring i "Bør Børson jr." fra første verdenskrig, om aksjespekulanter og meglere, kan gi en pekepinn om hvor diffus grensen er mellom det lovlige og ulovlig. Ulovlig innsidehandel er her kun en videreføring av det lovlige som de til daglig arbeider med. Meglerne hadde ikke noen moralske skrupler mot å selge Børson aksjer i en båt som hadde blitt senket. Aksjemeglerne Zolen og Månen i samtale med Bør Børson:

""Vi burde nå vel la herr Børson også få noen aksjer i "Salta"? Han kunne nyte godt av å tjene en skilling, fattige mannen."

"Well!!" sa Månen og trakk opp en sluttседel av lommen. "Vi deler rovet med Dem, herr Børson. Vi sitter inne med hundre aksjer i "Salta", som uten tvil vil gå opp 70 pst. idag. Vi har våre opplysninger fra sikkert hold". Og før Børson vant å tenke seg om hadde han sagt ja og underskrevet kjøpet - ...[]". Og da de gikk forbi Børsons værelse, kunne ikke Månen dy seg, men måtte slå et slag i døren og plystrert uforskammende høyt. Og så lo de en kort latter og drog entrédøren med smekklåsen i etter seg. "Nå var du sannelig god, Ivar!" sa Zolen.

Ved firetiden om morgenen hadde nemlig Zolen og Månen da de var i ferd med å begi seg hjemover, møtt en journalist som kom fra sin nattredaksjon, og som Zolen kjente. Han fortalte i farten at det var kommet et telegram fra London om at "Salta" var torperdert i Nordsjøen. Både Zolen og Månen hadde blit temmelig hete om ørene, for de hadde de siste dagene kjøpt alt de var kommet over av "Salta", da dette selskap ville komme til å dele ut 70 pst., noe som de hadde fått greie på av et medlem i selskapets direksjon".

Aksjene i Ds "Salta" fløy den dagen i været med 140 pst. Telegrammet fra London om at "Salta" var torpedert viste seg å være feil; det var Ds "Malta" som var senket" (Falberget 1971:150).

Nøytralisering av lovbruddet

Med nøytralisering av et lovbrudd menes at aktøren benytter seg av psykologiske teknikker for å forklare for andre og seg selv hvorfor han begikk lovbruddet.

Det har vært vanlig innenfor kriminologi/sosiologi å bruke slike teknikker for å forklare hvorfor for eksempel medlemmer av en ungdomsgjeng (en subkultur) begår et lovbrudd. Matza (i Hauge 1990) kritiserer teorien med at gjengkulturer i seg selv leder til kriminalitet fordi man da kunne forvente at kriminaliteten ville ha et større omfang, enn hva som var tilfellet. Matza påpekte at ungdommene så på "den manglende opplevelse av lovovertrædelsen som straffverdig og følelsen av å bli

urettferdig behandlet" (Hauge 1990:96) som to elementer i nøytraliseringsprosessen, som førte til at de kom på kant med loven.

Sykes og Matza (Hauge 1989:122) delte nøytraliseringsprosessene in fem hovedgrupper:

- Benektelse av ansvarlighet
- Benektelse av at noen skade var skjedd
- Benektelse av at offeret har noen krav på rettsbeskyttelse
- Fordømmelse av dem som fordømmer
- Lojalitet overfor gruppen.

Cressey sier i sin studie "Other People's money" at "rasjonalisering" vanligvis finner sted etter at det har blitt stilt spørsmål ved en tvilsom atferdshandling. Som eksempel nevner han en bilkjøper som rasjonaliserer kjøpet med at han har en dårlig helse (Cressey 1953).

"But the term is also used to refer to a process of finding some logical excuse for questionable behavior tendencies, for thoughts as well as acts, and decisions to perform an act" (Cressey 1953:94).

Ved tillitslovbrudd sier Cressey at rasjonaliseringen alltid fant sted før eller samtidig med at den kriminelle handlingen ble begått, men etter at den kriminelle handlingen hadde funnet sted var det ofte ikke nødvendig å rasjonalisere.

En annen mulighet er at han kjøper bilen fordi han er flink til å rasjonalisere (Cressey 1953).

"The rationalization is his motivation, and it not only makes his behavior intelligible to others, but it makes it intelligible to *himself* (Cressey 1953:95).

Aktørene bak (investorer og meglere) ulovlig innsidehandel kan oppfattes å tilhøre en særkultur. Rolleutøverne tilhører som oftest, ser vi bort fra at markedet i dag har blitt mer "demokratisk", økonomer (finansfolk). Ofte med spesielle normer og regler.

"Det er nærliggende å påstå at det innen næringslivet finnes kulturer som formidler normer som under visse omstendigheter kan forsyne den enkelte aktør med gode unnskyldninger for å utføre tvilsomme transaksjoner. Det er dette som kalles nøytraliserings- eller rasjonaliseringsteknikker (Larsson 1993:17).

Siden handlingen ulovlig innsidehandel ligger i en moralsk/legal gråson, de er en videreføring av en ellers lovlig handling, vil det være naturlig å tro at de som begår ulovlig innsidehandel vil nøytralisere sitt lovbrudd og forklare det med den moralske/legale gråsonen.

Trenger meglere og andre aktører å nøytralisere, eller er innsidehandel helt akseptert i miljøet? En samtale mellom Levine og en annen illustrerer dette:

"You gotta do it. Everyone else is. Insider trading is part of the business. It's no different from working in a department store. You take a discount on clothes you buy. You work in a deli. You take home pastrami every night for free. It's the same thing as information on Wall Street...[]Nobody gets hurt" (Reichman 1993:81).

Et spørsmål er hva som er lovlig kontra ulovlig innsidehandel? Forholdet mellom det som investorer og meglere til daglig gjør ligger ikke langt fra det ulovlige. Skrittet til det ulovlige blir dermed kortere. Meglerne vet at innsidehandel er ulovlig, men alle benytter seg av ulovlig innsideinformasjon (se sitat ovenfor). Handlingen begås for ikke å tape penger, noe som kan gi en oppfatning av at man er en dårlig megler. Transaksjonene ligger på kanten til det ulovlige, men er god butikk. Meglerne vet også at sjansen for å bli tatt og dømt er liten.

"Miljøet i Norge er veldig lite. Man blir uglesett og man mister kundene sine (hvis man benytter ulovlig innsideinformasjon: min. anm.) Kommer man i søkelyset i presse eller Kredittilsynet, så går det ut over tilliten. Det er så hard konkurranse at gjør man en feil så er man fort ute" (Intervju F).

Holdningen som råder i miljøet, om det er akseptert og ikke blir sett på som umoralsk, er avgjørende for om det er behov for å nøytralisere lovbruddet. Råder en slik holdning som Levine snakker om er det ikke nødvendig å nøytralisere lovbruddet, fordi det er et aksept for handlingen.

I forhold til annen kriminalitet vil økonomisk kriminalitet være lettere å nøytralisere. Det vil ofte være vanskelig å se det konkrete offer⁶⁰, noe også to av informantene uttrykte i forhold til ulovlig innsidehandel.

"Problemene med å vise til et offer som har fått skader som følge av innsidehandel vil også kunne påvirke vurderingen av det moralske, fordi alle kan se det umoralske i å slå en gammel dame i hodet og ta vesken hennes - hun får en fysisk skade og det går ut over formuen hennes. Men om jeg hadde

⁶⁰ Offerperspektivet blir diskutert i neste kapittel.

innsideinformasjon og solgt aksjer til en som ville kjøpt uansett - den gevinsten jeg da får er på noens bekostning, men på hvems?" (Intervju A).

Ved klassiske lovbrudd ser man klarere det umoralske i handlingen enn ved økonomisk kriminalitet. Nøytraliseringsprosessen kan til dels være vanskeligere.

7.3. Andre forklaringer

Hvilke andre teorier kan forklare at noen velger å la seg friste eller motiverer folk til å bruke ulovlig innsideinformasjon? Avhengig av spenningen var Levines beskrivelse av bruken av ulovlig innsideinformasjon:

"It was only in time that I came to view myself as an insider trading junkie. I was addicted to the excitement, the sense of victory. Some spouses use drugs, others have extramental affairs, I secretly traded stocks" (Reicman 1993:65).

Mark Twain sier i et sitat at:

"Oktober er en av de spesielt farlige månedene for aksjespekulasjon. De andre er juli, januar, september, april, november, mai, juni, desember, august og februar" (Libris 1994:12).

Når vi vet at aksjehandel innebærer en risiko i seg selv, er det lett å forstå at det vil innebære ekstra spenning å benytte seg av ulovlig informasjon til å handle med verdipapirer.

En siste forklaring på hvorfor noen benytter seg av ulovlig innsideinformasjon er behovet for å være på lik linje med andre i markedet. På midten av 80-tallet og utover har markedet hatt en enorm økning, med tanke på aktører og kapital. Børsen har aldri hatt en så stor omsetning som nå. Aksjeprisene har steget i rask takt. Har konkurransen på Børsen som en følge av dette blitt større og hardere? Jo flere det er om beinet, desto hardere blir konkurransen. Det har, som Reichman (1993) sier, vokst fram en kultur for konkurranse. Om dette har ført til at flere er villige til å benytte seg av ulovlig innsideinformasjon blir spekulasjoner, men i teorien fører konkurranse til at markedet blir tøffere. Levine begrunnet blant annet sin utnyttelse av ulovlig innsideinformasjon på denne måte:

"Something deep inside me forced me to try to catch up with the pack of wheeler-dealers who always raced in front of me...[]" (Reichman 1993:65).

Ulovlig innsidehandel
Hovedfagsoppgave i kriminologi

8.0. Offer

8.1. Offerproblematikken

Økonomisk kriminalitet har blitt referert til som den offerløse kriminaliteten. Edwin Sutherland var blant de som så på økonomisk kriminalitet som "crimes without victims".

Haagensen og Johansen sier at offerbildet ved økonomisk kriminalitet vil blekne hvis en sammenlikner med tradisjonell kriminalitet.

"Det umiddelbare og personlige element er fraværende ved mange former for økonomisk kriminalitet...[]. Og selv i tilfelle hvor det finnes et personlig offer er ofte offerfølelsen en annen eller mye svakere enn i tradisjonelle sammenhenger" (Haagensen / Johansen 1991:34).

Tradisjonell kriminalitet har ofte et helt klart offerbilde. Vi føler med personen som har blitt ranet eller personen som har blitt slått ned. "Følelsen" som Haagensen og Johansen snakker om er mye sterkere ved tradisjonell kriminalitet. Sympatien for offeret er sterkere. Haagensen og Johansen mener at det er derfor, ved en sammenlikning av offerperspektivene, at økonomisk kriminalitet fortsatt hjemsesøkes av påstander som den offerløse kriminalitet i den kriminalpolitiske debatten. Gilbert Geis (i Haagensen og Johansen 1991) mente at det å bli "victimized" hver dag over en periode ikke var med på å produsere en så stor grad av frykt som ved en umiddelbar viktimisering. Ved ulovlig innsidehandel kommer det helt an på hvem vi betrakter som offer, hvis det finnes et offer, men markedet og det utstedende selskapet er det eneste tenkbare som kan bli gjort til offer over en periode.

Mørketallene for økonomisk kriminalitet er store, og det samme gjelder ulovlig innsidehandel, blant annet på grunn at lovbruddet er vanskelig å oppdage. Det samme vil være tilfellet med offeret, når vi ikke vet om det har foregått noe ulovlig. Selv om mistanken foreligger om at det har foregått noe kriminelt, er det stor mulighet for at det bare er lovbrøyteren som kjenner til at det har foregått noe ulovlig. Kontrollmyndighetene kan ha mistanker, men også de vil være uvitende om den ulovlige innsidehandelen som har foregått. Siden lovbruddet er vanskelig å oppdage vil det også være situasjonen for offeret. De oppdager sjelden at de har blitt utsatt for en ulovlig handling. Og derav kan vi også si at det personlige elementet som kjennetegner tradisjonelle kriminalitetsoffer har forsvunnet.

Offere for økonomisk kriminalitet er som oftest ikke ressursvake, slik de ofte er ved tradisjonell kriminalitet. Ved innsidehandel vil offrene være jevnbyrdige med den som utfører den straffbare handlingen. Kanskje offeret i noen situasjoner har større ressurser enn lovbryteren, slik tilfellet vil være hvis man ser på det verdipapirutstedende selskap eller markedet som et offer.

Levi (1992) fant ved undersøkelse av saker ved to domstoler i Storbritannia at private borgere var i minoritet som ofre ved økonomisk kriminalitet. Det samme vil her være tilfellet med ulovlig innsidehandel, hvis man ser bort fra staten som et offer med de ekstra utgiftene den blir påført til kontrolltiltak og utgifter til dyre rettsaker. Noe som igjen vil påvirke oss borgere. Ulovlig innsidehandel vil kun ramme de som på en eller annen måte tar del i verdipapirmarkedet (i form av yrkesmessig tilknytning eller aksjonærmessig tilknytning, for eksempel medlem av et fond) eller være en del av det utstedende selskap som blir "tappet" for sensitive innsideopplysninger.

Löfmarck (1988:41) påpeker at det i amerikansk praksis når det gjelder innsidehandel skiller mellom tre beskyttelsesresonnement :

1. beskyttelse for motparten,
2. beskyttelse for informasjonens rette eier,
3. beskyttelse for verdipapirmarkedet allment.

Argumentene mot å regulere innsidehandel i USA går blant annet på om det finnes noen som tar skade av ulovlig innsidehandel.

"[...]i USA været betydelig debat om, hvorvidt insider handel overhovedet har nogen skadelig virkning. Økonomer og jurister tilhørende den såkaldte "Chicago School" har argumenteret imod inførelsen af et forbud mod insider handel. Som begrundelse herfor er det blevet anført, at denne form for handel slet ikke har nogen skadelig virkning på kursdannelsen på de berørte papirer eller markedet som helhed, ligesom den enkelte investors interesser ikke tilsidesættes, idet den pågældende under omstændigheder ville have handlet til den fastlagt pris" (Clausen 1992:12).

Nedenfor diskuteres forskjellige mulige offer ved ulovlig innsidehandel.

8.2. Medkontrahenten

Det kanskje mest nærliggende offeret når det gjelder ulovlig innsidehandel er medkontrahenten (motparten), som det gjennom megleren handles aksjer med. Ved aksjehandel vil det generelt være en som tjener og en som taper på handelen. Handles det med ulovlig innsideinformasjon, hvis personen som handler med

informasjonen kan tolke denne, er det store muligheter for at medkontrahenten kan bli den tapende part - offeret. Med størst sannsynlighet vil medkontrahenten i likhet med ofre ved annen økonomisk kriminalitet ikke forstå at han er et offer.

"Anførselen om at innsidehandel ved markedstransaksjoner ikke påfører investorene tap, må nok sees i sammenheng med vanskelighetene med å identifisere den eller de investor(ene) som lider tapet" (Sæbø 1995:44).

Hvorfor hevder noen at motparten ved en transaksjon ikke kan ses på som et offer? Henry Manne (1966) poengterer at innsidehandel er uten noe offer siden de som handler med aksjer på ett eller annet tidspunkt ville ha solgt eller kjøpt disse allikevel, slik at de ikke påføres noe tap. Fortjenesten har blitt skapt gjennom en verdiøkning.

Hvis investor A kjøper 200 aksjer etter at han har fått ett innsidetipps oppfattes det som om ingen skade har skjedd. Den som solgte ville ha solgt til en annen hvis vedkommende ikke hadde solgt til investor A. Investor A har ikke forvoldt selgeren noen skade, fordi han ville ha solgt allikevel.

Det som derimot kan være et tankemoment er hvis insidieren har påvirket selgerens pris på aksjene som kan ha utgjort et lokkemiddel for vedkommende.⁶¹ Det vil si at insidieren har tilbudt over markedspris for aksjene.

NOU 1996:2 om verdipapirhandel trekker også frem argumentene med at det handles anonymt og at motparten ville ha handlet uansett:

"[...]... insidierens motpart ikke lider tap, fordi i organiserte marked handles det anonymt og til markedsbestemte priser, slik at vedkommende uansett ville inngått en kontrakt med en annen motpart til samme pris (dvs. dersom insidieren hadde vært avholdt fra å delta i markedet)" (NOU 1996:2, s. 55).

Selv om medkontrahenten uansett ville ha solgt til andre hvis ikke han hadde solgt til insidieren, ville han ikke fått en bedre pris hvis opplysningene hadde blitt kjent? Ved positiv informasjon ville etter all sannsynlighet kursene steget hvis opplysningene hadde blitt kjent, og medkontrahenten ville ha tjent på salget, så det er mulig å si at han har hatt et økonomisk tap. Ved negativ informasjon, det vil si at insidieren solgte til medkontrahenten for selv ikke å gå med tap, vil medkontrahenten ha et mer synlig økonomisk tap når opplysningene på et tidspunkt blir alminnelig kjent i markedet.

"Her kommer også sondringen mellom direkte transaksjoner og markedstransaksjoner. Hvis et selskap sitter med 30 % av aksjene og de ser at det går mot en konkurs, så vil de selge ut. Da er det helt klart at noen har lidd

⁶¹ Se Löfmarck 1988:29.

av dette tapet, fordi de da har blitt sittende med aksjer de ellers ikke ville ha kjøpt. Det at noen klarte å selge aksjene må føre til at andre har lidd tapet...[.]" (Intervju A).

Ser vi på anonymiteten som råder i markedet er det vanskelig å se medkontrahenten som offer. Vedkommende forstår ikke selv at han har blitt utsatt for noe kriminelt. Det kan jo tenkes at insidieren ville ha handlet også uten innsideinformasjon til samme pris, eller så hadde medkontrahenten solgt til noen andre for samme pris. Ser vi derimot bort fra det og ser på den økonomiske fortjenesten som medkontrahenten går glipp av, kan det tolkes dit hen at medkontrahenten er et offer. Selv om han ikke selv forstår at han har vært utsatt for noe kriminelt og ikke har den direkte offerfølelsen som ved tradisjonell kriminalitet, er han i hvert fall et økonomisk offer.

8.3. Tilliten til markedet som offer

Kan markedet oppfattes som et offer?

"Det er en utbredt oppfatning internasjonalt at bruk av innsideinformasjon vil undergrave tilliten til verdipapirmarkedet. Tillit til markedet antas å være en forutsetning for å få et likvid marked, og således også en forutsetning for kapitalinnførsel via emisjoner" (NOU 1996:2, s. 30).

Tilliten i markedet, som er en av grunnene til at ulovlig innsidehandel ble lovregulert, er en faktor som må være tilstede for at markedet skal fungere optimalt. Fungerer ikke denne tilliten i markedet vil få være villige til å satse en allerede risikofylt kapital.

"Det gjør at det er tåpelig å gå inn i et marked hvor potensielle innsidere alltid ligger før dem og skummer fløten. Og dermed skader det hele markedet, og alle de som henter inn kapital på markedet, simpelthen fordi det er færre som vil legge penger i markedet. Så indirekte skades jo alle som er ute etter kapital og som henter inn kapital ved offentlige emisjoner og slike ting" (Intervju C).

Gjennom demokratiseringen av verdipapirmarkedet på 80-tallet begynte flere "utenforstående" å satse sine penger i markedet. Disse aktørene som ble sett på som utenforstående var mer sårbare enn verdipapirmarkedets "vanlige" aktører. De hadde dårligere tilgang til informasjon, de var ikke en del av miljøet, og man kan vel påstå at deres kunnskaper om verdipapirmarkedet var dårligere enn de som til da

hadde bedrevet kjøp og salg med verdipapirer. Derfor ble det viktig at de hadde tillit til Børsen som et seriøst sted å plassere sine penger. Deres tillit ble rettet mot Børsen, mens innsidere retter sin tillit konkret til meglere eller verdipapirutstedende selskaper.

Også indirekte gjennom aksjefond, pensjonsfond o.l. hvor store deler av befolkningen indirekte hadde plassert sine penger var det viktig med tillit til markedet. For disse fondene, som utgjør den største kapitaltilførselen for de verdipapirutstedende selskapene, er det viktig at Børsen reguleres slik at de som er en del av fondene får tiltro til Børsen.

Det vil igjen skade de som er ute etter å skaffe seg kapital (og kanskje spesielt ved kapitalutvidelse) i markedet, det vil si de verdipapirutstedende selskapene. Det blir dyrere for de utstedende selskapene å hente inn kapital og investorene blir mindre tilbøyelige til å delta i markedet, kan vi si at hele markedet skades. Det blir et offer. En av informantene uttrykte det slik:

"Vi erkjenner jo at begrepet tillit er alfa omega i markedet. Hvis markedsaktørene ikke har tillit til markedet, så putter de ikke penger inn i markedet, og dermed så går jo kursene ned og likviditeten blir dårligere og det blir dyrere for selskapene å skaffe kapital. Så man kan si at hvis man tillater innsidehandel, så er det sovende markedet som er tapere - og ikke så mye den enkelte investor" (Intervju E).

At noen handler med ulovlig innsideinformasjon har blitt sett på som olje i maskineriet. Manne har blant annet påpekt, som vi har vært inne på, at selskapenes aksjer blir mer rettferdig priset hvis innsidehandel aksepteres, fordi insideren vet mer om selskapet og deres verdi. En annen positiv faktor ved at innsidere handler med bedriftsspesifikk informasjon er at selskapsinformasjonen kommer fortere ut i markedet.

Det er langt fra å si at ulovlig innsidehandel skader markedet økonomisk til å si at de er et offer. Hvis vi ser på markedet som et offer kan vi sammenlikne det med staten som et offer for eksempel skatteunndragelse. Her er det samfunnet som får "lide" ved at noen unndrar seg for eksempel å betale skatt ved å jobbe svart. Andre må dra lasset fordi noen tar omveier for å omgå loven. Slik vil det også være for markedet. Aksjene vil bli mindre verdt, aksjonærene blir mer skeptiske til markedet siden ikke alle handler med utgangspunkt i lik informasjon, og det verdipapirutstedende selskapet blir økonomisk skadelidende.

Markedets tillit undergraves ikke over natten, men over en periode. Tilliten til markedet blir ikke svekket hvis noen få bedriver ulovlig innsidehandel, men derimot hvis det er vanlig og det tillates, at det handles med ulovlig innsideinformasjon. Vi

kan derfor si at markedet blir offerisert over en periode ved at det blir systematisk utbyttet. Kontrollmyndighetenes eksistens, med den oppdagelsesrisiko det utgjør, er i det store og hele med på å sikre at markedets tillit ikke undergraves.

Behov for nye kontrolltiltak og utredninger gjør markedet økonomisk skadelidne ved at tilliten undergraves ved misbruk av innsideinformasjon. Det igjen gjør at verdipapirutstedende selskaper, meglere og andre brukere må betale mer for å være "brukere".

8.4. Det verdipapirutstedende selskap som offer

Er det mulig å se at det selskapet som utsteder verdipapiret blir skadelidende ved at noen utnytter ulovlig innsideinformasjon fra dette selskapet til å handle med?

James Coleman (i Haagensen og Johansen 1991:5) påpeker at når det gjelder informasjon angående økonomiske lovbrudd så skjermer selskapene seg fra nysgjerrige utenforstående. Det vil derfor ved en eventuell undersøkelse være vanskelig å få frem opplysninger hvorvidt bedriftene blir skadelidende av at noen benytter seg av deres sensitive informasjon, men det vil også være et bevis på at det er noe galt med deres interne retningslinjer.⁶²

En av informantene uttrykte bruddet på tillitsforholdet mellom bedriften og den som utnytter informasjonen slik:

"[...]...det vil ofte være slik at selskapet da har betrodd opplysninger til en person, for at denne personen skal bruke opplysningene for å gjøre en jobb for selskapet, men isteden bruker personen det til å skaffe seg vinning. Og det at en person har gjort det vil jo også kunne slå tilbake på selskapet, ved at selskapet blir kritisert for å ha dårlige rutiner, selskapet selv kommer i søkelyset og den form for negativ omtale" (Intervju E).

Tillitsforholdet innad i bedriften er viktig. Noen få får tilgang til mange ikke offentliggjorte kurssensitive opplysninger. Det vil som oftest være ledelsen, tillitsmannsapparatet (innsidere) eller midlertidige eksterne konsulenter (temporary insiders). Bedriften betror disse sensitive opplysninger for at de skal kunne gjøre en jobb i eller for bedriften.

⁶² Se kap. 10 for nærmere om interne retningslinjer i forbindelse med forebygging.

"Det må være tillitsforhold mellom næringsdrivende i kontraktsforhold. Innen bedriften må det være slik at ledelsen kan stole på de ansatte og vice versa, og medarbeidere må stole på hverandre. Her skiller ofrene for økonomisk kriminalitet seg ofte fra ofrene for tradisjonell vinningskriminalitet. Klassiske tyverier og innbrudd er gjerne lovbrudd foretatt av ukjente, fremmede. Vår offerundersøkelse viser at viktige deler av den økonomiske kriminaliteten nettopp begås av dem som man har betrodd tillit til, av folk man kjenner" (Dag Ellingsen 1995:28).

Tillitsforholdet brytes ved at disse nøkkelmedarbeiderne utnytter seg av opplysninger til å handle aksjer med et informasjonsfortrinn. Spesielt sensitive opplysninger om fisjoner eller fusjoner vil være ødeleggende for bedriften dersom de blir allment kjent i markedet. Men også andre sensitive opplysninger som blir kjent i markedet kan være med på å ødelegge den tilliten bedriften må ha i markedet ved for eksempel nyinnhentelse av kapital.

"Det verdipapirutstedende foretaket kan bli skadelidende ved at risiko for misbruk av innsideinformasjon diskonteres i verdipapirkursen, hvilket medfører at foretakets kostnader med å innhente kapital øker. Foretakets rykte kan bli skadelidende når den foretakstilknyttede insiders misbruk blir offentlig kjent. Foretakets planlegging, drift og virksomhet kan bli uheldig påvirket av foretakstilknyttede personers ønske om å kunne misbruke innsideinformasjon." (Sæbø 1995:46).

Betrodde medarbeidere har taushetsplikt blant annet gjennom interne retningslinjer. Dersom disse brytes gjennom utnyttelse av informasjonen i gevinstøyemed, kan det bli snakk om et erstatningsansvar overfor bedriften, dersom denne har lidd et tap som følge av dette.⁶³ Problemene kan som tidligere nevnt oppstå ved at bedriften ikke forstår at det har vært utsatt for noe kriminelt eller at den nekter dette som følge av at det da er noe galt med deres system.

Reichman (1993) beskriver ulovlig innsidehandel som et tillitslovbrudd. Personer som arbeider i verdipapirutstedende selskaper bryter den gjensidige tilliten når de benytter seg av ikke offentliggjort bedriftsspesifikk informasjon til å handle aksjer.

I NOU (1996:2 s.30) beskriver de tre måter som bedriften kan skades på som følge av noen utnytter innsideinformasjon:

"- Foretakets omdømme kan bli skadet.

⁶³ "For innsidere som står i et tillitsforhold til det verdipapirutstedende foretaket eller andre, for eksempel et foretak som planlegger å fremsette et overtakelsestilbud, vil innsideproblematikken aktualisere spørsmålet om straff for utroskap etter strl. §§275-76..." (Sæbø 1995:281).

- Foretakets virksomhet kan bli influert på en uheldig måte ved at ledelsen ønsker å profitere på innsidehandel.
- Muligheten for misbruk av innsideinformasjonen kan gjøre det umulig eller mer kostbart å gjennomføre et prosjekt" (NOU 1996:2, s.30).

Et eksempel på at det verdipapirutstedende selskap blir skadelidende ved at noen utnytter informasjon fra bedriften, kan hentes fra filmen "Wall Street". Aksjemegleren i denne filmen utnytter sin fars bedrift til å skaffe seg sensitive opplysninger. Med basis i disse opplysningene handlet han aksjer for børsmagnaten "Gekko" for å få innpass hos ham. Selv om historien endte godt, fordi megleren i slutten av filmen brukte noen av de samme metodene for å lure "Gekko" som denne selv brukte lå det en stund an til at "Gekko" ville splitte opp selskapet og selge det ut etter at han hadde skaffet seg aksjemajoriteten.

8.5. Tredjepersonen

Et annet tenkt offer for ulovlig innsidehandel er tredjepersonen. Leo Katz 1996 prøver å resonnerer seg fram til hvem som kan regnes som et offer for ulovlig innsidehandel og introduserer et annet tenkt offer:

"Remember that the person who suffers the loss is generally not the person who was selling the stock the insider bought but the person who would have bought the stock if the insider had not traded, that is, the person who never actually got to by the stock" (Katz 1996:179).

Katz introduserer tredjepersonen som ikke fikk kjøpt aksjen fordi innsideren handlet. For å spørre seg hvor trolig dette offerbildet er beskriver han den personen som drev en illegal spilleklubb. På vei fra spilleklubben blir en person drept i en trafikkulykke. Kan eieren av klubben lastes for denne bilulykken? Ville vedkommende blitt drept uansett eller kan ulykken ses i sammenheng med at denne var på klubben? Kan de ses på som offer for denne spilleeierens illegale straffbare handling?

Dette offerperspektivet som Katz introduserer er kanskje lite realistisk, blant annet fordi kontakten mellom offer og gjerningsmann er totalt fraværende, og gir kun uttrykk for spekulasjoner, men vi har valgt å nevne det allikevel.

8.6. Sammenfatning

Grunnen for å regulere ulovlig innsidehandel henger blant annet nær sammen med om det finnes et klart offer ved utnyttelse av ulovlig innsideinformasjon. Er det noen som lider noen skade av at andre utnytter innsideinformasjon?

Vi kan dele offerperspektivet ved ulovlig innsidehandel i to: 1. Det personlige perspektivet og 2. bedriftsperspektivet. Ved det personlige hvor medkontrahtenten ble betraktet som et offer, var det uteblivelsen av å vite at vedkommende hadde vært utsatt for noe kriminelt og at medkontrahtenten ville solgt til noen andre uansett som var av de viktigste argumentene. Bedriften kan skades ved at medarbeidere bruker informasjon som selskapet har betrodd dem for å gjøre en jobb - den betrodde tilliten misbrukes. Det kan føre til problem med innhenting av kapital. Markedet skades ved at ved at investorene blant annet blir mindre tilbøyelige til å delta og det blir dyrere for de verdipapirutstedende selskapene å innhente kapital. Det siste perspektivet kan på mange måter sammenliknes med staten som offer.

Disse offerperspektivene kan vanskelig sammenliknes med tradisjonell kriminalitet. Blant annet fordi nærheten mangler. Det er kanskje kun bedriften som betror sine medarbeidere sensitive opplysninger hvor det vil være en større grad av direkte kontakt mellom gjerningsmann og offer. Også i forhold til annen økonomisk kriminalitet står kanskje innsidehandel og deres offer i en særstilling fordi nærheten mellom gjerningsmann mangler. Ulovlig innsidehandel kan ligne litt på andre upersonlige lovbrudd som for eksempel skattelovbrudd eller noen former for miljølovbrudd. Ved skattelovbrudd ovenfor staten vil det som ved ulovlig innsidehandel ikke være noen form for personlig offer. Staten, som tiltro til Børsen ved innsidehandel, taper inntekter ved at noen unndrar penger for beskatning. Noen former for miljøkriminalitet har også likhetstrekk med ulovlig innsidehandel. Forurensning påfører borgerne gjennom staten ekstra utgifter til opprydning. Det må sies at noen former for forurensning kan føre til at noen blir direkte påført en skade gjennom dårligere boforhold, drikkevann o.l., men det er som ved ulovlig innsidehandel ikke noen direkte kontakt mellom offer og gjerningsmann.

9.0. Media- kontroll og straff

Hva legger vi i begrepet massemedia?⁶⁴ Thomas Mathiesen definerer et massemedium som:

"[...]...en sosialt organisert virksomhet med det siktemål å overføre meningsbærere ved hjelp av bestemte kanaler, som samtidig sikter mot å nå et uspesifisert antall andre i omgivelsene - enten disse omgivelsene er avgrenset eller ikke" (Mathiesen 1989:26).

Pressens ytringsfrihet (Grunnlovens §100) begrenses av personvernet. Det vil si menneskers rett til privatliv. Herunder ærekrenkelser som reguleres i straffelovens kap. 23 §§ 246 og 247.

§ 246: "Den som rettsstridig ved ord eller handling krenker en annens æresfølelse eller som medvirker dertil...[]".

§ 247: "Den som i ord eller handling optrer på en måte som er egnet til å skade en annens gode navn og rykte eller utsette ham for hat, ringeakt eller tap av den for hans stilling eller næring fornødne tillit eller som medvirker dertil straffes med bøter eller med fengsel inntil 1 år. Er æreskrenkelsen forøvet i trykt skrift eller i kringkastingssending eller ellers under særdeles skjerpene omstendigheter, kan fengsel inntil 2 år anvendes".

I tillegg til disse to hovedreglene kommer de etiske aktsomhetsreglene, som det er viktig å skille fra det juridiske regelverket. Et eksempel på etiske aktsomhetsregler er pressens Vær Varsom Plakat (Wolland & Øvrum 1992, Raaum 1986).

Medieoppmerksomheten rundt innsidehandel foregår stort sett i dagspressen (da særlig økonomisk dagspresse), med unntak av noen få mediaoppslag i nyhetene på TV. Levi tror at innsidehandel får mer oppmerksomhet enn økonomisk kriminalitet generelt, selv om den kriminelle handlingen mangler et spesifikt offer:

"In terms of media and political interest, there is a certain irony in the fact that most of the boom in attention that falsifies early (and still repeated) statements

⁶⁴ I Norsk Samfunnsleksikon (1987) defineres massemedier som: "de organisasjoner og den teknologi som produserer og sprer budskap slik at store grupper mottakere mottar samme budskap på tilnærmet samme tid. Tre massemedier skiller seg ut med hensyn til tidsbruk og oppmerksomhet: fjernsyn, radio og dagspresse".

about the lack of media attention given to white-collar crime has been in the field of insider trading, which arguably is the area of white-collar crime that has the least harmful implications of victims" (Michael Levi 1992:186).

Moberg/Samuelsson er av den oppfatning at det er media gjennom sin omtale som er den sterkeste faktoren til å svekke markedet (Moberg/Samuelsson 1989).

Hvordan skjer seleksjonen av stoff i forbindelse med ulovlig innsidehandel i media? Informant A uttrykker at mediaoppmerksomheten i forbindelse med "Idéfix"-saken kom av at "X" og "Y" var to store selskaper og at de innblandede personene i saken hadde sentrale posisjoner. Informant A nevner også lovendringen i 1991 med en økning i strafferammen som en medvirkende faktor, men er av den oppfatning at "Idéfix"-saken var situasjonsbestemt.

"Tidsmessig så var innsidehandel inn akkurat da - dette er viktig og det er hvitsnippforbrytelser. Det var inn i tiden og det er slikt som pressen lar seg påvirke av. Jeg tror ikke innsidehandel i seg selv er så interessant for media. Hvis det en kjent person eller et kjent selskap, så kan man tenke seg at det blir slått opp" (Intervju A).

Mathiesen sier at "makten bak mediene" er store selskaper og institusjoner på grunn av sin organisatoriske og økonomiske innflytelse, for eksempel selskapene i "Idéfix"-saken (Mathiesen 1986).

Ian Taylor (1997: 289) mener at oppmerksomheten som ble rettet mot innsidehandel og hvitvasking av penger på slutten av 80-tallet og på begynnelsen av 90-tallet, var et resultat av: "[...]investigative journalism and sometimes as a result of "whistle-blowing" by competitors of those involved in such activities".

Reichman (1993) poengterer også at diskusjonen omkring ulovlig innsidehandel i media på 80-tallet begynte med et tips fra en anonym kilde.

Når det gjelder medias oppmerksomhet som rettes mot innsidehandel er det (som vanlig) viktig å skille mellom: ulovlig innsidehandel og lovlig innsidehandel. Ulovlig innsidehandel kan igjen deles opp i to kategorier: oppmerksomheten som rettes mot ulovlig innsidehandel generelt og oppmerksomheten som retter seg mot spesielle saker.

For å ta den lovlige kategorien av innsidehandel først. Media skriver ofte om klassiske insidere som har kjøpt eller solgt med det utstedende selskapets aksjer. Slike opplysninger retter seg mot en gruppe av mindre spekulanter som ikke selv driver med aksjeanalyser og som følger disse klassiske insidernes trekk i markedet.

"Børsens offentliggjøring av meldingene fra utstederne om innsidernes handel er undertiden også signaler som markedsaktørene legger vekt på ved handel i selskapets papirer. Både norske og internasjonale finansaviser omtaler regelmessig innsideres handler" (Reed 1996:188).

Pressen utarbeider også analyser og kommer med direkte tips til transaksjoner som ikke direkte er knyttet til innsidernes.

Den generelle oppmerksomheten som rettes mot ulovlig innsidehandel kan dreie seg om omfanget av ulovlig innsidehandel (synkende eller stigende) eller om nye lover og regler som kommer i tilknytning til ulovlig innsidehandel. Pressen i likhet med politikerne (som informant A også uttrykker) følger hva som er "inn" i tiden. For eksempel var det på slutten av 80-tallet "inn" å skrive om de som begikk økonomisk kriminalitet, kanskje på grunn av at det var et satsingsområde for myndighetene. Eksempler på generelle avisartikler er : Aksjemeglere og barsladder (DN 01.02.97) og "Ikke butikk å være insider" (Aftenposten 31.08.95). Det er vanskelig å si om slike generelle avisartikler om ulovlig innsidehandel kommer i tilknytning til spesifikke saker som slås opp i media eller i forbindelse med økning i strafferammen, men en får lett inntrykk av slike artikler publiseres i forbindelse med spesielle saker eller når det er "inn" å skrive om det.

Oppmerksomheten som rettes mot spesielle saker kan veldig ofte bære preg av hvor "kjente" er personen(e) som er i søkelyset, og hvilke(t) selskap og hvor stort selskapet(ene) er - som informant A påpeker. I hvilken grad en spesiell sak med ulovlig innsidehandel har en nyhetsverdi i seg selv er veldig vanskelig å avgjøre, men en får fort inntrykk av at personer og selskaper som er godt kjente vil få større mediaoppmerksomhet enn ukjente personer i små selskaper. En bekreftelse på det fikk vi i forbindelse med "Miraculix"-saken. Denne saken fikk noe mediaoppmerksomhet, men sammenliknes den med f.eks. "Idéfix"-saken var den i forhold knapt omtalt.

Ved at media i dag skriver en del om ulovlig innsidehandel er det vanskelig for en som blir tiltalt for ulovlig innsidehandel å påberope seg uvitenhet. Det er nesten umulig å si at man ikke hadde kjennskap til lovgivningen på området. På dette området fungerer pressen som informasjonskanal.

Hvordan forholder journalister som skriver artikler om innsidehandel seg til aksjehandel? Den svenske innsidehandelslovgivningen presiserer hvem som skal rammes av innsidehandelsforbudet. En av kategoriene er finansjournalister.

I Norge kan en journalist som skriver en artikkel som kan ha innvirkning på aksjekursen rammes av handleforbudet. Ot. prp. nr. 72 tar for seg denne problematikken:

"Dersom f. eks. en avis jevnlig skriver anbefalinger som har vesentlig innvirkning på kursen, og de som har tilgang til disse anbefalingene på forhånd utnytter denne informasjonen til egen verdipapirhandel, bør imidlertid utnyttelsen etter departementets oppfatning regnes som en overtredelse av innsidehandelsforbudet" (Ot. prp. nr. 72 1990/91, s. 33).

Löfmarck (1988:24) tar for seg et amerikansk eksempel på hvordan journalister kan påvirke aksjekursen:

"En journalist i Wall Street Journal, Winans, hade en stående spalt i tidningen kallad "Heard on the street", vari han skrev om börsbolaget ock börsaffärer. Vad han skrev hade i regel en direkt inverkan på börskuserna" (Löfmarck 1988:24).

Denne journalisten utnyttet også selv informasjon, som han visste hadde påvirkning på kursen, men ga også opplysningene til venner og kjente (Löfmarck 1988).

9.1. Moralske panikker?

Kan medias oppmerksomhet rettet mot ulovlig innsidehandel skape en moralsk panikk?

Cohen (1980) beskriver en moralsk panikk som en tilstand hvor man samlet tar avstand fra en gruppe mennesker. Det sentrale er ikke handlingen som begås, men reaksjonen på den. En konsekvens av moralske panikker er at nye "folkefiender" skapes (Larsson 1992). Hvordan oppstår moralske panikker?

"Det enkelte mediums presentasjon ses som et startskudd for presentasjoner i andre medier, og handlinger som det er beredskap for i det sosiale miljø, som i sin tur trapper opp presentasjonene i mediene osv., i en spiral" (Mathiesen 1986:2).

"The Hells Angels", "the Skinheads" og "the Hippies" er eksempel på noen som har vært utsatt for fenomenet. Mediene slår opp en nyhet, innbyggerne blir engstelige, politiet ser alvorlig på saken og mediene skriver dermed mer om saken (Cohen 1980). Mathiesen oppfatter heksejaktene på 1400-1600-tallet som en "langstrakt moralsk panikk" (Mathiesen 1986:3). Mathiesen er av den oppfatning at det historisk

er grupper som står svakt i forhold til samfunnets maktstrukturer som utsettes for moralske panikker - for eksempel heksene og jødene (Mathiesen 1986).

Har det blitt skapt en moralsk panikk omkring ulovlig innsidehandel? Ulovlig innsidehandel har til tider blitt utsatt for en del mediaoppmerksomhet. Som ved annen økonomisk kriminalitet har nok ikke medias oppmerksomhet av ulovlig innsidehandel ført til at publikum samlet tar avstand fra handlingen, men det kan ha bidratt til en sterkere fordømmelse av handlingen. Det har nok ikke blitt skapt noen nye "folkefiender", kanskje på grunn av de ulike oppfatninger av den moralske fordømmelsen av lovbruddet. Samfunnet står for eksempel mer samlet i den moralske fordømmelsen av noen MC-gjenger. Vi kan også anta at det svake offerperspektivet ved ulovlig innsidehandel kan være en grunn til dette.

Medias oppmerksomhet på fenomenet kan ha ført til en spiraleffekt. Mediene skriver om ulovlig innsidehandel, politikerne (og kontrollapparatet) fanger opp signalene, media skriver mer om disse uttalelser, publikum fanger opp signalene og lovbruddet blir gjort mer omfattende og alvorlig en hva som er tilfellet. En annen effekt kan være at politikerne oppkriminaliserer lovbruddet som følge av fokuseringen rundt ulovlig innsidehandel.

Har massemedia gjort omfanget av lovbruddet større enn det er? Lovlig innsidehandel har som tidligere påpekt eksistert lenge. Medias oppmerksomhet rettet mot ulovlig innsidehandel kan ha vært en faktor som har ført til en (opp)kriminalisering. En konsekvens av oppmerksomheten som enkelte ganger blir rettet mot lovbruddet kan være at lovbruddet blir gjort større (blåst opp) enn det ellers ville ha blitt uten mediadekning.

9.2. Massemedia som vokter

Er det mulig å plassere media i en rolle som vokter av innsidelovgivningene?

Hvis det er mulig å se på media som vokter av innsidelovgivningene og tilstøtende lovgivning, må vi først definere hva som ligger i vokterbegrepet. Begrepet kan sies å innebære kontroll av at aktørene etterkommer lovgivningen på det gjeldende felt.

Tar vi utgangspunkt i media som kontrollør, kan deres oppgave deles inn i to kategorier. Den første er å overvåke de som handler i markedet slik at disse ikke benytter seg av ulovlig innsideinformasjon. Den andre oppgaven er å overvåke de utstedende selskapene slik at de overholder for eksempel opplysningsplikten.

Kontrollen av aktørene i markedet, ved å se på de som handler til hvilke tidspunkter i hvilke selskaper o.s.v., kan føre til at aktørene tenker seg om før de utnytter ulovlig

innsideinformasjon. Det finnes positive og negative sider ved medias rolle i forhold til innsidehandel og markedet. Som informant G uttrykker det:

"Det positive er at oppmerksomheten blir satt på det, og det kan virke avskrekkende i de tilfeller hvor det faktisk forekommer ulovlig innsidehandel. Men negativt hvor man blir overforsiktig" (Intervju G).

Kontroll av de utstedende selskaper, ved for eksempel å drive kontroll av opplysningsplikten er en annen side av medias virksomhet. Børsen bedriver også overvåking på dette området. En positiv virkning av det vil være at det sikres at informasjonen når ut til alle aktørene i markedet til samme tid, slik at alle kan drive handel på like premisser.

Hvordan skaffer media sin informasjon? Media skaffer seg denne informasjonen gjennom selv å drive undersøkende virksomhet, men også gjennom tips fra publikum. Tips kommer trolig først og fremst fra andre aktører i markedet.

Vokterrollen kan også få negative konsekvenser. Ved at media snuser i saker som vedgår bedrifter eller er for tidlig ute med å skrive det, kan det få negative følger for den bedriften det gjelder. Ved en fusjons- eller fisjonsforhandling kan noen ganger informasjonen være så sensitiv at avtalen ikke fullføres.

"Pressen kan jo være for tidlig ute, jmf. Kværner og Trafalger. Et rent kontantbud som er 60 prosent over børskurs. Pressen i England sprakk om det som foregikk - og da kommer informasjonen ut til alle, og da må de forholde seg til om de tror på pressen eller ikke" (Intervju E).

Hvis media er for tidlig ute eller kommer med direkte feil kan det få alvorlige konsekvenser, da særlig hvis det er noen som i prosessen stigmatiseres (se neste avsnitt).

"Hver gang jeg leser en artikkel i en avis som jeg selv vet mye om, så oppdager jeg at det avisene skriver er feil. Og jeg tror at innenfor finans som er veldig informasjonspreget - de har sin hovednæring i å ha informasjon - er en av grunnene til at så mye av det som står i avisene feil nettopp informasjonspreget" (Intervju F).

Siden media har en større interesse for kjente folk og selskaper er det vanskelig å tillegge dem en kontrollantrolle av den enkle grunn at de ikke behandler alle likt, men favoriserer saker med størst medieinteresse. De vil selektivt velge ut noen aktører og noen selskaper som vil ha en større nyhetsverdi enn andre som ikke er av samme kaliber. Noen få som media finner interessante vil komme i søkelyset og stigmatiseres kanskje i en ennå sterkere grad.

Er det noen forskjell på hvem media og kontrollantene finner interessante? Media finner kanskje, som nevnt ovenfor, de store og "kjente" aktørene (selskapene) mer interessante enn de små. Ett spørsmål til ettertanke er om de store aktørene i markedet er med på definere hva som er lovlig / ulovlig og derfor ikke kommer i det formelle kontrollapparatets søkelys, men oftere i medias søkelys?

Aktørenes og samfunnets holdninger

I forbindelse med stigmatisering er det viktig å se på hvordan aktører i markedsmiljøet og samfunnet forøvrig oppfatter de som har blitt dømt for ulovlig innsidehandel eller som har vært i medias søkelys for ulovlig innsidehandel. Det er mindre sjans for å bli stigmatisert hvis handlingen ikke blir sett på som umoralsk. Hva er det som påvirker stigma når det gjelder ulovlig innsidehandel? Medias søkelys på ulovlig innsidehandel og deres holdning til ulovlig innsidehandel i skrivende stund er kanskje den faktoren som påvirker folks holdninger mest, foruten at gjerningen er straffebelagt. Aller størst påvirkning vil det kanskje ha på en gruppe som ellers ikke er så kjent med begrepet ulovlig innsidehandel, foruten de gangene de støter på begrepet i media. Tre av informantene var derimot av den oppfatning at aktørene ikke ble påvirket av det som ble skrevet om ulovlig innsidehandel, men at det i større grad påvirket politikerne.

Det antas det at det noen år tilbake var vanligere og mer akseptert å handle aksjer med ulovlig innsideinformasjon. De som handlet med ulovlig innsideinformasjon fikk et "klapp på skulderen" for å ha gjort en god jobb. Etter lovgivning trådte i kraft her til lands og etter "demokratiseringen" på 80-tallet har det blant de fleste i miljøet blitt sett på som en ugjerning å bruke ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon til å handle aksjer. Forholdet mellom megler / kunde og forholdet mellom det verdipapirsstedende selskap / medarbeiderne hvor tillit er alfa omega, kan skades.

Media har påvirket i retning av større bevisstgjøring om hvilket lovbrudd det er å benytte ulovlige innsideopplysninger til transaksjoner. Negativ oppmerksomhet i media har nok tildels påvirket publikums syn på ulovlig innsidehandel i negativ retning - en sterkere fordømmelse enn det ville fått uten den samme mediaoppmerksomheten. Reed mener at den sterke fordømmelsen av økonomisk kriminalitet generelt og innsidehandel, også kan ha en psykologisk effekt på domstolene.

"At allerede mistanke kan få meget alvorlig konsekvenser for en næringslivsleder i form av tapt tillit eller oppsigelse, bør være et moment i det konkrete tilfellet" (Reed 1996:292).

Holdninger i miljøet og i samfunnet ellers vil bestå av ulike oppfatninger og meninger om hvor galt lovbruddet vil være. Innad i miljøet vil fordømmelsen av lovbruddet avhenge av hvem som er normgiveren, men vi har prøvd å gi uttrykk for det almene synet innad gruppen.

"Å ena sidan bedömer vi gärna våra medmänniskor och deras moraliska halt på de praktiska handlingarnas och åsikternas plan. Detta skal jag kalla "moraliserande". Å andra sidan behöver vi som bas för dessa bedömanden en måttstock, en principiell referansram, vilken gör det möjligt att göra våra värderingar i det enstaka fallet" (Gustafsson 1988:24).

Gustafsson sier at moralen er avhengig av hvilken referanse ramme man har. Som vi tidligere nevnt vil denne referanserammen avvike mest mellom innsidere og såkalte "gruppeløse" aktører.

9.3. Stigmatisering

"[...]at former times we had the rack [pinebenken], now he have the press" (Oscar Wilde i Aaserud 1990:9).

Uttrykket stigma⁶⁵ ble skapt av grekerne og betegnet at kroppslige tegn var ment å skulle påvise noe uvanlig eller nedsettende ved en persons moralske status (Goffman 1972).

Knutsson definerer stempling:

"Stämpling innebär att man tillskriver människor vissa negativa egenskaper. Denna stämpling kan komma från individens närmaste omgivning, från andra sociala grupper, från myndigheter och till sist individen själv" (Knutsson 1977:10).

Lemmert definerer stigmatisering:

⁶⁵ Stempling se også Howard S. Becker: Outsiders, 1973.

"Stigmatization describes a process attaching visible signs of moral inferiority to persons, such as individious labels, marks, brands, or publicly disseminated information" (Lemmert i Knutsson 1977:38).

Knutsson sier at to følger av stemping er forandring av sosial situasjon og en forandring i selvbilde (Knutsson 1977). Christie uttrykker at stigma i kriminologien betegner "slikt som kleber ved en lovovertreder etter at samfunnskontrollørene har satt sitt stempel på ham" (Christie 1993:127). En annen mulighet kan være å sammenlikne stigma med gapestokken. Før var det vanlig at man ble satt i en gapestokk til offentlig skue for å forebygge. Vi ser på pressens stigmatisering ut fra Christies definisjon.

Hauge (1993:103) viser til at det finnes en rekke empiriske undersøkelser som tar for seg problemer som lovbryteren støter på etter stigmatiseringen. Alt fra mistanke om kriminelle lovbrudd, vanskeligheter med å skaffe seg jobb (karriere) og hvordan det sosiale nettverket rundt en forsvinner (sosial status). Skadevirkningene ved uthengning i media vil avhenge av hvordan saken blir presentert (Wolland og Øvrum 1992). Med det menes om vedkommende blir presentert med fullt navn (arbeidsplass) og bilde, men det vil også avhenge av medias fordømmelse (holdning) av lovbruddet. For eksempel forhåndsdommelse i media.

Knutsson undersøkte den empiriske holdbarheten til tre sentrale hypoteser i forbindelse med stempingsteorien. Den første er at det skjer en systematisk seleksjon slik at personer med lav sosial status velges ut og stemples. Den andre hypotesen er at stemping fører til forandring i selvbilde, og den tredje er at stemping øker sannsynligheten for fortsatt kriminell atferd. Knutsson fant gjennom sine empiriske undersøkelser svært lite belegg for stempingsteorien, og understreker at mange av påstandene har blitt opplagte sannheter som ikke behøvde å verifiseres (Knutsson 1977).

Det er vanskelig å si noe om fordømmelsen av et lovbrudd, men det er grunn til å anta at fordømmelsen av ulovlig innsidehandel ikke er så stor som ved tradisjonell kriminalitet, og bidrar dermed til at man ikke stigmatiseres like fornuftig når man blir uthengt i media. Et spørsmål som dukker opp er om media er flinkere til å anonymisere saker som omhandler tradisjonell kriminalitet enn saker som omhandler ulovlig innsidehandel.

En følge av stigmatiseringen er, ifølge Knutsson og Hauge, forandring i sosial situasjon. Forandrer den sosiale situasjonen seg for de aktørene som er uthengt i media i forbindelse med ulovlig innsidehandel? Det er grunn til å anta at stigmatisering ved ulovlig innsidehandel særlig vil slå ut i forbindelse med jobb og

jobbmiljø, fordi vedkommende har brutt tilliten i forhold til kunder og kollegaer. Kollegaer og andre i miljøet vil bidra til en eventuell stigmatisering.

Foregår det en systematisk seleksjon som Knutsson nevner? Hvis vi snakker om en systematisk seleksjon ut fra sosial status slik at det er de med lav sosial status som stigmatiseres er det lett å konstatere at det ikke er tilfellet ved ulovlig innsidehandel, fordi de som har muligheten til å begå lovbruddet oftest har en høy sosial status. Derimot kan vi påstå at det foregår en seleksjon av hvem media finner interessante. Kjente personer og bedrifter vil med tanke på publikumsinteressen være mer interessant stoff for avisene. Ut fra denne tankegangen kan vi si at det er forskjell på aktørene som blir hengt ut i media og i hvor sterk grad de henges ut (bilde, navn o.l.)

Hvem stigmatiseres? Gruppen kan deles i to: de som til daglig er i kontakt med markedet gjennom eller i jobben, og de som sitter utenfor. Den første gruppen som inneholder meglere, store investorer og klassiske insidere er nok den gruppen som i størst grad vil bli stigmatisert gjennom å komme i søkelyset for ulovlig innsidehandel.

"Det er imidlertid slående hvor forskjellig næringsdrivende reagerer på dårlig omtale og synkende omdømme. Kynikerne ser på kritikk som noe temporært, en naturlig del av det å drive business. Andre kan reagere veldig på dårlig omtale i pressen, både personlig og profesjonelt" (Haagensen/Johansen 1991:36).

I første omgang vil de "profesjonelle", som vi kan kalle dem, stå i fare for å miste jobben dersom de har brutt de interne retningslinjene. Det vil da, som informant E uttrykte, bli vanskelig å komme tilbake i miljøet og markedet, og det vil bli problemer med å skaffe seg ny jobb som Hauge sier. Det skal tillegges at dette først og fremst vil gjelde innenfor verdipapirhandel hvor tilliten står i fokus. Det er vanskelig å uttale seg om det vil påvirke aktørenes muligheter til å skaffe seg en annen type jobb, men det er grunn til å anta at det ikke vil være vanskelig. En som har vært i søkelyset for ulovlig innsidehandel vil lett kunne miste kunder på grunn av et dårlig rykte og vil også komme i klammeri med Norges Fondsmegleres etiske retningslinjer (se kap. 10). En av intervjupersonene uttalte at det ville være vanskelig for en som hadde vært i kontrollmyndighetenes eller medias søkelys å komme tilbake og opparbeide seg ny tillit i markedet, selv om personen ikke var dømt for forholdet. Klassiske insidere og andre som kommer i søkelyset vil få problemer i forhold til det utstedende selskapet, blant annet på grunn av interne retningslinjer og tillitsforholdet de har med selskapet.

Den andre gruppen (de "gruppeløse") vil innbefatte alle som ikke har noe å tape i form av jobb, siden arbeidet deres ikke relateres til markedet. Grunnet den løse tilknytningen til miljøet, og fordi de har mindre å miste, vil denne gruppen ikke bli like fornuftig stigmatisert som de profesjonelle. Allikevel vil denne gruppen i likhet med de profesjonelle kanskje bli stigmatisert på det sosiale plan.

Bedriften, som også kan tiltenkes offerrollen, kan gjennom å bli hengt ut i media miste tiltroen som aksjonærene har til bedriften (f. eks. ved innhenting av ny kapital), og det blir reist spørsmål ved deres interne regelverk hvis noen handler med informasjon fra deres bedrift.

Som nevnt tidligere antas det at de som begår økonomiske lovbrudd har mer å miste enn tradisjonelle kriminelle. Det vil også være tilfellet ved en stigmatiseringsprosess. Venner og familie av de som stigmatiseres vil kunne ta del i stigmatiseringen gjennom tap av arbeidsinntekt, skifte av jobb og tap av det sosiale nettverket, noe som fører til en forandring i den sosiale situasjonen som Knutsson omtaler.

Vil stigmatisering føre til en fortsatt kriminell atferd hos den stigmatiserte? Det grunnleggende ved ulovlig innsidehandel er at aktøren har tilgang til ikke offentliggjort kurs sensitiv informasjon om det utstedende selskap. Aktøren som stigmatiseres vil med stor sannsynlighet miste sin tillit og dermed tilgangen til informasjon. Med det menes at for eksempel meglermiljøet eller det utstedende selskap vil være forsiktig med å gi aktøren innsideopplysninger, hvis han i det hele tatt får/kan beholde jobben. Dermed mister aktøren tilgangen til det som trengs for å begå den kriminelle handlingen.

Ved uthengning i pressen vil det alltid være en viss fare for uriktig stempeling. Særlig er dette tilfellet for de som er i søkelyset hos Kredittilsynet eller under etterforskning hos Økokrim, og sakene samtidig også omtales i media.

Bli de selv et offer? Igjen vil stigmatiseringen være avhengig av medias interesse for saken, og hvordan de opptrer med tanke på vinklingen av saken. Media har kanskje i den senere tid blitt flinkere til å "snakke" med vedkommende som det skrives om og i artikkelen presisere at vedkommende kun er i søkelyset. Tidligere søksmål mot pressen kan være en medvirkende årsak til at de har blitt forsiktigere. Informant C som representerte kontrollmyndighetene uttrykte:

"Pressen har fått såpass mange dommer mot seg (erstatningsaker: vår anmerkning) så de har blitt veldig forsiktige. Det de gjør er stort sett å gå løs på potensielle gjerningsmenn og får alle mulige kommentarer fra dem før de tør å skrive noe. En næringsdrivende som er i søkelyset kan fort bli presset ut i offentlighetens søkelys, og det kan være at han er uskyldig - og da er det betryggende at det er offentlighet rundt fra medias side" (Intervju C).

Spørsmålet er om pressen skal få lov til å skrive noe som helst før en fellende dom foreligger? Det vil selvfølgelig være veldig vanskelig å unngå at pressen skriver noe før en fellende dom foreligger (hvis det ikke innføres en lov eller saken føres for lukkede dører), men faren for uriktig stemping vil da kanskje ikke forekomme i så stor grad. Samtidig, hvis pressen blir nektet å skrive noe før en dom foreligger, vil også rettssikkerheten som offentligheten rundt en sak representerer forsvinne. Selv om pressen har blitt noe bedre til å se saken fra to sider, skriver de gjerne fullt navn på de som er f. eks. i Kredittilsynets søkelys. Se for eksempel Aftenposten 29.08.97 under overskriften: "Kredittilsynet gransker skipsreder". Vedkommende person er referert til i artikkelen under fullt navn. Anonymisering av personen det blir referert til ville kanskje være en faktor som fører til at stigmatiseringseffekten blir mindre. Men det vil kanskje også pressens (og publikums) interesse for saken hvis de anonymiserte.

Reed (1996:276) presiserer faren med offentlighet rundt undersøkelser:

"I praksis har det vist seg at offentligheten omkring iverksatte undersøkelser faktisk kan påføre enkeltpersoner byrder som ikke blir reparert ved en senere henleggelse eller frifinnelse.

Undersøkelsene kan vedrøre personer i ledende stillinger som vanskelig kan opprettholde den tillit deres arbeid forutsetter, selv om det bare foreligger en mulighet for at de har begått en straffbar handling" (Reed 1996:276).

Stigmatiseringen ved ulovlig innsidehandel vil som sagt påvirkes av tre faktorer: Fordømmelsen for lovbruddet, hvilken stilling vedkommende innehar og avisenes vinkling av saken.

9.4. Media som straff

En journalist uttaler om en investor som har vært i søkelyset for salg av aksjer med ulovlig innsidehandel:

"Så ble han etterforsket av Børsen og Kredittilsynet, men det havnet aldri hos politiet - men han ble i forlengelsen av dette helt stigmatisert. Jeg fulgte saken nøye og jeg deltok i å stigmatisere ham uten at han fikk en fellende dom. Han

forsvant så godt som helt ut - ble frosset ut av investormarkedet og det gode selskap - og han har ikke vært synlig i aksjemarkedet siden da" (Intervju E).

Faren som investorene i Norge møter er utfrysning på grunn av at markedet er lite. Holdningen til ulovlig innsidehandel vil, som vi har vært inne på, være en avgjørende faktor i dette miljøet.

Christie definerer straff som et tilsiktet onde, dvs. en pine påført etter hensikt (Christie 1982). Kan medias stigmatisering ses som en tilleggsstraff? Med tilleggsstraff mener vi en belastning utover den formelle straffen.

Uthengningen i media rammer ikke ene og alene de som dømmes for lovbruddet, men også, som vi har sett, de som er i søkelyset og som senere frikjennes. For de som dømmes for lovbruddet må omtalen kunne ses på som en tilleggsstraff eller som en del av straffen siden den kommer i tillegg til fengsel eller bøter. For de som kun er i søkelyset vil det kanskje være en ren form for straff, siden prosessen er med på å stigmatisere selv om de ikke er dømt for lovbruddet. Tap av tillit, sosial status og kanskje jobb, må kunne ses på som en straff mer enn en tilleggsstraff for denne gruppen.

9.5. Negativ publisitet

Johansen (1991 og 1994) tar for seg negativ publisitet som straff.⁶⁶ Negativ publisitet⁶⁷ har i USA blitt brukt av kontrollinstanser som en form for straff i stedet for å bruke mye tid og penger på en straffeforfølgelse med et usikkert utfall. Utspillene fra kontrollinstansene rettet seg mot en gruppe eller samfunnet som helhet. Noen kontrollinstanser valgte å statuere et eksempel, mens andre brukte negativ publisitet i media konstant (Johansen 1994).

Virkningene er større der oppmerksomheten rettes mot en spesiell gruppe som selv identifiserer seg med de(n) som henges ut i media. Skal negativ publisitet i media ha en virkning er det avhengig av i hvor stor grad publikum bryr seg med artiklene. Johansen (1991) sier at for eksempel aksjekjøpere har vært villige til å lytte når SEC har advart mot investeringer. Hvor villige avisene er til å trykke slike artikler er også et viktig poeng her. Denne straffemetoden vil først og fremst ramme i form av prestisjetap. Uthengelse i media vil bli en forlenget arm for makten (Johansen 1991). Kritikken som har blitt rettet mot negativ publisitet som straff går på at folk vil bli immune mot stoffet etter en tid. Intensitet og varighet kan også være avgjørende. Faren for uriktig straffeutmåling, det vil si om samme forbrytelse blir straffet med samme straff, vil også være tilstede (likhetsprinsippet). Rettsikkerhetsproblemene er

⁶⁶ Johansen referer til Braithwaite og Fisse: "Sanctions against corporations: Dissolving the monopoly of fines" i Business regulations in Australia, 1984.

⁶⁷ I USA først og fremst brukt til å straffe en bedrift.

mindre for bedrifter enn for enkeltpersoner, fordi bedriftene har større ressurser til å forsvare seg med (Johansen 1991)

Johansen sier at i et lite samfunn som det norske vil det være fare for at publisiteten vil kunne ramme andre enn bedriften, det vil si uskyldige ansatte og deres pårørende og andre (Johansen 1994:44).

Hvordan kan negativ publisitet virke på ulovlig innsidehandel? Som vi har vært inne på vil den forebyggende effekten i form av negativ publisitet virke forskjellig for ulike grupperinger. Prestisjetapet vil ramme de som har markedet som sitt levebrød. Det vil si meglere og de som sitter i sentrale posisjoner i utstedende selskaper. For meglere vil et prestisjetap føre til tap av kunder og for verdipapirutstedende selskaper vil det kanskje medføre tap av tiltro.

Også for ulovlig innsidehandel vil det ved en uthengning av enkeltpersoner være fare for at uskyldige rammes. Familie, bedrifter og i noen tilfeller også hele markedet.

Ser vi på medias varierende interesse for saker og mediedekning er det klart at det ikke vil bli noen likhet for loven, hvis ikke myndighetene selv setter inn "annonser". Som Johansen er inne på vil det også være forskjell på selskaper og privatpersoner som henges ut. Selskaper (bedrifter) vil i større grad ha mulighet til å forsvare seg overfor slik mediaoppmerksomhet i forhold til det privatpersoner har. Publikums interesse for nyheten er også en faktor. De vil kanskje fatte større interesse for negativ publisitet omkring kjente aktører og selskaper enn andre. Det igjen vil føre til at disse stigmatiseres i en sterkere grad enn andre.

En annen faktor er rettssikkerheten. Det vil blant annet være en faktor hvis det kreves færre og svakere bevis for at det idømmes negativ publisitet, og særlig hvis det er en administrativ sanksjon, idømt av for eksempel Kredittilsynet som en form for bot. Forskjellsbehandling av aktører og saker, samt forskjell i type og mengde negativ publisitet fører til forskjell i straffeutmåling.

Kan Kredittilsynets bruk av media ses som utilsiktet bruk av negativ publisitet som straff?

Når vi vet hvor vanskelig det er å skaffe bevis og dømme noen for ulovlig innsidehandel er det lett å se Kredittilsynets bruk av media som straff. Særlig når vi vet at Kredittilsynet går ut i media med saker som er under etterforskning. Derimot kan også Kredittilsynets bruk av media ses på som et forebyggende tiltak ved at de ønsker å gi uttrykk for at "de er tilstede" og kontrollerer. Fokuseringen på enkeltpersoner kan da ses på som utilsiktet. De har blitt et offer for systemet.

Vil media fokusere på ulovlig innsidehandel eller på vedkommende person som har forbrutt seg mot loven om ulovlig innsidehandel? Negativ publisitet i media hever ikke oppdagelsesrisikoen eller gjør det mindre lønnsomt, men det vil være mere risikabelt dersom man har noe å tape ved en offentlig uthengning, og det kan kanskje være med på å påvirke moralen.

9.6. Forebyggende effekt⁶⁸

Er det mulig å påstå at massemedia har en forebyggende effekt når det gjelder ulovlig innsidehandel?

Massemedia kan virke forebyggende i forhold til ulovlig innsidehandel på tre måter. Gjennom å informere om ulovlig innsidehandel (altså en bevisstgjøring av at dette er straffbart), ved fare for uthengning og gjennom å redusere avkastninger på innsideopplysninger. Reikvam er av den oppfatning at det kan tyde på at økt mediefokusering på innsidehandel er en medvirkende årsak til at det har blitt mindre innsidehandel:

"Av undersøkelsene ser det ut til at avkastningen som insidere oppnår på bedriftinformasjon er blitt redusert. Fra å ha vært c.a. 5% for en åtte måneders periode på 60-tallet til c.a. 3% i siste del av 70-tallet. Dette tyder på at økt fokusering på innsidehandel har ført til at innsidehandel er blitt mindre utbredt. Imidlertid kan resultatene også skyldes økt markedeseffisiens eller insidere som i større grad lar være å rapportere sine ulovlige transaksjonene" (Reikvam 1993:29).

Forebygging gjennom å gi alminnelig informasjon om ulovlig innsidehandel vil si at mediene informerer om lover og regler. I den forbindelse har forebyggingen sine begrensninger. Kredittilsynet vil da først og fremst rette seg mot de som har lite kjennskap til markedet, lover og regler. Det kan allikevel være med på å styrke andres negative holdning til ulovlig innsidehandel når media påpeker hvor alvorlig dette lovbruddet er. Men igjen vil det være de rådende holdningene i grupperingene som først og fremst vil gjøre utslag.

Faren for uthengning eller stempling i media kan også være en forebyggende faktor. Her tenker vi først og fremst på medias omtale av saker, men også Kredittilsynets bruk av media.

⁶⁸ For definisjoner og nærmere omtale av forebygging, se kapittel 10.

"Risikoen for å bli stilt til skue kan være forebyggende, for de personer som det betyr noe. Bare det å bli mistenkt for innsidehandel er ille nok" (Intervju A) .

Gjennom frykten for å bli hengt ut i media er det mulig noen aktører avstår fra å bruke ulovlig innsideinformasjon til sine transaksjoner, noe som de kanskje ellers ville ha gjort.

Sveriges offentlige utredning mener at innsidelovgivningen i Sverige bygger på et prinsipp om uthengning i massemedia:

"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 skal få verka avskräckande ock motverka illojala insideraffärer" (SOU 1984:2, s. 92).

For at uthengning i media skal virke forebyggende er det en forutsetning at media vier sakene om ulovlig innsidehandel oppmerksomhet. Begrensningene vil ligge i at det ikke er alle saker som media finner like interessante og som derfor ikke blir viet så stor oppmerksomhet, men også generell omtale av ulovlig innsidehandel vil til en viss grad kunne virke forebyggende. Hvis faren for uthengning er til stede vil det ha en viss forebyggende effekt. En annen side er at de som media retter seg mot kan bli immune mot denne typen artikler.

Forebyggingseffekten av å bli hengt ut i media begrenses også, som vi har vært inne på, av holdninger og fordømmelse. Noen har mye å miste, mens andre ikke påvirkes like sterkt av negativ publisitet i media.

Hva menes med å redusere avkastninger på handel med ulovlig innsideinformasjon? Aviser som skriver om tips som kan påvirke aksjekursen kan være med på å redusere den avkastningen som aktøren ellers ville ha fått dersom han handlet med ulovlig innsideinformasjon. Det vil ikke bli så attraktivt å benytte seg av ulovlig innsideinformasjon dersom det ikke er noe å tjene på det, men på en annen side så kan man si at den som handler og som har denne informasjonen ikke gjør noe galt siden informasjonen da allerede har blitt kjent i markedet gjennom publisiteten. Aviser spekulerer omkring selskapsnyheter som ikke har blitt offentliggjort. Med det menes at avisene skriver om ting som sannsynligvis vil komme til å skje og som vil påvirke kursen i en eller annen retning. Reikvam (1993:43) referer til Jarell og Poulsen som i sin undersøkelse konkluderer med at avisspekulasjoner kan være med på redusere de unormale avkastningene man har ved offentliggjørelse av informasjon. Dette kan tyde på at de som sitter inne med ulovlig innsideinformasjon ikke får benyttet seg av denne informasjonen.

Hvis derimot innsideren har handlet aksjer før artikkelen kommer på trykk, vil media være med på å trekke opp aksjekursen til fordel for innsideren, og den forebyggende effekten vil da forsvinne. Denne formen for å redusere avkastningene vil basere seg på tilfeldigheter, og det vil være farlig å påstå at den har noen gjennomgående forebyggende effekt.

Medias kontroll av at selskapene følger informasjonsplikten, og at media følger opp ved offentliggjøring av informasjon gjennom omtale av sakene, kan være med på å redusere innsidernes avkastninger.

10.0. Forebygging

Hva er forebygging? Hvorfor forebygge?

Forebygging skal forhindre at kriminalitet oppstår (kriminaliteten skal kveles ved roten før den begynner å spire) eller forhindre ytterligere utvikling av bestående kriminalitet. Det var medisinen som først tok i bruk begrepet forebygging. Ved at man var i stand til å finne fram til sykdomsårsaken kunne man ved hjelp av for eksempel vaksinasjoner forebygge sykdommer (Giertsen 1994). Tanken fra medisinen ble overført på samfunnet. Sosiale problemer, som for eksempel kriminalitet, trodde man det var mulig helbrede eller forebygge hvis årsaken til dem ble funnet.

"Forebygging av kriminalitet" gjør et godt førsteinntrykk". "Forebygging av kriminalitet er et vidt og vagt begrep som enhver kan legge sine utvalgte oppfatninger inn i" (Giertsen 1994:296).

Forebygging er et negativt ladet ord med to målsetninger: den skal hindre at kriminalitet oppstår eller den skal forsøke å avgrense allerede eksisterende kriminalitet. Det gjøres ved at man fjerner eller avgrenser faktorene som en går ut fra fører til disse forholdene (Hage 1996).

Sæbø oppfatter det slik at regler om straffbar innsidehandel "omfatter reglene som direkte retter seg mot og rammer misbruk av innsideinformasjon ved kjøp/salg av verdipapirer" (Sæbø 1995:3), mens lover og regler som skal forebygge ulovlig innsidehandel har som mål å redusere investorenes mulighet til å benytte seg av ulovlig innsideinformasjon til kjøp og salg av verdipapirer. Problemet er at det ikke kan dras noe skarpt skille mellom de eksisterende forebyggende reglene og straffesanksjonerte innsidehandelsforbud (Sæbø 1995).

Ved ulovlig innsidehandel med verdipapirer vil forebyggingen i stor grad være situasjonsavhengig. Her vil kanskje forebyggende, administrative tiltak være mere rådende enn på noe annet felt. Slik vi ser det kan forebygging av innsidehandel grovt sett deles inn etter proaktiv og reaktiv forebygging. Det vil si tiltak som settes inn i forkant og eller tiltak som skal minske ytterligere forverring (se pkt. 10.1.1). Vi ser de forebyggende tiltakene mot ulovlig innsidehandel opp mot proaktiv/reaktiv forebygging, samt situasjonell forebygging.

10.1. Forebyggingsmodeller

Vi skal gå nærmere inn på tre forebyggingsmodeller. Primær-, sekundær,- og tertiærforebygging, situasjonsforebygging og proaktiv/reaktiv forebygging. Vi nevner også kort sosial forebygging. Vi har valgt å gå mest inn på situasjonell forebygging i forhold til ulovlig innsidehandel.

Andre modeller som tiltak på makronivå, medionnivå, mikronivå og lokal forebygging blir nærmere drøftet i Hage 1996. Det skal kort nevnes at tiltak på makronivå, medionnivå og mikronivå har mange likhetstrekk med primær-, sekundær,- og tertiærforebygging. De fleste forebyggingsteoriene som Hage 1996 tar for seg har til felles at de skal fange opp problemene før de oppstår.

Primær-, sekundær-, og tertiær-forebygging

Den vanligste inndelingsmodellen av kriminalitetsforebygging er tredelingen mellom primær-, sekundær- og tertiærforebygging. Denne tredelingsmodellen er opprinnelig hentet fra medisinen. Det var G. Caplan som først innførte denne tredelingen i forebyggende psykiatri (Hage 1996, se også Giertsen 1994 og Jon 1997).

Primærforebygging retter seg ikke mot definerte grupper, men store lag av befolkningen. Denne formen for forebygging har som utgangspunkt å hindre at kriminaliteten oppstår. Tiltakene er generelle som for eksempel tiltak i form av opplysningskampanjer som retter seg mot narkotika eller promillekjøring.

Sekundærforebygging har som formål å redusere eller hindre en videre utvikling av allerede eksisterende kriminalitet. Sekundære tiltak har som mål "[...]å utvikle strategier for å redusere eller hindre nye kriminelle handlinger hos enkeltindivid eller risikogrupper som allerede har begynt å visa kriminelle tendensar"(Hage 1996:6). Sekundærforebyggende tiltak retter seg mot de som står på kanten til å begå et lovbrudd (en risikogruppe) (Giertsen 1994).

Tertiærforebygging omfatter alle former for tiltak som har som mål å forhindre at ytterligere lovbrudd blir begått. Tertiærforebyggende tiltak retter seg mot de som allerede har forbrutt seg mot loven (Giertsen 1994). Tradisjonelle tiltak som settes inn fra rettsvesenets side faller inn i denne kategorien, for eksempel individuell avskrekking eller sysselsettingstilbud til løslatte fanger (Hage 1996).

Kyvsgaard overfører disse begrepene på barn og unge. Primærforebyggelse rettes mot barn som vil forbedre sine levekår. Sekundærforebyggelse bruker hun om gruppen som befinner seg i en risikosone i forhold til kriminalitet, og

tertiærforebyggelse retter hun mot en identifisert gruppe av kriminelle (Kyvsgaard 1990:210).

Størst betydning har denne inndelingsmodellen hatt når det gjelder tidsaspektet. Modellen skiller mellom å hindre at noe oppstår, hindre forverring og hindre at et uønsket fenomen beveger seg ut i det uønskede. Denne tredelingsformen har imidlertid vært utsatt for sterk kritikk. Først og fremst går kritikken på at modellen er hentet fra forebygging i medisinen noe som utgjør en stor forskjell i forhold til kriminalitet. Det er i medisinen eksempelvis objektiv kunnskap om hvordan man kurerer visse sykdommer, i motsetning til objektiv kunnskap for eksempel forebyggelse av lovbrudd.

Kritikken gjelder også grensene mellom de ulike nivåene som ligger nær opp til hverandre, slik at skillet blir vanskelig å trekke i praksis. Dette gjelder særlig grensen mellom sekundær- og terciærforebygging. Det har også blitt satt spørsmål ved om terciærforebygging faller inn under forebyggingsbegrepet, fordi det ligger så nær opp til behandlingsbegrepet, men det blir påpekt at forebyggingsbegrepet brukes om både det "å være føre var" og det "å være etter snar".

""Å vera føre var" siktar til å setta inn tiltak i forkant i form av såkalla proaktiv eller offensiv forebygging. "Å vera etter snar" handlar om å minska ytterligare forverring som blir kalla reaktiv eller defensiv forebygging" (Hage 1996:7).

Tiltakene kan plasseres i flere kategorier etter denne inndelingsmetoden. For eksempel vil straff virke både på terciært nivå gjennom rehabilitering og på primært nivå gjennom allmennprevensjon overfor befolkningen (Hage 1996). Av den grunn har vi valgt å ikke plassere de forebyggende tiltakene mot ulovlig innsidehandel i denne forebyggende modellen.

Sosial forebygging og situasjonell forebygging

Hage 1996 refererer til Wichström 1994 som skiller mellom sosial forebygging og situasjonell forebygging. Det vil si han skiller mellom sosiale og situasjonelle tiltak å forebygge.

Sosial forebygging tar sikte på å minske tilbøyeligheten til å begå et lovbrudd på individnivået. Sosialisering skal knytte bånd til samfunnet og vil hindre rekruttering av nye lovbrøyttere.

Ved forebygging som retter oppmerksomheten mot lovbruddet istedenfor lovbyteren finnes det to tilnæringsmåter: situasjonell forebygging og forebygging som legger vekt på omgivelsene⁶⁹. Vi har valgt å legge vekt på situasjonell forebygging.

Situasjonell forebygging tar utgangspunkt i det rasjonelle valget en lovbyter har for å redusere kriminaliteten. I denne forebyggingsformen er det den spesifikke situasjonen hvor lovbruddet blir utført som står sentralt og ikke lovbyteren, og tiltakene her vil være mer kortsiktige. Heving av oppdagelsesrisiko ved å gjøre lovbruddet vanskeligere, mindre lønnsomt og risikabelt er faktorer som legges til grunn her (Hage 1996).

"I følge Clarke legg teorien til grunn ei enkel, tredelt oppfatning av at kriminalitet inntraff når ein motivert lovbytar og eit høvelig mål eller offer møtest i tid og rom samtidig som ein høvelig kontrollør er fraverande. Stiuasjonell kriminalitetsforebygging er med andre ord i utgangspunkt orientert mot dei psykologiske og fysiske disposisjonane som er ibuande i gjerningspersonen, men sett fra eitt bestemt perspektiv" (Hage 1996:24).

Clarke 1992 definerer situasjonell forebygging som:

"Situational prevention comprises opportunity-reducing measures that are, (1) directed at highly specific forms of crime (2) that involve the management, design or manipulation of the immdiate envireonment in as sytematic and permanent way as possible (3) so as to increase the effort and risk of crime and reduce the rewards as perceived by a wide range of offenders" (Clarke 1992:4).

Med basis i denne definisjonen utarbeidet Clarke 12 forebyggingsteknikker med utgangspunkt i økt risiko, økte anstrengelser for gjennomføringen og redusert utbytte.

Clarke nevner for eksempel rattlås på biler for å forhindre tyveri og konduktører på busser for å hindre vandalisme som situasjonell forebygging. Kriminaliteten forhindres situasjonelt, som vi ser av disse eksemplene, ved at risikoen økes eller gjør det vanskeligere for lovbyteren å utføre lovbruddet (Clarke 1992).

Ofte har det i tilknytning til forebygging blitt sagt at " ingenting virker". Situasjonelle forebyggings teoretikere mener at forebyggingstiltak virker gjennom å fokusere på problemene. Den tar utgangspunkt i problemløsningen på et mikronivå, slik at teorier sjelden kan gjøres allmenne (Hage 1996). Med det menes at forebyggingstiltak

⁶⁹ Forebygging som legger vekt på omgivelsene ("defensible space") blir betraktet som en engelsk retning. Men denne formen for forebygging er også påvirket av amerikansk tenkning på 1960- og 70-tallet hvor man var av den oppfatning at gjennom arkitektur som ga overblikk og utviklet et ansvar hos beboerne så kunne man forebygge kriminalitet (Hage 1996).

utarbeides spesielt for hvert tilfelle (situasjon), og at de av den grunn ikke kan brukes til å forebygge generelt. For eksempel vil bruk av rattlås på biler forhindre at den enkelte bil ikke blir stjålet, men det vil ikke virke forebyggende på biltyverier at hver enkelt bil utstyres med rattlås.

"Konservative kritiserer retninga for å sky straffeaspektet" (Hage 1996:106). Andre hevder at teorien fremmer et samfunn som er overfladisk og autoritært uten å se på de grunnleggende årsakene til kriminalitet og hensyn til omsorg. Kritikken som venstresiden retter mot teorien, bygger på at den ikke bryr seg om faktorer som sosial rettferdighet og rådende definisjoner av kriminalitet. Det har blitt reist spørsmål om hvor effektiv denne forbyggingsteorien er hvis man ser utenfor det enkelte tiltak på mikronivå (Hage 1996).

En generell kritisk innvending er muligheten for at lovbruddet blir overflyttet (displacement) til andre tider, steder, objekter eller typer av kriminalitet (Ekblom og Pease 1995). Clarke sier at det har blitt hevdet at forskere ikke har klart å bevise at overflytting har skjedd, særlig i de situasjoner hvor den kriminelle handlingen har blitt overflyttet til andre typer av kriminalitet enn hva som i utgangspunktet var målet. Clarke sier videre at økningen i kriminalitet (som kanskje uansett ville ha inntruffet) feilaktig har blitt tillagt overflytting. Det skjer ikke nødvendigvis alltid en overflytting av kriminaliteten. Som eksempel på dette nevner han uanstendige oppringninger, hvor det ble innført nummervisning på telefonen. Alle var ikke iherdige oppringere som håpet på å treffe en påvirkelig kvinne, men mange viste seg å plage kun utvalgte kvinner i deres bekjentskapskrets (Clarke 1995).

10.2. Hva setter grenser for forebyggingen

Giertsen tar opp problematikken med at forebyggingstiltak vanskelig lar seg effektevaluere. Dette fordi forskere ikke klarer å isolere de enkelte faktorene for å fastslå om det har vært en eventuell nedgang. Giertsen kritiserer forebyggingen ved at nytteverdien måles i effektivitet. Hun mener at for eksempel menneskelige hensyn forsvinner når forebyggingstiltak skal effektevalueres (Giertsen 1994).

Enkle og entydige svar på hva som er årsaken til kriminalitet finnes ikke. Derfor vil det i praksis være vanskelig å knytte forebyggende teorier til praksis. Innsikten i hva som skaper kriminalitet er så mangelfull at det blir snakk om å tolke antatte årsaker ut fra bestemte perspektiv (Hage 1996).

Et av problemene ved forebygging av ulovlig innsidehandel er at kriminaliteten er skjult, og det er vanskelig å anslå omfanget foruten at det antas at det forekommer i større grad enn hva som kan leses ut av dommene. Forebyggende tiltak blant de som allerede er kriminelt belastet er det veldig vanskelig å uttale seg om, fordi det er få dømte og derfor vet svært lite om disse lovbrøtterne. En mulighet er å ta utgangspunkt i de som vi vet har tilgang til ikke offentliggjort informasjon, de klassiske insiderne.

Forebyggingsbegrepet er svevende - effekten av tiltak lar seg ikke måle, det er vanskelig å skille mellom forebygging og straff. Sæbø antar at moralsk fordømmelse, straff og tap av stilling kan ha en preventiv effekt på ulovlig innsidehandel, men han tror at den preventive effekten begrenses av forskjellige oppfatninger av legitimiteten av ulovlig innsidehandel.

"Den alminnelige moralske fordømmelsen av innsidehandel, den infamerende effekt på insidereguleringen vil ha i større finans- og samfunnskretser, risikoen for å miste stilling og posisjon, samt straffeansvar, må antas å ha betydelig preventiv effekt. På en annen side vil den preventive effekten begrenses blant annet som følge av det store mangfoldet av investorer med ulik bakgrunn og tilknytning, og med varierende oppfatninger av legitimiteten av å handle på basis av innsideinformasjon" (Sæbø 1995:598).

Eriksen (1987) mener et av problemene ved å forebygge økonomisk kriminalitet er at handlingene ikke alltid nødvendigvis bare er negative. "Det kriminalitetsforebyggende mål må derfor være å hindre lovbruddene uten å legge vesentlige byrder på den lovlige virksomheten "(Eriksen 1987:145). Overført til ulovlig innsidehandel vil det si at det er ikke mulig å stenge hele aksjemarkedet for å forebygge innsidehandel, men må prøve å forebygge uten å legge alt for store hindringer i veien for investorene. Ved å stramme inn forbudet kan man få det paradokset at skikkelige investorer avholder seg fra å handle, fordi de er redde for å bli mistenkt for innsidehandel.

"Og når det er situasjonen - at det er bevisste aktører - så er det kun to ting som virker forebyggende (selvfølgelig moraldannelse i den grad det virker), men utover det så er det straffereaksjon - trussel om sanksjoner hvis man blir tatt - og oppdagelsesrisiko og størrelsen på reaksjonen" (Intervju C).

10.3. Forebygging og individualprevensjon

Individualprevensjonen skal rette seg mot den enkelte som har begått en kriminell handling. Tankegangen er at den dømte ikke skal falle tilbake til en kriminell løpebane etter straffen. Effekten av et individualpreventivt tiltak måles etter

tilbakefallsprosenten (recidiv). Tiltak som man går ut ifra fungerer individualpreventivt er rehabilitering og resosialisering, helbredelse, avskrekking og uskadeliggjøring eller inkapasitering.

Tiltak som skal virke rehabiliterende eller resosialiserende er tiltak som skal forberede den enkelte forbryter til å møte samfunnet igjen. Det kan dreie seg om opplæring eller disiplinering av forskjellige slag. Ved helbredelse er ideen at lovbyteren er syk, men at årsakene som framprovoserte lovbruddet lar seg behandle. Tanken ved uskadeliggjøring eller inkapasitering er at den dømte settes ut av spill for en kortere eller lengre periode. Inkapasiteringstanken bygger på at forbryteren settes ut av spill ved plassering i fengsel, mens den mest drastiske formen for uskadeliggjøring er dødsstraff. (Larsson 1997). Inkapasiteringsbegrepet deles vanligvis opp i selektiv og kollektiv inkapasitering. Kollektiv inkapasitering bygger på forebygging ved bruk av lik straff for samtlige lovbytere og selektiv inkapasitering bygger på at den gruppen av lovbytere som forventes å bli mest kriminelt aktive blir straffet hardere. Forskjellen mellom disse to inkapasiteringsteoriene er at selektiv inkapasitering baserer seg på å plukke ut enkelte lovbytere, mens en ved kollektiv inkapasitering ser på spesielle typer av lovbrudd. (Hage 1996).⁷⁰

"Berre reint unntaksvis har altså fengslet nokon individualpreventiv effekt. For allmennprevensjonen sitt vedkommande fell det langt vanskeligare å konkludere lik entydig fordi der er så problematisk å måle almenpreventive effektar empirisk" (Hage 1996:127).

Avskrekkingsteorien er at lovbyteren skal bli dømt til en reaksjon som er så ubehagelig at denne avskrekkes til ikke å begå nye lovbrudd. Teorien om individualprevensjon har variert opp gjennom historien. Teoriene om allmennprevensjon og individualprevensjon har avløst hverandre som begrunnelser for straff siden midten av 1700-tallet. På slutten av 1800-tallet skjedde et trosskifte og straffens formål ble nå å forebygge kriminalitet gjennom individualprevensjon. Særreaksjonene vokste fram. Tanken bak disse var at straffen skulle rettes mot individet. Dette førte til en proaktiv strafferett, dommer som var relativt uavhengige av tid og ulikhet i behandling. Ut fra dette sprang tanken om at straffen måtte tilpasses hver enkelt lovbyter - særreaksjonene. Senere ble også det som av lovbyteren skulle oppfattes som behandling kritisert. Ved behandlingssideen ble oppmerksomheten rettet mot faktorer i samfunnet som kunne være kriminalitetsfremkallende (Larsson 1997, Hage 1996, Christie 1982)⁷¹. I nyere tid bemerker Mathiesen (1995) at man har gått mere bort fra tanken om

⁷⁰ Se også Mathiesen 1995.

⁷¹ For en mere utfyllende kritikk i forhold til individualprevensjon og særreaksjoner se Larsson 1997.

allmennprevensjon og i retning av individualprevensjon. Larsson bemerker også dette, men vektlegger behandlings- og læringstiltak. Tanken om inkapasitering/avskrekking har fått en ny kraft.

Sett ut fra den medisinske forebyggingsmodellen vil forebygging som skal virke individualpreventivt virke på et tertært nivå, det vil si personer som allerede har forbrutt seg mot loven. Målet er å redusere faren for ytterligere skade.

Hvilke tiltak mot ulovlig innsidehandel kan virke forebyggende gjennom individualprevensjon? I forhold til innsidehandel ser det ut til at kun to av disse teoriene passer inn, fordi rehabiliterings/resosialiseringstanken vil være fremmed og/eller kanskje ikke ha noen effekt for disse lovbrύτεerne, fordi de er rasjonelle aktører. Normalt begås ikke disse lovbruddene av mennesker som er syke. Innen rehabilitering vil det eneste som Larsson (1997) nevner, som kanskje kan overføres til ulovlig innsidehandel være moralstanken (moralisk opplæring). Allikevel vil det kanskje være vanskelig å lære opp en som har forbrutt seg mot innsidehandelsforbudet i moral, fordi for det første blir økonomiske lovbrudd veldig ofte ikke sett på som noe moralsk negativt (holdningen til lovbruddet er blant menigmann er kanskje ikke så fordømmende som for andre tradisjonelle lovbrudd). For det andre vil oppfatninger av legitimiteten i det respektive miljøet være avgjørende for moralen.

Uskadeliggjøring eller inkapasitering vil ved ulovlig innsidehandel si fengselsstraff i maksimum 6 år. Dette vil i forhold til ulovlig innsidehandel kanskje ha en større individualpreventiv virkning på disse lovbrύτεerne enn tradisjonelle lovbrύτεere, fordi, som vi har vært inne på, økonomiske lovbrύτεere har mye mer å tape ved inkapasitering. Det være seg tap av stilling og tillit, sosial status og venner som det antas at disse setter høyere enn tradisjonelle lovbrύτεere. At investorene er rasjonelle aktører vil spille en sentral rolle her, det vil si hvor stor vurderer aktørene muligheten for å bli tatt og straffet for lovbruddet kontra fortjenestemuligheten ved bruk av ulovlig innsideinformasjon.

Det må antas at avskrekkingseffekten i forhold til "innsidehandelsdømte" har større virkning enn i forhold til tradisjonelle kriminelle. Ofte tar man også bort årsakene som fører til kriminaliteten for aktørene ved avskrekking. Ved tap av stilling kan det også innebære at lovbrύτεeren "mister" kilden hvor han fikk tak i den ulovlige innsideinformasjonen.

Morten Eriksen uttrykker om straff:

"Når et lovbrudd har skjedd oppstår det gjerne uopprettelige skadevirkninger av økonomisk eller ikke-økonomisk karakter. Gjenopprettelse og reparasjon er ofte umulig. Bruk av straff mot lovovertreder vil således ikke gjenopprette skaden som er påført offeret, selv om straffens almenpreventive virkning virker forebyggende og kan hjelpe potensielle skadelidte" (Eriksen 1995:13).

10.4. Forebygging og almenprevensjon

"Almenprevensjon betyr at man ved å straffe lovbyteren tar sikte på å påvirke andre enn den enkelte lovbyter, slik at de ikke begår lovbrudd" (Schaft 1997:364).

Tiltakene tar sikte på å påvirke allmennheten eller befolkning og redusere kriminaliteten blant disse. Ved at handlinger belegges med straff gjennom straffeloven er dette med på å avskrekke den generelle del av befolkningen. Trusselen om at straffen blir fullbyrdet og ved å bemerke det moralske i det, er med på å virke moraldannende på allmennheten. Trusselen om straff og moraliseringen gjør at lovlydigheten blir vanedannende blant befolkningen slik at loven etterfølges naturlig (Schaft 1997).

Teorien om allmennprevensjon bygger på teorien om rasjonelle valg. Aktørene vil oppnå mest mulig til minst mulig risiko. Straffen skal gi uttrykk for hva som rett og galt, og den skal være så streng at folk velger å være lovlydige. Økonomer er opptatt av en slik nyttemodell. Hvor stor risiko (oppdagelse, straff) er det kontra fortjeneste. Ofte blir det hevdet i slike økonomiske studier at allmennprevensjon virker, blant annet mener de å kunne bevise at høyere oppdagelsesrisiko fører til redusert kriminalitet (Schaft 1997). Grunnen, som vi var inne på, er at disse lovbyterne er rasjonelle eller nyttemaksimerende i sine valg. Kritikken som har blitt rettet mot denne teorien er at det ikke passer på flertallet av lovbyterne hvor lovbruddene blir begått i påvirket (rus)tilstand, en sinnstilstand e.l. (Hauge 1996).⁷²

Forebygging som skal virke allmennpreventivt vil ut fra den medisinske modellen først og fremst være et primærforebyggende tiltak siden den skal hindre at kriminaliteten oppstår. Men en oppkriminalisering vil også kunne virke som sekundærforebygging, det vil si at den skal hindre eller redusere at allerede utviklet

⁷² Diskusjon omkring straff og almenprevensjon, hvorfor allmennpreventiv virkning er sviktende, hvorfor det ikke er moralsk riktig å begrunne straff ut fra allmennpreventive hensyn henvises til Mathiesen 1995 grunnet kompleksiteten og omfanget som er for stort i forhold til dennes oppgavens rammer.

kriminalitet sprer seg. Tenker vi oss en som tok sjansen på å handle aksjer med ulovlig innsideinformasjon når strafferammen for lovbruddet var 2 års fengsel, finner vedkommende det kanskje ikke rasjonelt å utføre det samme lovbruddet i dag når strafferammen er 6 års fengsel og oppdagelsesrisikoen er høyere.

Som Hage 1996 presiserer er det viktig å merke seg at allmennprevensjon vil virke temmelig forskjellig på ulike typer lovbrudd.

"Overfor disse lovbrudd (økonomisk kriminalitet: min anm.), ...[] har man mindre moralske hemninger, samtidig som man kan få betraktelige gevinster. Mange vil innrette sin handlemåte etter oppdagelsesrisikoen,...[] og dermed vil sannsynligheten for straff påvirke folks valg mellom lovlig og ulovlig atferd" (Andenæs i Schaft 1997:367).

Ulovlig innsidehandel vil kanskje være en type økonomisk kriminalitet hvor aktørene i stor grad er rasjonelle og handler ut fra oppdagelsesrisiko og straff. En skjerpelse i strafferammen og oppdagelsesrisikoen for utnyttelse av ulovlig informasjon kan man dermed anta vil virke almenpreventivt ut fra denne begrunnelsen.

Johansen (1991) uttrykker at det er et utbredt synspunkt⁷³ i "corporate crime debatten" at det er lettere å avskrekke økonomiske lovbrudere enn tradisjonelle lovbrudere. Dette fordi det blant annet antas at de har mere å tape på å komme i fengsel.

Under mediekapitlet tok vi opp problemstillingen med stigmatisering i media. Dette vil nok kanskje også virke allmennpreventivt i forhold til ulovlig innsidehandel.

Clarke (1980) nevner påbud om hjelmbruk på motorsykel som et forebyggende tiltak som ville bringe ned personskadestatistikken. Tiltaket hadde også en allmennpreventiv effekt på bekvemlighetstyverier av motorsykler. Motorsykkeltyster ville synke dersom tyven ikke samtidig klarte å stjele en hjelm. Forebyggende individualpreventive tiltak ved ulovlig innsidehandel kan også ofte antas i tillegg å være allmennpreventive. Et eksempel er kinesiske murer for vern om innsideopplysninger (se pkt. 10.7).

10.5. Straff og oppkriminalisering som forebygging

⁷³ Det finnes lite konkret forskning på dette, så det vil kun være antagelser.

I den nye loven om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 § 14-3 straffes den som overtrer ulovlig innsidehandelsforbudet med fengsel inntil seks år.⁷⁴ Det vil først og fremst i forbindelse med fengselsstraff være snakk om en allmennpreventiv virkning. Allmennpreventivt kan man til en viss grad påstå at den retter seg mot store deler av befolkningen siden alle i teorien har muligheten til å handle aksjer. Tiltakene retter seg mot de som handler aksjer på børsen og skal avskrekke disse fra å utnytte seg av ikke offentliggjort innsideinformasjon til å handle med hvis de får tilgang på det. Det har vært en del diskusjonen om straff kan ses på som forebygging. Vi har valgt å ikke gå nærmere inn på denne problemstillingen her.

Tidligere var vi inne på rasjonell aktør modellen ved ulovlig innsidehandel. Det må kunne antas at aktører som operer i aksjemarkedet er rasjonelle aktører. Aktørene vil oppnå mest mulig til best mulig pris. Har de tilgang til informasjon vil nok oppdagelsesrisiko og straffeutmåling ligge til grunn for om de utnytter denne informasjonen. Et av problemene med ulovlig innsidehandel antas å være overflytting av problemet, ikke til andre typer kriminalitet, men til andre metoder. Det vil si at de handler mer skjult eller lar en tredje person handle for seg. Altså kriminaliteten tar andre former, ved for eksempel bruk av stråmenn.

Diskusjonen om allmennprevensjon virker, som det har blitt hevdet av enkelte økonomer, henger som vi har vært inne sammen med oppdagelsesrisiko. Men som Johansen 1992 og Eriksen 1987 nevner antas det at økonomiske forbrytere er lettere å avskrekke enn tradisjonelle lovbrøyttere, fordi de har mer å tape ved et fengselsopphold og de antas å være rasjonelle aktører. Det er av den grunn en mulighet for at den preventive effekten vil være større ved økonomiske lovbrudd enn tradisjonelle.

"Jeg tror ikke at økningen i strafferammen i seg selv hadde noen faktisk betydning for etterlevelse av straffebudet. Jeg tror nok heller at ting som at innsidehandel oppfattes som alvorlig i samfunnet virker forebyggende" (Intervju A).

Informant A mener oppfatningen av ulovlig innsidehandel i samfunnet som en umoralsk straffbar handling er en faktor som kan virke forebyggende. Ved at noe er eller blir kriminalisert vil dette uttrykke hva som er rett og galt. Straffens lengde ved at for eksempel at drap har en strafferamme på 21 år, gir uttrykk for at det er mer moralsk forkastelig enn fyllekjøring med langt kortere strafferamme. Straffen skal videre virke moraldannende i samfunnet.

⁷⁴ I lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 61 § 62.

"Likedanningsteorier kan bestå i antagelser om at straffen uskadeliggjør eller forbedrer forbrytere og i formodninger om at straffen virker almenpreventivt ved å avskrekke likesinnede fra å øve misgjerninger eller ved å virke moraldannende" (Aubert 1993:3).

Økningen av strafferammen i 1991 til seks års fengsel, for ulovlig innsidehandel, kan ha virket forebyggende på markedets aktører hvis de er rasjonelle aktører. En økning i strafferammen må ses i forbindelse med at det er en rimelig oppdagelsesrisiko, men ut fra tanken om at aktørene er rasjonelle kan man anta at en økning i strafferammen har hatt en preventiv virkning. Blant annet vil aktørene veie strafferamme, oppdagelsesrisiko og gevinst opp i mot hverandre. På en annen side vil ikke en økning i strafferammen ha noen forebyggende effekt hvis ikke aktørene handler rasjonelt og oppdagelsesrisikoen er liten.

Sammenheng mellom straffetrussel, sjansen for faktisk å bli straffet (oppdagelsesrisiko og rettsutfall), den moralske oppfatning av handlingen og aktørene som rasjonelle er faktorer som veies opp mot hverandre når man skal se på den forebyggende effekten av straff og oppkriminalisering ved ulovlig innsidehandel.

10.6. Kontroll

Kan vi si at kontroll har en viss forebyggende effekt? Hva mener vi med kontroll i et forebyggingsperspektiv?

Ellingsen viser i sin offerundersøkelse at ledere i næringslivet legger sterk vekt på kontroll for å forebygge økonomisk kriminalitet. Tiltakene som næringslivslederne foreslo som forebyggende vil ligge i grenseland mellom hva Christie (1982) kaller primær og sekundær- kontroll, skriver Ellingsen (1995). Dette fordi det ikke er kontrolltiltak iverksatt av en sekundærkontroll, men er heller ikke direkte primærkontroll mellom de som arbeider i næringslivet.

Når vi i vårt tilfelle snakker om kontroll tenker vi først og fremst på sekundærkontroll gjennom Kredittilsynet, Børsen og Økokrim, men også tiltak som Ellingsen beskriver som ligger i grenseland. Med det mener vi for eksempel kontroll som utføres av Norges Fondsmeglerforbund av meglernes etiske retningslinjer. Dette vil være kontrolltiltak i grenseland fordi det utføres av personer tilknyttet miljøet, men er videre ikke direkte sekundær (se pkt. 10.8). Kontrolltiltakene vil ha som mål å avdekke ulovlig innsidehandel, men også å forebygge. Gjennom kontrolltiltakenes og kontrollorganenes eksistens vil lovene og reglene virke forebyggende. Først og

fremst vil det gjelde Kredittilsynet og Børsen. Informant A utrykte i forbindelse med kontrollantenes forebyggende arbeid:

"Men når det gjelder de faktiske mulighetene med de forebyggende reglene man har i dag, så har jeg ikke grunnlag for å si annet enn at Børsen og Kredittilsynet gjør en fullt nok god jobb" (Intervju A).

Ved lovbrysterens bevissthet om at lovapparatet finnes, er det med på å påvirke dennes rasjonelle valg, fordi det blir mere usikkert å begå den kriminelle handlingen og dermed blir lovbruddet mere risikabelt. Det vil også gjennom kontrolltiltakene bli vanskeligere å utføre den kriminelle handlingen. Som vi var inne på vil strafferammen og oppdagelsesrisikoen henge sammen. Ved kontrollapparatets eksistens vil det være en potensiell mulighet for at lovbruddet vil avdekkes og dermed vil også det være en del av forebyggingen. Kontrollapparatet har blitt styrket ved at de har fått tildelt større midler. Noe som kan antas å føre til en mulighet til at flere lovbrudd blir avdekket og dermed også bidrar til å styrke forebyggingen av lovbruddet.

Ved at kontrollapparatet går aktivt ut for å informere om gjeldende og nye regler og lover på området, kan det også bidra til å styrke den forebyggende effekten. Aamo, direktør i Kredittilsynet, uttalte om saken :

"Det meste av vårt arbeid er forebyggende. Vi søker å forklare og informere best mulig om de regler som gjelder og hvordan de skal følges opp bl.a. ved hjelp av rundskriv og direkte informasjonsmøter med foretak og med aktører i markedet" (Aamo 1997:16).

En bevisstgjøring kan i seg selv kan virke forebyggende, og dermed vil kontrollapparatet også indirekte fortelle at de eksisterer og at de følger med på om regler blir brutt.

"Det er to grunner til at kontrollapparatet gjør det de gjør: det ene er selvfølgelig å få tatt og straffet de eventuelle skyldige vi finner, men også en preventiv virkning at tilstedeværelsen er også en del av jobben. At det å puste folk i nakken gjør at de forhåpentligvis tenker seg om to ganger før de utnytter informasjonen" (Intervju D).

På en annen side er det nok store fare for at noen av aktørene ikke vil måle oppdagelsesrisiko i kontrollapparatets aktivitet, men i dommer som har ført frem.

"Når det gjelder de forebyggende reglene så har man informert om de ganske omfattende, f. eks.. deklareringsplikt er grundig informert om til foretakene. Jeg har vel inntrykk av at foretakene informeres ganske grundig om endringer som får betydning for de, f. eks. med hensyn til innsideres transaksjoner o.l. Jeg vet iallfall at Børsen er veldig flinke til dette for det har jeg sett i en del rundskriv som de sender ut" (Rundskrivene er fra 1993:min anm.) (Intervju A).

Kontrollen vil virke både reaktiv og proaktiv. Kontrollen vil kunne plasseres i situasjonell forebygging ved at den øker oppdagelsesrisikoen og lovbruddet blir vanskeligere å utføre som er et av kjennetegnene ved situasjonell forebygging (reaktiv). Kontrollen av ulovlig innsidehandel skal også forhindre at ytterligere lovbrudd blir begått (proaktiv). Her vil blant annet individualpreventive tiltak falle inn.

10.7. Interne moralregler (etikk)⁷⁵

Interne moralregler i utstedende selskaper og meglerfirmaer er gjerne gitt i form av direktiver. Det vil også være snakk om uformell uskreven moral i bedriften i synet på ulovlig innsidehandel, som kan skapes gjennom blant annet holdningsskapende arbeid.

Hva er forskjellen mellom juridisk og etisk regelverk? Et skille er at de juridiske reglene er pålagt utenfra. Det vil si av kontrollorganer og myndigheter. Det er også en oppfatning innad i markedet at det er et behov for en regulering. Etske regler kan deles i to: de pålagt av myndigheter og de selvpålagte. Begge typer etske regler er tildels overlappende. De som er pålagte av myndigheter har en strafferamme, mens de selvpålagte kan sanksjoneres med bøter og utestengelse.

Löfmarck mener at etske regler kan være berettiget av flere grunner "[...]bl a för att motverka brott, men den kan inte ersätta en strafferettslig reglering när en klar kriminaliseringsgrund påvisas" (Löfmarck 1988:74).

Nedenfor behandles kravene til god forretningsskikk og Norges Fondsmeglerforbunds etske retningslinjer. Kan etske retningslinjer og moral virke forebyggende i forhold til ulovlig innsidehandel?

Informant A tar opp moralproblematikken ved ulovlig innsidehandel:

"Det må ses i sammenheng med [...] problemene med å vise til et offer som har fått skade som følge av innsidehandel. Dette vil påvirke vurderingen av det

⁷⁵ Krav om interne regler, se også den danske værdipapirhandelloven av 1. jan. 1996 §37, og Afrell (1991:93) om svenske internregler.

moralske også, fordi alle kan det se det umoralske i å donke en gammel dame i hodet og ta vesken ; hun får fysisk skade og det går ut over hennes formue. Men om jeg hadde innsideinformasjon i Norsk Hydro og solgt til en som ville ha kjøpt uansett, så ville den gevinsten jeg da får være på noens bekostning, men på hvems?" (Intervju A).

Johansen (1991:23) spør om moralen spiller noen som helst rolle. Johansen sier at moralen vil spille inn, men næringsdrivende vil også støte på situasjoner hvor de er påvirket av moralske betraktninger.

Det som vil være problemet med interne regler (også i en viss grad kinesiske murer) er hvem det er som har ansvaret for at disse blir fulgt, og hvilke sanksjoner risikeres om reglene brytes?

Etiske retningslinjer kan ses på som et reaktivt tiltak som settes inn i forkant.

Meglere og meglerfirmaer

Meglere og meglerfirmaer vil i tillegg til paragrafen om god forretningsskikk rammes av Norges Fondsmeglerforbunds etiske retningslinjer.

"De etiske normene har til formål å bidra til at rådgivning og omsetning av finansielle instrumenter skjer på en forsvarlig måte der alle parter interesser blir ivaretatt. Enhver som er omfattet av disse normene skal opptre slik at tilliten til verdipapirmarkedet blir fremmet" (Utdrag fra Norges Fondsmeglerforbunds etiske retningslinjer 1995, § 1).

De etiske retningslinjene omfatter for eksempel egenhandel, viten om at klienter handler med ulovlig innsideinformasjon, meglerhusenes fordeling av aksjer og spredning av informasjon. Det være seg informasjon om salg/kjøp av en aksjepost. Hvis megleren har kjennskap til noen som misbruker fortrolige opplysninger vil det være i strid med god meglerskikk eller god forretningsskikk (Christensen/Bjørland 1990), dessuten vil forbundets etiske retningslinjer være brutt. Etikk i seg selv er et innviklet felt, og det er vanskelig å trekke klare grenser for hva som er rett eller galt. Hvor går for eksempel grensen for meglere som smører sine kunder ved forskjellige anledninger. Aftenposten 3. februar 1998 skriver "*Meglerhus hudflettet av eget forbund*". "Harrys" Fonds ble ilagt en bot av Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd fordi de fordelte aksjer til egne og til to andre meglerhus i forbindelse med en aksjekapitalutvidelse. Rådet konkluderte med at den hadde brutt kravet til god

forretningsskikk og forbundets interne etiske normer. Dette eksemplet kan ses på som et klart brudd på etiske retningslinjene.

I Dagens Næringsliv 25. januar 1997⁷⁶ finner vi et eksempel som ikke er så åpenbart: *"Megler savner regler - Ser Lipp-pilsen som hovedproblemet"*. Direktør Askvig i meglerhuset Sundal Collier ser torsdagspilsen som hovedproblemet, fordi meglere elsker å skryte av sine bragder, sier han. I "bar-eksemplet" vil også rapportering av informasjonsmottagere og kinesiske murer være til liten nytte, fordi vedkommende ikke selv utnytter informasjonen, men gir den videre. Det er derfor vanskelig å spore informasjonen. I slike tilfeller vil det kanskje ha en større forebyggende effekt hvis det er mulig å skape en moral som appellerer til samvittigheten. Som vi har sett av de to ovenstående eksemplene kan det være stor forskjell i graden av brudd på etikkreglene. I eksemplet med barsladder vil ikke forebygging ved hjelp av kinesiske murer være til noen hjelp. Så her vil appellen til god etikk og moraldanning kanskje være en av de få tingene som kan virke forebyggende.

"Formidlere som på grunn av sitt arbeid eller oppdrag for en utsteder har presise og fortrolige opplysninger (innsideinformasjon) om et foretak eller kjennskap til begivenheter som kan påvirke et foretaks kursfastsettelse, må ikke gi råd om handel med de verdipapirer opplysningene vedrører" (Utdrag fra § 7.2 Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer).

Kontrollen av meglere, som i "bartilfellet", er komplisert for ikke å si nesten umulig. Det samme vil være tilfellet i bedrifter hvor ansatte uoffisielt snakker med hverandre. Trusselen om straff som ofte er med på å hjelpe til ved forebygging er ikke så sterk ved et regelbrudd. Når det gjelder brudd på Norges Fondsmeglerforbunds etiske retningslinjer uttaler en representant om disse:

"Brudd på våre etiske lover kan medføre bot, eksklusjon og vi kan sende sakene videre til myndighetene hvis det er nødvendig. Vi har aldri hatt den type saker i forbundet med at noen skulle være involvert i innsidehandelsaker. De etiske reglene må man skrive under på ved ansettelse" (Intervju E).

Norges fondsmeglerforbund kan også beslutte å sende saker over til Kredittilsynet eller Oslo børs for behandling (Norges Fondsmeglerforbunds behandlingsregler § 8). Fra og med 1991 til og med 1996 behandlet Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd 25 saker, men fram til mars 1997 var det meldt inn 7 saker (DN 1. mars 1997), altså en økning i antall saker.

⁷⁶ Se også : "Aksjemeglere og barsladder" DN 1. februar 1997.

I likhet med våre andre forebyggingsmuligheter vil også brudd på de etiske retningslinjene være avhengig av kontroll og fristelse (rasjonelle aktører). Sagmo (Ph.D ved Handelshøyskolen BI) uttalte i en debatt om "Profitt og etikk i verdipapirmarkedet" i Aftenposten 28. februar 1997:

"Selvsagt vil ikke innsidernes selvålagte etiske retningslinjer stå seg i lengden mot slike fristelser. Ei heller vil lengre bindingstid på innsidernes aksjekjøp fjerne underliggende intensivkonflikt: Når informasjonspriviligerte aktører tillates å handle aksjer for egen regning i konkurranse med uinformerte motparters aksjeportefølje, er incentivkonflikten uavvendelig".

Som vi også kan lese i DN 1. mars 1997 blir meglere sendt på kurs for å lære seg etikk. Alle meglerne med kundekontakt må gjennomgå kurset, ellers mister de jobben. Ved den nye VPHL ble kravet til autorisasjon formalisert (DN 01.03.97). Spørsmålet vil da være om det kan endre en holdning? Kurset er et forsøk på et holdningsskapende arbeid.

Hvorfor har det vært en økning i innrapporterte etiske saker? Det er kanskje snakk om en endring i tiden - at etikkspørsmål har blitt "populært". Det vil også være et indisium når vi vet at det har vært en økning i antall etikksaker som er meldt inn til Norges Fondsmeglerforbunds etikkutvalg. Økningen i antall etikksaker kan også være et tegn på at det foregår flere tvilsomme transaksjoner som ligger i grenseland til det ulovlige. At det i markedet har blitt hardere konkurranse kan tyde på at meglerne er villige til å foreta handlinger som ligger i grenseland. Allikevel kan de etiske handlingene som blir innrapportert være et resultat at markedet har blitt hardere og at aktørene nå rapporterer sine "kollegaer" for handlinger som før ble sett på som akseptable.

God forretningsskikk

Begrepet god forretningsskikk skal erstatte det gamle uttrykket i loven av 14. juni 1985 - god meglerskikk.

"En regel om god meglerskikk er en såkalt rettslig standard hvis innhold vil avhenge av den rådende oppfatning til enhver tid. Det er derfor ikke mulig å angi eksakt hva som ligger i uttrykket "god meglerskikk" (NOU 1978:42, s. 125).

I Ot. prp. nr. 72 (1990/91) uttales det at reglene om god forretningsskikk og forbud mot urimelige forretningsmetoder er regler som supplerer paragrafen om ulovlig innsidehandel og som skal motvirke og redusere grunnlaget for innsidehandel.

Begge begrepene må kunne sies å være diffuse og det er vanskelig å si hva som ligger i dem, men man må kunne anta at de blant annet er til som et holdningsskapende arbeid i miljøet.

"Det foreligger ingen rettspraksis når det gjelder § 5 første ledd om god forretningsskikk. Forøvrig er det vanskelig å si hvilken betydning bestemmelsen i praksis har hatt" (NOU 1996:2, s. 82).

Vi kan snakke om to typer etiske retningslinjer. Primære og sekundære retningslinjer. Det må antas at begge har som mål å være holdningsskapende. Med primære tenker vi på interne retningslinjer. De kan sanksjoneres med bøter eller avskjedigelse, og er en form, som ligger et sted mellom primær og sekundærkontroll. Ved ansettelse av meglere må disse skrive under på at de aksepterer de etiske retningslinjene til Norges Fondsmeglerforbund. Reglene kontrolleres av "egne" kollegaer. Med sekundære etiske retningslinjer tenker vi på de som er hjemlet i VPHL, for eksempel paragrafen om god forretningsskikk. Disse kan straffesanksjoneres. De som bryter kravene til god forretningsskikk kan etter § 14-3 i lov av 19. juni 1997 straffes med bøter eller fengsel inntil et år. De som bryter Norges Fondsmeglerforbunds etiske retningslinjer blir bøtelagt eller utestengt. Hva vil god forretningsskikk si i praksis? Kursmanipulasjon, det vil si at aktøren forsøker å endre kursen på et verdipapir til et nivå som det ikke er grunnlag for i markedet, er et eksempel på dårlig forretningsskikk. I Bør Børson jr. så vi også at aksjemeglerne Månen og Solen solgte sine egne aksjer til Børson i en båt, som de trodde hadde blitt senket. De kan betegnes som dårlig forretningsskikk.

Kan de etiske retningslinjene være med på å forebygge ulovlig innsidehandel blant annet gjennom en holdningsendring? Tidligere har vi vært inne på at de som operer i markedet er rasjonelle aktører, som for eksempel hvordan det kalkuleres med fortjeneste kontra sjansen for å bli straffet for lovbruddet. Ser vi på god forretningsskikk er strafferammen inntil ett års fengsel og/eller bøter, men det er langt fra strafferamme til å bli straffet. For brudd på andre etiske retningslinjer blir det operert med bøter. Gustafsson 1988:16 uttrykker det slik:

"Ethiske normer står inte ensamma för sig, som självhävdande principer. För att kunna anknytas till mänskligt handlande måste de bindas samman med konkreta situationsbestämda mål-medel-kedjor."

Etikk som forebygging forsøker først og fremst å skape en holdning blant aktørene og bevisstgjøre denne. Den skal forhindre at kriminaliteten oppstår, men også hindre en videreutvikling av kriminaliteten. Man kan si at brudd på etikk-regelene er brudd på regelverket, mens moralen appellerer til samvittigheten.

Et spørsmål til ettertanke er om disse etikkregelene blir sett på som noe positivt eller som pålagt kontroll som er til hinder for de daglige gjøremål? På Norges Fondsmeglerforbunds etikk-kurs ble det av en av meglernes uttalt: "Jeg syntes at vi gamlegutta kunne sluppet disse greiene her" (DN 01.03.97). Hvor fruktbart dette eksempelet er det vanskelig å uttale seg om.

10.8. Kinesiske murer for vern om innsideopplysninger

Kinesiske murer har på norsk blitt kalt "vanntette skott". Skott mellom de forskjellige avdelingene i det utstedende selskaps avdelinger eller hos meglerfirmaer, slik at medarbeidere kun skal få tilgang til helt nødvendig informasjon og at man ikke får fri flyt av ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. I praksis vil det si at personer som arbeider i forskjellige avdelinger ikke får tilgang til hverandres avdelinger for å forhindre at personer som ikke har behov for informasjonen får tilgang til den, og bruke informasjonen til å handle aksjer med. VPHL av 19. juni 1997 § 9-1 punkt. 3 sier: "[...]oppbevarer finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene atskilt fra foretakets egne midler...[...]"

"Problemet kan løses ved atskillelse av informasjonsflyten. Gjennom fysiske tiltak og instruksjoner kan det etableres en avsondring av porteføljeforvaltningen fra institusjonens øvrige virksomhet. Slike tiltak betegnes gjerne som kinesiske murer. Den tenkte muren består altså i etableringen av tilfredsstillende rutiner som sikrer at investeringsbeslutningen og eventuelle fortrolige opplysninger holdes atskilt" (Reed 1996:117).

"Enskilda securities" er et av de få meglerhusene som fysisk har atskilt rådgivnings- og megler-virksomheten etter den såkalte "London modellen". I praksis vil det si at de to avdelingene holder til i hver sin etasje, og meglernes har fysisk ikke avgang til rådgivningsetasjen for at de ikke skal kunne skaffe seg informasjon som ikke resten av markedet har tilgang til (DN 25.01.97).

Kinesiske murer er et tiltak som kan ses på som situasjonell forebygging. Oppdagelsesrisikoen vil ikke bli større, men lovbruddet blir vanskeligere å utføre ved at det blir vanskeligere å få tilgang til informasjon, og kun de som har bruk for

informasjonen til å utføre sitt daglige arbeid får tilgang til den. Det blir lettere å avsløre ulovlig innsidehandel hvis de som har tilgang til informasjon utnytter denne, og dermed også større risiko for de som utnytter informasjonen til personlig fordel. Gevinsten vil ikke direkte påvirkes av kinesiske murer, men vil fortsatt være markedsavhengig.

Problemet vil også her være at den kriminelle handlingen blir overflyttet, det vil si bruk av andre metoder til å utføre lovbruddet. Lovbryterne kan antas å benytte seg av stråmenn og blir generelt mer forsiktige, hvis de får tilgang til informasjonen. Et problem som kan ikke kan løses med kinesiske murer, siden miljøene i Norge er små og alle vet hvem alle er, er at det snakkes sosialt utenfor arbeidsplassen (DN 25.01.97).

Bruken av kinesiske murer må kunne ses som et proaktivt forebyggende tiltak siden de settes inn i forkant for å forhindre en av faktorene for lovbruddet som i vårt tilfelle er tilgang til ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon.

Rapportering av informasjonsmottagere

Hva menes med rapportering av informasjonsmottagere? Utstedende selskaper må føre kontroll (loggbok) over hvem som mottar sensitiv ikke offentliggjort innsideinformasjon. Dette vil gjelde både bedriftens egne ansatte og ekstern innleid hjelp.

"Bedriften selv kan gjøre noe ved at de har et bevisst forhold til de ansatte, og regler for hvordan man skal behandle fortrolig informasjon - at det blir låst inn, ikke sprer det til flere enn nødvendig og fører loggbok over hvem som har fått informasjonen og når, slik at man kan følge informasjonsspredningen og også at de som mottar - hvis de må gi den videre - loggfører hvor den informasjonen har gått" (Intervju D).

Det er mulig å anta at rapportering/kontroll av hvem som mottar sensitiv informasjon kan bidra til å øke bevisstheten i utstederforetaket. Hvem mottar sensitiv informasjon, og at det kun er de som har behov for informasjonen gis tilgang til den. Det kan også antas å ha en preventiv effekt, fordi eksterne aktører med innsideinformasjon vil kunne komme til å opptre varsomt (NOU 1996:2). Også for

bedriftens egne ansatte kan det ha en viss forebyggende effekt siden de vil være klar over at det blir journalført hvem som mottar slik informasjon.

Ser vi bort fra muligheten til å overflytte lovbruddet vil det være til hjelp for kontrollmyndighetene som kan se hvem som har mottatt kurssensitiv ikke offentliggjort informasjon.

For at det skal bli mer interessant for bedriften å kontrollere sine egne er det to muligheter.

"Man kunne også tenkt seg selskapet kunne fått rett til å overføre gevinsten til seg, noe de kanskje også kan etter gjeldende selskapsrettsregler. Da kunne selskapet ha større egeninteresse i å kontrollere sine egne folk enn de har i dag" (Intervju A).

En annen mulighet er å innføre en foretaksstraff for de som bryter reglene om å føre kontroll med sine egne.

Rapportering av informasjonsmottagere kan ses på som situasjonell forebygging ved at den øker oppdagelsesrisikoen. Den gjør det kanskje ikke vanskeligere å utføre lovbruddet, men mer risikabelt. Ved at bedriften loggfører personer som mottar informasjon vil det være vanskelig å avgjøre om det setter personen eller lovbruddet i sentrum.

10.9. Meldeplikt, undersøkelsesplikt, og ugyldighet

Meldeplikt vil si at det gjøres krav om at innsideren melder fra om aksjeposter han kjøper eller selger. I § 3-1 i VPHL av 19. juni 1997 heter det: "Meldeplikt for tillitsvalgte og ansatte i utstederselskaper". Her er det krav om at disse straks skal gi beskjed til Børsen om kjøp eller salg. I "Obelix" saken mente Kredittilsynet at "Obelix" hadde misligholdt sin meldeplikt og anmeldte saken til Økokrim. Saken ble henlagt.

I Frankrike var meldeplikt fra 1967 til 1970 eneste form for regulering av innsidehandel, men etter at denne oppgaven ble for stor foreslo "Commission des Opérations de Bourse" en ny lov. Den nye loven hadde et visst strafferettslig ansvar, men var uten bestemmelser om registrering av innsidehandler (Löfmarck 1988).

Med undersøkelsesplikt menes at det skal foretas en forsvarlig undersøkelse om det foreligger presise opplysninger som kan være av kurssensitiv art, før aktøren handler (VPHL av 19. juni 1997, § 2-1 andre ledd). Denne regelen er et supplement og henger til dels sammen med meldeplikt, men det er uklart hva som ligger i uttrykket. I praksis vil det si at aktøren skal innhente informasjon på styremøte og gjennomgå post før han handler (Sæbø 1995).

Norges Høyesterett behandlet i 1995 en anke fra påtalemyndigheten om blant annet overtredelse av undersøkelsesplikten. Anken førte ikke frem.

"Den 1. oktober 1993 solgte A aksjer i A/S ---avisen, der han var styremedlem...[]. Til tross for at A var styremedlem i A/S---avisen på det tidspunkt salget fant sted, unnlot han å undersøke om det forelå fortrolige opplysninger om selskapet som ville ha hindret kjøpe eller salg av selskapets verdipapirer, herunder innhentet han ikke skriftlig klarering for salgene fra selskapets administrerende direktør" (Sak Inr 112/1995, snr 82/1995).

I saken ble det lagt til grunn at undersøkelsesplikten var oppfylt hvis klarering for handelen var innhentet.

Ugyldighet vil si at kjøpet eller salget oppheves. Sæbø (1995:293) er av den oppfatning at ugyldighetsregler kan virke effektiviserende på innsidehandel og de kan komme til anvendelse i situasjoner hvor strafferettslige sanksjoner er uanvendelige.

I USA er avtaler som er inngått og som er i strid med "Rule 10b-5" ("Rule 10b-5 omfatter mislige forhold i forbindelse med kjøp/salg av verdipapirer" Sæbø 1995:99) ugyldige. Et problem ved å benytte seg av ugyldighet er at det ikke er lett å identifisere medkontrahenten i transaksjonen (Sæbø 1995).

"Man kunne jo tenkt seg at man i større grad tilrettelegger for private sanksjoner, som det etter norsk rett i og for seg er en mulighet. F.eks at de som har kjøpt og solgt med insideren kan gjøre det ugyldig og erstatning, og da ligger det jo i dette at man iallfall stimulerer til kontroll" (Intervju A).

Meldeplikt⁷⁷ og undersøkelsesplikt retter seg mot insidere som handler aksjer, og vil kunne betraktes som situasjonell forebygging. Melde- og klareringsplikten skal forebygge at insidere benytter seg av ikke offentliggjort informasjon i sine transaksjoner. Aktørenes rasjonelle valg vil stå i sentrum. Begge tiltakene tar sikte på å heve oppdagelsesrisikoen og gjør lovbruddet mer risikabelt å utføre.

⁷⁷ Vi har valgt å ta for oss meldeplikt, men også klareringsplikt vil kunne ha en forebyggende effekt. Klareringsplikt vil si at noen få definerte vil måtte klarere sine handler før de kan gjennomføre de.

Problemet vil ligge i innsidere som ikke melder fra om sine transaksjoner, eller som overflytter sine transaksjoner til stråmenn. Innsidere som vet at de har melde- og undersøkelsesplikt må kunne antas å få andre til å handle for seg, hvis de handler aksjer med ikke offentliggjort innsideinformasjon. De vet at sjansen for å bli oppdaget hvis de handler aksjer med ulovlig innsideinformasjon er større enn for andre.

Ut fra et forebyggingsperspektiv vil meldeplikt og undersøkelsesplikt kunne ha en forebyggende effekt. Meldeplikt gjør at det blir lettere for kontrollmyndighetene å kontrollere når aktøren utfører en transaksjon. Undersøkelsesplikt kan føre til at innsideren må bevise sin uskyld, fordi det er et krav til å undersøke om det foreligger ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon før man handler. Melde- og undersøkelsesplikt kan ses på som reaktiv forebygging.

Ugyldighet vil kunne ramme alle som har handlet med innsideinformasjon. Hvor stor er sjansen for at lovbruddet oppdages og handelen gjøres ugyldig? Ut fra tanken om at investoren er en rasjonell aktør vil også ugyldighet falle inn under situasjonell forebygging, men på den annen side vil det her ikke være den spesifikke situasjonen hvor lovbruddet utføres som står i sentrum. Det vil heller ikke gjøre lovbruddet mindre lønnsomt eller vanskeligere, men det vil bli mer risikabelt hvis muligheten for ugyldighet er tilstede.

Meldeplikt, undersøkelsesplikt og ugyldighet er regler som det er vanskelig å avgjøre om vil tilhøre det straffesanksjonerte innsidehandelsforbudet eller regler til forebygging av ulovlig innsidehandel.

Forbud mot handel.

Forbud mot handel omfatter :

- Forbud mot handel for innsidere, det vil si at de i en viss periode før offentliggjøring ikke har lov til å handle.
- Forbud mot handel som en sanksjon (straff) innført i USA.

Med forbud mot handel (etter VPHL) menes at det for noen (styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor eller ledende ansatte) ikke kan foreta kjøp eller salg av verdipapirer i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av årsoppgjør (VPHL av 19. juni 1997, §2-3).

"Handleforbudenes primære målsetning er å hindre misbruk av fortrolige opplysninger som gir den handlende en informasjonsfordel over andre" (Reed 1996:209).

Forbud mot handel vil kunne ha en preventiv effekt. Vi kan sammenligne det med å ta bilnøkklene fra en full mann - han får ikke fyllekjørt. Det samme vil skje med en som sitter inne med sensitiv informasjon. Han får selv ikke utnyttet denne, fordi det foreligger et handleforbud. Problemet ligger i bruk av stråmenn.

Hva tenker vi på med forbud mot handel som en administrativ sanksjon (straff)? Aktøren som har gjort seg skyldig i ulovlig innsidehandel får i en viss periode ikke lov til å handle med verdipapirer i markedet. (Löfmarck 1988:6). Først og fremst vil det være en sanksjon mot de som dømmes for ulovlig innsidehandel. I USA har man innført dette i loven.

Denne sanksjonsformen har likhetstrekk med rettighetstap i den norske Strl. av 1902 § 29, hvor den som kjennes skyldig i en straffbar handling kan bli dømt til tap av offentlig stilling for inntil 5 år eller for alltid.

Vi kan tenke oss to varianter: forbud mot handel i en viss periode eller livsvarig forbud mot handel. Altså lovbrøyteren forbyes å drive med verdipapirhandel for en lengre eller kortere periode. Denne formen for sanksjon kan vi tenke oss som en administrativ sanksjon med mindre beviskrav.

Forbudet kan tenkes å virke både på det individualpreventive og allmennpreventive forebyggende planet. Det vil virke individualpreventivt siden lovbrøyteren settes ut av spill. I ekstreme tilfeller for resten av livet. I en viss grad vil det også være allmennpreventivt fordi aktørene frykter å miste retten sin til å handle med verdipapirer. Et slikt forbud vil kanskje ha en sterkere innvirkning på de som daglig har sitt virke i markedet (de profesjonelle), som er avhengige av og lever av handel. Denne typen straff og forebygging må kunne ses på som situasjonell ved at den retter seg mot en spesifikk situasjon og tar fra aktøren muligheten til å delta i markedet.

Den skiller seg fra den situasjonelle modellen ved at den ikke øker oppdagelsesrisikoen. Det blir heller ikke ved denne typen forebygging vanskeligere å utføre lovbruddet. Derimot kan man til en viss grad si at det blir mere risikabelt å utføre lovbruddet siden det vil bli lettere for kontrollmyndighetene å sanksjonere aktørene.

Opplysningsplikt

Opplysningsplikt, også kalt offentlighetsplikt, vil si at det utstedende selskapet har en plikt til å offentliggjøre beslutninger som de har tatt slik at de blir alminnelig tilgjengelige for offentligheten. I VPHL av 14. juni 1993 §7 står det: "Et foretak med børsnoterte verdipapirer skal straks offentliggjøre forslag eller beslutning vedtatt...[]". Det som skal offentliggjøres er forhold som utbytte, forhold som vedrører aksjekapitalen o.l.

Børsen skal kontrollere at de utstedende selskapene overholder sin informasjonsplikt og det er også de som skal utstede bøter for en eventuell overtredelse. Oslo Børs har de senere årene undersøkt en rekke selskaper for brudd på informasjonsplikten. I 1995 ila de fem gebyrer for overtredelse av informasjonsplikten (Intervju B). For eksempel undersøkte de i 1994 om de hadde vært brudd på informasjonsplikten i forbindelse med "Oslo"-aksjen. Datterselskapet hadde i denne forbindelse blitt tildelt en milliard kontrakt med "Harry" Offshore (Aftenposten 09.08.94).

"[...]børsenes organer anvender sanksjoner mot brudd på opplysningsplikten, stort sett ved gebyr iht. børs l § 6-3. Nesten alle tilfellene fra praksis gjelder brudd på den løpende informasjonsplikten overfor børsen (og dessuten) ufullstendige opplysninger ved emisjon for NHI-sakens vedkommende)." (Stordrange 1995:177)⁷⁸

Vil reglene om opplysningsplikt for verdipapirutstedende selskaper virke forebyggende for ulovlig innsidehandel? Informant A uttaler om opplysningsplikten:

"Jeg tror at det først og fremst er opplysningsplikten som er den sentrale. Klareringsplikten i § 6, 2-5 ledd har også en viss effekt, men viss jeg er styremedlem og vet at jeg har klareringsplikt så handler jeg gjennom et stråselkap. Jeg tror vel at løpende opplysningsplikt er det viktigste. Hadde man ikke hatt den, så tror jeg at innsidehandel hadde forekommet i mye større grad enn det gjør i dag" (Intervju A).

Ut fra et forebyggingsperspektiv kan opplysningsplikten være det som har størst forebyggende effekt på ulovlig innsidehandel fordi den fjerner selve årsaken til ulovlig innsidehandel. Ved at alle får tilgang til samme type informasjon til samme tidspunkt vil ikke noen få et informasjonsfortrinn foran andre og aktørene vil handle

⁷⁸ "I "XXX"-saken og "YYY"-saken ble krenkelsen relatert til brudd på den periodiske rapporteringsplikten, men det var børslovens sanksjonssystem som ble benyttet. Problemene har dreiet seg om hvor langt plikten til å informere om forhandlinger og forretningsavtaler går ("AAA"-saken og saken om "BBB"). Det er bare to tilfeller fra praksis hvor Børsen har kommet til at det er lagt frem feil informasjon ("XXX" og "YYY"). Her ble da også sanksjonen ekstra hard . Et gebyr på henholdsvis åtte og ti ganger kursnoteringsavgiften. I de andre sakene har gebyret ligget på omtrent halvparten" (Stordrange 1995:177).

verdipapirer på det samme grunnlaget. Vallebrokk er også av den oppfatning at det er ved åpenhet i informasjonstilgang man unngår ulovlig innsidehandel:

"[...]... det sies at det er så viktig å få stoppet statsbudsjettlekasjer fordi det er farlig for innsidehandel. Det er egentlig motsatt, det er ved at opplysninger når fram til flest mulig vi unngår innsidehandel. [...]...Åpenhet i alle forhold i finans-Norge er kanskje det viktigste man bør jobbe for." (Kåre Vallebrokk 1995:19).

Informasjonsplikt kan ses på som situasjonell forebygging ved at den gjør lovbruddet mindre lønnsomt siden alle får den samme tilgangen til informasjon, men den vil ikke heve oppdagelsesrisikoen. Informasjonsplikt fjerner selve årsaken til lovbruddet og settes inn i forkant (reaktiv forebygging).

10.10. Sanksjoner med mindre beviskrav⁷⁹

Nedenfor skal vi ta for oss noen forskjellige typer av sanksjoner hvor det er mulig å anta at det kan kreves mindre beviskrav for, og om disse også eventuelt kan virke forebyggende. Vi kommer nærmere inn på overtredelsesgebyrer (bøter) og vinningsavståelse. Forbud mot handel (etter amerikansk modell) og negativ publisitet kan også ses på som en type administrativ sanksjon hvor det kan kreves mindre bevis, men ettersom vi tidligere har vært inne på det vil det ikke tas opp til diskusjon her. Det vil alltid være et visst krav til bevis, uansett om det kun er en sanksjon i form av forelegg. Informant A gjør seg disse tankene omkring administrative sanksjoner:

"En sanksjon som ikke stilte de samme beviskravene som straff. Man så det ikke som straff, men en konsekvens av at man har deltatt i markedet, og at det her er sannsynlig at man her har overtrådt innsidehandelsforbudet. Og det er ikke direkte sannsynlig at man kan anvende straff, og det er heller ikke straff dette, men at det er sannsynlig nok til at man legger fra seg gevinsten. Det kunne kanskje ha en viss effekt. Men man kan nok ha motforestillinger mot dette også. Dels kan det bli ansett som en straff, det kan ha negative konsekvenser for folk som vil inn i markedet og uten den betryggenhet som domstolene gir (risiko for overgrep). Men dette er kun tiltak som man kan vurdere som mulige løsninger" (Intervju A).

Det vil ved slike sanksjoner alltid være en trussel mot rettssikkerheten i form av for eksempel overgrep eller feilbehandling ved at like lovbrudd ikke dømmes likt. Selv

⁷⁹ For nærmere om administrative sanksjoner se NOU 1996:2.

om aktører i markedet blir gjort oppmerksomme på, eller deltar i markedet på premisser om at de kan bli sanksjonert med en slik straff som har mindre krav til bevis, vil det medføre andre konsekvenser. Aktører vil kanskje bli mindre tilbøyelige til å delta i markedet og det kan bli sett på som en overregulering av markedet. Informant C fra kontrollmyndighetene utrykte om forholdet mellom straff og bevis:

"Uansett om det er bøter eller tilleggsstraff, sanksjoner eller straffereaksjoner så kreves det bevis. I bunn så må beviset ligge der, ellers aksepteres ingen ting - ikke etterligning, ikke tilleggsstraff - ingen sanksjon aksepteres hvis man ikke har klare beviser" (Intervju C).

Spørsmålet er hvor store inngrep i markedet myndighetene er villige til å ta for å komme et problem til livs.

Bøter

Med utstedelse av bøter menes ikke at retten kan i dømme en bot,⁸⁰ derimot tenkes et system hvor en av kontrollorganene har mulighet til å utstede et forelegg, som ikke skal bli tolket som straff, og hvor det er færre krav til bevis.

Vil denne formen for bøter ha noen forebyggende effekt? Hvis det blir færre krav til bevis, som i og for seg er vanskelig, vil kontrollorganene lettere kunne ilegge en bot for overtredelse av innsidehandelsforbudet. De som benytter seg av ulovlig innsideinformasjon vet at de lettere kan komme i søkelyset og få en bot, sett i forhold til i dag hvor det er små sjanser for å bli straffet for overtredelse av innsidehandelsforbudet.

En slik sanksjon vil ut fra et effektiviseringssynspunkt også virke forebyggende, ved at de som bryter innsidehandelsforbudet vet at sjansene for å få bøter er større. Kontrollapparatet gjøres mer effektivt. Spørsmålet er om det er noen bot i bøter? Informant A uttrykker om boten:

⁸⁰ Se VPHL av 19. juni 1997 nr.79 § 14-3 om straff, se også SOU 1984:2 om økonomiske sanksjoner. I "Miraculix"-saken så vi et eksempel på bøter som straff. Boten i "Miraculix"-saken på 30.000 syntes informantene var en alt for liten bot. Han mistet i tillegg jobben, men det ville han allikevel gjort siden han brøt internreglene i selskapet. Sæbø (1995:238) sier at forarbeidene presiserer at boten "statuerer en påkrevet økonomisk sanksjon, i tillegg til å nøytralisere konstaterbare eller sannsynliggjorte økonomiske gevinster".

"Det med økonomiske sanksjoner forutsetter evnen til å betale - klarer man ikke å finne midlene, så hjelper det ikke å ilegge en bot...[] Å sette boten høyt når vedkommende har rikelig med midler, selv etter at denne har betalt boten, har ikke en så stor avskrekkende virkning" (Intervju A).

Faren med administrative sanksjoner i form av bøter er feil bruk, eventuelt at bøter ikke blir utstedt på likt grunnlag (Johansen 1991). Det vil si at bøter blir utstedt urettmessig. En slik inngripen i markedet kan eventuelt føre til at aktørene blir mindre tilbøyelige til å delta i markedet ut fra at de er redde for å komme i søkelyset. Ser man helhetsmessig på denne formen for bøter vil det være mulig at den kan ha en forebyggende effekt, hvis den for eksempel relateres til inntekt. Rettssikkerhet og forskjell i evnen til å betale gjør bruk av bøter problematisk. Den allmennpreventive effekten vil også bli styrket hvis aktørene oppdager at sjansen for å få en bot øker.

Vinningsavståelse

Vinningsavståelse også kalt "innersvingregel" vil si at den som har forbrutt seg mot reglene om ulovlig innsidehandel må avstå fra den vinningen vedkommende har hatt i forbindelse med verdipapirtransaksjonen. Vinningsavståelse har mange likheter med ugyldiggjørelse av handelen, men investoren vil ved vinningsavståelse få beholde sine aksjer i motsetning til ved ugyldiggjørelse hvor handelen blir opphevet. I den nye verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79 § 14-2 kan Økokrim utferdige forelegg på vinningsavståelse for de som har "oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse" av forbudet mot ulovlig innsidehandel. Aktøren kan etter denne paragrafen pålegges helt eller delvis å avstå fra vinningen.

"[]...innersvingregel, det vil si en regel om at en egentlig insider skal måtte fralegge seg en fortjeneste ved verdipapirhandel i visse tilfelle. Hensikten med en slik regel er å eliminere eller begrense økonomisk gevinst (herunder begrensning av tap) ved transaksjoner basert på fortrolig selskapsinformasjon, og å motvirke mistanke om at noen beriker seg på andres bekostning ved misbruk" (Christensen/Bjørland 1990:124).

Kritikken som har blitt rettet mot denne form for straff er at å avstå fra vinningen ikke er en streng nok straff for den som har forbrutt seg mot loven. Aktøren har ikke

hatt noe tap ved at denne "bare" blir dømt til å avstå fra vinningen. Det har fra flere hold blitt påpekt at denne administrative sanksjonen må komme i tillegg til fengselsstraff eller bøter.

Ola som leverer varer til Pølseboden AS. Han kjøper 3000 aksjer i Pølseboden AS av Olga fordi han vet at de har kommet fram til en uimotståelig oppskrift på pølser. Aksjene stiger fra 20 kroner til 300 kroner. Kredittilsynet ser at Ola har hatt en perfekt timing i sitt kjøp av aksjer og begynner å etterforske. Etterhvert finner de ut at ekspeditrisen i Pølseboden AS fortalte Ola at de hadde funnet en ny oppskrift på pølser. Handelen til Ola er brudd mot innsidehandellovgivningen men det er problemer med å bevise det. Hvis han blir dømt for lovbruddet er det da riktig at den eneste formen for straff Ola skal få er å avstå fra fortjenesten på 840000? Ola har da ikke tapt noe på sitt lovbrudd.

Har denne formen for straff noen forebyggende virkning? Slik det er etter den nye loven vil det ikke bli regnet som straff, men som forelegg.

"De foreslåtte reglene om sivilrettslig vinningsavståelse vil gi en mer kortvarig avgjørelsesprosess. De antas derfor å ha en større preventiv effekt, da utsiktene til økonomisk vinning reduseres mer effektivt enn ved inndragning etter str. § 34." (Reed 1996:294).

Som Reed påpeker vil avgjørelsesprosessen bli kortere og utsiktene til en økonomisk vinning reduseres. Hvis det i tillegg blir enklere å ilegge et slikt forelegg er det en mulighet for at den kan ha en klar forebyggende effekt.

Ut fra situasjonell forebygging vil det virke inn på lovbrysterens rasjonelle valg. Hvis han blir oppdaget blir det enklere å ilegge ham fraleggelse av gevinsten. Oppdagelsesrisikoen vil ikke styrkes, men det vil være lettere å ilegge et forelegg noe som igjen vil gjøre lovbruddet mere usikkert.

10.11. Oppsummering

Som vi har sett er det et nært forhold mellom straff og forebygging av ulovlig innsidehandel, med unntak av kinesiske murer og moralregler. Det er veldig vanskelig å uttale seg om i hvor stor grad aktørene handler rasjonelt i forhold til lover og regler. Økonomiske lovbrystere synes å være rasjonelle i større grad enn tradisjonelle kriminelle. Hvor stor betydning moralske regler har for forebygging av innsidehandel er et komplisert spørsmål. Sæbø bemerker andre sanksjoners betydning:

"Selv om innsidehandelsdirektivet tillater de enkelte stater å benytte andre sanksjoner enn straff, er det tvilsomt om innsidehandel kan motvirkes effektivt uten straffereaksjon" (Sæbø 1995:601).

Det store spørsmålet er om de som handler med ulovlig innsideinformasjon bare blir forsiktigere når de utfører sine lovbrudd? Vil kriminaliteten forflyttes til bruk av stråmenn? Aktørene blir forsiktigere. De tar kanskje i større grad bruk stråmenn slik at lovbruddet ikke kan spores tilbake til den som har tilgang til ulovlig innsideinformasjon. Det vil være liten sannsynlighet at seriøse investorer vil benytte seg av stråmenn. De som tilfeldig (outsidere eller andre) kommer over informasjonen vil som vi har bemerket kanskje ikke i så stor grad være like forsiktige, fordi informasjonen vanskeligere lar seg spore tilbake til disse. De vil heller ikke ha like mye å miste i form av jobb og status i markedet som innsidere.

For at den situasjonelle forebyggingen skal ha sin effekt er det viktig å peke på rasjonalitetsbegrepet. I hvor stor grad er det rasjonaliteten i mennesket som ligger til grunn for handlingen? Eller som Clarke (1980) påpeker at i mange typer kriminalitet ser lovbrysteren forbi rasjonaliteten, fordi man for eksempel kan være målrettet eller følelsesmessig berørt.

Det er ikke lett å forebygge økonomisk kriminalitet. Ofte må helhetsløsninger til hvor alle parter inkluderes. Det vil ikke være så enkelt som å sette en rattlås på en bil eller en innbruddsalarm i et hus for å forebygge lovbruddet. Det kan også være vanskelig å se det moralsk forkastelige i ulovlig innsidehandel. Shapiro (1984) gir uttrykk for at det er vanskelig å beskytte seg mot "White-Collar criminals", fordi de utnytter tilliten din.

11.0 Avslutning

Finnes innsidehandel?

Eller er ulovlig innsidehandel en myte?

I et forskningsprosjekt foretatt ved BI ble 1800 kjøp og salg (i 247 selskaper) av verdipapirer i perioden 1985-93 undersøkt for å finne ut om innsidere vet mer om sitt selskap og av den grunn henter ut en større aksjegevinst enn resten av markedet. Studien viste at innsidernes eksistens ikke var det samme som at de benytter seg av ulovlig innsideinformasjon i sine transaksjoner (Eckbo 1995).

Å inneha informasjon er ikke det samme som å benytte den. Innsidere finnes i alle verdipapirutstedende foretak. Informasjon om bedriften likeså. Allikevel er det ikke det samme som å si at de er tilbøyelige til å benytte seg av ulovlig innsideinformasjon til kjøp og salg av aksjer.

I Norge og Skandinavia finnes det svært få dommer og saker på ulovlig innsidehandel. Norge har som vist tidligere blitt regnet for å være et innsidemarked på grunn av at miljøet er lite. Utenlandske investorer har av den grunn vegret seg for å investere. Vi har i Norge innsidene, innsideinformasjonen og det rette miljøet for at ulovlig innsideinformasjon skal kunne forekomme, men få dommer. Om de få dommene kommer av svekket etterforskning, bruk av stråmenn eller av at aktørene er lovlydige har det vært mange forsøk på å analysere. Kan medias belysning av ulovlig innsidehandel overdramatisere lovbruddet (Kap. 8)?

Eckbo kom blant annet til at innsidere ikke benyttet seg av ulovlig innsideinformasjon i sine transaksjoner (Eckbo 1995). Andre studier har vist at innsidene har en bedre avkastning på sine kjøp og salg enn resten av markedet (se kap. 6). I litteraturen om ulovlig innsidehandel og informanter mener alle at ulovlig innsidehandel forekommer og det forekommer i langt større grad enn hva som kan leses ut at sakene hvor et av kontrollorganene har vært innblandet. Særlig gav informantene fra kontrollmyndighetene uttrykk for dette.

Ser vi på andre land ser vi at ulovlig innsidehandel er utbredt, og som det ble uttrykt i NOU 1978:42 er det ingen grunn til å tro at Norge står i noen særstilling. Japan har blitt regnet som innsidemarked og i USA finnes det mange dommer som impliserer at ulovlig innsidehandel forekommer.

Selv om BI studiet konkluderte med at innsidere ikke benytter seg av ulovlig innsidehandel kan det være at enkelte innsidere eller grupper har en bedre avkastning og derfor benytter seg av ulovlig innsidehandel ved kjøp og salg av aksjer.

11.1. Likheter med andre økonomiske lovbrudd

Larsson bemerker at skatteunndragelser kan skape konkurranseforskjeller i næringslivet. Svart arbeid fører til at de som arbeider lovlig blir presset til å drive ulovlig. Larsson nevner frisøryrket som et eksempel på et yrke som det kan være vanskelig å overleve i fordi uærlige frisører presser prisene. Tilliten til økonomiske institusjoner i samfunnet vil også svekkes ved skatteunndragelser (Larsson 1998).

Ulovlig innsidehandel har mange likhetstrekk med Larssons skatteunndragelser. Ulovlig innsidehandel fører til ujevn konkurranse, blant for eksempel meglere. En forskjøvet konkurransemodell tvinger kanskje ærlige meglere til å ta i bruk ulovlig midler i kampen om kundene. "Smørekulturen" blant meglerne (se kap. 10) kan kanskje være et tegn på det. Et av argumentene for å regulere ulovlig innsidehandel var å skape tillit til verdipapirmarkedet (Manne 1966, Shapiro 1984). Det er grunn til å tro at tilliten ikke er betraktelig styrket, da tilliten henger sammen med oppdagelsesrisiko, som må kunne betraktes som liten. Eksempler hentet fra Japan, som alltid har hatt høy forekomst av ulovlig innsidehandel, viser at markedet ikke har blitt mer lovlydig etter innføringen av en strengere lovgivning (Sæbø 1995).

Etter finansskandalen i Nederland ble aktørene siktet for skattesnyteri, deltakelse i kriminelle organisasjoner, dokumentfalsk, innsidehandel, heleri og korrupsjon. I noen tilfeller inngikk også hvitvasking av narkopenger i tiltalen (Aftenposten 08.12.97). Dette viser at ulovlig innsidehandel *kan* ha sin tilknytning til andre typer kriminalitet, men dokumentfalsk og skattesnyteri vil være de mest nærliggende lovbruddene.

Hopt og Wymeersch sier at det har blitt oppdaget tilfeller hvor organiserte kriminelle har tatt del i en rekke ulike kriminelle aktiviteter for å erverve seg ulovlig innsideinformasjon og for så utnytte den. Deriblant utpressing, ryktespredning og prostitusjon (Hopt/Wymeersch 1991). En advokat nevnes som et eksempel:

"[...]a young lawyer was prepared to wash inside information through Hong Kong for use by organised crime in US for payment in cocaine" (Hopt/Wymeersch 1991:326).

11.2. Innsidehandelens sosiologi

Innføringen av loven (VPHL) og demokratiseringen av markedet har nok etter hvert endret synet på ulovlig innsidehandel som en moralsk forkastelig handling. Loven var nok til dels med å forme folks oppfatning av lovbruddet som noe umoralsk. Men mest av alt virker nok medias bedømmelse av lovbruddet som en ikke akseptabel handling inn på den moralske fordømmelsen. Larsson hevder at skatteunndragelser

ikke blir oppfattet som "skikkelig" kriminalitet (Larsson 1998). Det vil nok også være tilfellet med ulovlig innsidehandel, etter som lovbruddet ikke har et direkte offer som ved tradisjonell kriminalitet.

"[...]økonomisk kriminalitet i motsetning til tradisjonell kriminalitet [er] ikke selvsagt, at en må bevise at handlingene er kriminelle, ikke et uhell eller noe annet" (Larsson 1998:318).

Meglernes etikk kurs og økende bruk av etikkregler kan også være et tegn på at det har foregått en dreining i moralen den senere tid. Ikke minst i verdipapirmiljøet. Bruken av etikkregler og påtvunget kurs kan også ses på som et forsøk på å gi et bilde utad om holdningen til ulovlig innsidehandel.

En kan spørre hvilke og hvor store ressurser skal nedlegges på kontroll? Regulering av et onde krever at et effektivt kontrollapparat følger opp hvis det skal styrke tilliten til verdipapirmarkedet. Kontrollen av ulovlig innsidehandel er i den senere tid effektivisert. Det tilført flere midler i kampen mot ulovlig innsidehandel. En kan stille spørsmål ved om det signaliserer myndighetenes alvor i synet på ulovlig innsidehandel eller om det faktisk har vært behov for flere midler. At kontrollen har blitt mer komplisert gjennom demokratiseringen kan være en grunn til at kontrollorganene trengte flere midler, men behovet kan også ses som nødvendig på grunn av øket omfang av ulovlig innsidehandel.

Skadene av ulovlig innsidehandel

For samfunnets del vil kontroll av ulovlig innsidehandel føre til en ekstra utgiftspost, men gir også et tegn om at hvitsnippforbrytelser ses som alvorlig. Larsson sier at rettferdighet er et prinsipp i skattelovgivningen. Ingen skal betale mer skatt enn andre (Larsson 1998). Det var også grunnleggende ved innsidehandelslovgivningen. Ingen skulle få muligheten til å kjøpe og selge aksjer med informasjon som ikke var tilgjengelig for andre. Alle skulle handle på likt grunnlag og ha de samme mulighetene til fortjeneste. De verdipapirutstedende selskapenes opplysningsplikt skulle også være til hjelp slik at den samme informasjonen om selskapene nådde ut til alle investorene til samme tid.

Ulovlig innsidehandel kan skade tilliten til markedet. Det ser vi for eksempel med skandalen i Amsterdam i desember 1997 hvor 15 finanstopper ble arrestert og siktet blant annet for ulovlig innsidehandel. Amsterdam var tidligere blitt regnet som en av

de "rensligste" børsene i Europa og som en ærlig markedsplass. Den eneste som tjente på avsløringene av skandalen på Amsterdambørsen var bordellen "Yab Yum". Finansfolkene møttes der for å utveksle informasjon (Aftenposten 08.12.97).

"Det fikk bordellet til å rykke inn en firespaltet annonse i avisen Telegraaf med følgende tekst: "De har lest om det i avisen, på Yab Yum skakkes det om penger. Derfor kunne det være interessant for dem å stikke innom for forretninger ganske snart""
(Aftenposten 08.12.97).

Hvem er lovgivningen og kontrollen til for?

Forbudet mot handel med ulovlig innsidehandel var ment å beskytte små investorer og investorer som befant seg langt fra markedet, men kom også som resultat av "eksplosjonen" i markedet med flere aktører. Ble markedet regulert mot aktørenes vilje? Behovet for en regulering var tilstede, men spørsmålet er om lovgivningen ble pålagt uten aktørenes samtykke.

Hvem var med på å definere lovene og hvorfor? For samfunnets del hadde lovgivningen ingen direkte konsekvenser. Den ga borgerne et tegn om at økonomiske lovbrudd slås det ned på. Dessuten regulerte den en av landets viktigste finansinstitusjoner. Det har i litteraturen blitt forespeilet at det bak lovene kan ligge profesjonsinteresser. Med det menes at profesjonene langt på vei er med på utformingen av lovene. Ved utformingen av VPHL vil det i dette tilfellet si verdipapirutstedende bedrifter eller meglere. Det har blitt hevdet at de som skaper loven tilpasser den til sitt eget behov. Reguleringen skjer på en slik måte at disse kan fortsette sitt arbeid uten at loven hindrer dem i det. Haagensen og Johansen bruker den amerikanske jernbane som eksempel:

"De innså meget tidlig at det var bedre å be om en lov som de kunne påvirke enn å vente på en "uvennlig lov"" (Haagensen/Johansen 1991:54).

Slik utformingen av loven er i dag er det vanskelig på se at slike profesjonsinteresser kan ha vært særlig sterke ved utformingen av VPHL. Det eneste som kanskje taler til deres fordel er den svake utformingen av loven, med de gråsonene som dette medfører.

Kontrollorganene, da særlig Kredittilsynet, hadde problemer i oppstartingsfasen. Arbeidsfordeling, små ressurser og ufaglært arbeidskraft kan ha påvirket kontrollen i negativ retning i denne perioden (se kap 5). Hvorfor finnes det i dag ikke flere saker

som omhandler ulovlig innsidehandel? Spørsmålet er om kontrollen fortsatt ikke fungerer, om loven ikke fanger opp det den skal, om kravene til bevis er for store eller om aktørene er lovlydige.

Tilbake til selvregulering

Vil en selvregulering av markedet fungere bedre enn en sekundærkontroll? Håndhevelsesproblemene som kontrollorganene står overfor er kanskje et tegn på at en selvregulering av markedet vil fungere like effektivt. Vanskelige tolkninger av loven, store problemer knyttet til etterforskning (med for eksempel bruk av stråmenn) og til bevis kunne da vært unngått. Ikke minst vil samfunnet spare ressurser til kontroll. Markedets sorte får vil kanskje uavhengig av selvregulering eller sterk sekundærkontroll slippe unna.

For at selvregulering skal fungere kreves det et oversiktlig marked, hvor de personlige relasjonene finnes. Det norske verdipapirmarkedet som er lite ville danne et godt utgangspunkt for en selvregulering, lik "The City" modellen. I forhold til "demokratiseringen" som markedet har blitt utsatt for siden midten på 80-tallet, med globalisering og vekst, kan det hevdes at en selvregulering vil være urealistisk. Investorene kjenner ikke hverandre og oppholder seg på forskjellige steder som kan gjøre uformell kontroll vanskelig.

Oppmerksomheten rettet mot innsideinformasjon

Det har blitt påpekt at ulovlig innsidehandel tar oppmerksomheten som burde vært rettet mot andre fenomen.

"There is a real danger that the attention and resources that are being now focused on certain sensational insider dealing cases will divert concerns from potentially far more serious threats. It would seem naive to concentrate on discouraging inside trading when the markets are themselves coming more and more under threat from the vast amounts of money generated in the black and illicit economies" (Ashe/Murphy 1992).

Manne var av den oppfatning at utveksling av innsideinformasjon var et langt større problem enn det tradisjonelle synet hvor insidere misbruker opplysninger som de direkte erverver seg fra det utstedende selskapet (Manne 1966). Som tidligere påpekt ble utveksling av informasjon gjennom sosialt "skryt" av noen oppfattet som et problem (DN 25.01.97).

Lovbruddet er ikke nytt. Man har med innsideinformasjon utnyttet seg av andre siden sivilasjonenes frembrudd. Et eksempel kan hentes fra bibelen. "Eve tried to gain the inside information, share it with Adam and thereby condemned mankind to the Fall" (Ashe/Murphy 1992:14).

Litteratur

Litteratur

- Aamo, Bjørn Skogstad : "Kredittilsynets kontroll med overnasjonal verdipapirhandel".
I Kråds rapport om økonomisk kriminalitet over landegrensene 1997.
- Aaserud, Ole E. : "Forhåndsdomt: industrilederen som knuste media".
Gyldendal Norsk Forlag,
Oslo 1990.
- Afrell, Lars m. flere : "Insiderlagen, en lagkommentar".
Allmänna förlaget
Stockholm 1991.
- Andenæs, Mads T. : "Straffbar innsidehandel".
Økonomisk kriminalitet, bind II.
Universitetsforlaget AS
Oslo 1991.
- Andersson, Sten : "Positivism kontra hermeneutik".
Bokförlaget Korpen Göteborg, 1979.
- Ashe / Murphy : "Insider dealing".
The Round Hall Press,
Dublin 1992.
- Ashehoug og Gyldendals : "Store norske leksikon".
Kunnskapsforlaget, Oslo 1996.
- Aubert, Vilhelm : "Sosiologi 1. Sosialt samspill"
Universitetsforlaget 1979, Oslo 4.oppl. 1991.
- Balvig, Flemming : "Kontrollbilleder: utvalgte tekster".
Socpol 1995.
- Becker, Howard S. : "Outsiders. Studies in Sociology of Deviance".
The Free Press, New York 1973.
- Bergh m.fl. (red.) : "Aksjeskolen".
Kapital, Oslo 1994.
- Bojer, Engelstad, Heidar,
Hernes og Stjernø : "Norsk Samfunnsleksikon".
Pax Forlag A/S, Oslo 1987.
- Braithwaite J. &
Fisse, B. : "Selfregulation and the controll of corporate
crime".
i Shearing, C. & Stenning, P. (ed): Private
Policing, London 1987.
- Bråthen, Tore : "Børsen og kredittilsynet : Om børsens og
kredittilsynets oppgaver i forhold til
verdipapirmarkedet, særlig aksje-markedet".
Universitetet i Oslo, 1990

Litteratur

- Christiansen / Bjørland : "Verdipapirloven med kommentarer."
Universitetsforlaget AS, Oslo 1990.
- Christie, Nils : "Hvor tett et samfunn?"
Universitetsforlaget, Oslo 1974.
2. utgave 1982.
- : "Pinens begrensning."
Universitetsforlaget AS, Oslo 1982.
- : "Kriminalitetskontroll som industri."
Universitetsforlaget,
Oslo 1993.
- Clarke, Michael : "Regulating the City. Competition, Scandal and
Reform."
Open University Press, Birmingham 1986.
- Clarke, Ronald V. : "Situational Crime Prevention: Theory and
Practice".
I British Journal of Criminology
Vol. 20, No 2 1980.
- (Ed.) : "Introduction" i Situational Crime Prevention.
Successful Case Studies.
Harrow and Heston Publishers,
New York 1992.
- Clarke, Ronald V. : "Situational Crime Prevention" i Building a Safer
Society. Strategic Approaches to Crime
Prevention.
The University of Chicago Press,
Chicago and London 1995.
- Clausen, Nis Jul : "Børsret, insider handel".
Jurist- og Økonomforbundets forlag,
København 1992.
- Clausen, Pedersen og
Thinggaard : "Valuta sikring Et insider handel".
Jurist- og Økonomforbundets Forlag , 1996.
- Cohen, Stanley : "Folk Devils and Moral Panics. The Creation of
the Mods and Rockers".
St. Martins Press. New York 1980.
- Cressey, Donald R. : "Other People's Money".
The Free Press, Glencoe, Illinois 1953.
- Croall, Hazel : "White-Collar Crime".
Open University Press, Buckingham 1992.
- Eckbo, Espen : "Insider Trading on Oslo Stock Exchange".
BI, Oslo 1995.
- Eklom & Pease : "Evaluating Crime Prevention" i Building a Safer
Society. Strategic Approaches to Crime Prevention.

Litteratur

- The University of Chicago Press
Chicago and London 1995.
- Ellingsen, Dag : "Tradisjonell kriminalitet - økonomisk kriminalitet".
I Krimiologi 1997.
- Elster, Jon : "Rasjonalitet og rasjonalisme".
Gyldendahl Norsk forlag, Oslo 1977.
- : "Nuts and Bolts for the Socila Scieneeces".
Cambridge University press,
Cambridge 1989.
- Eriksen, Morten : "Økonomisk kriminalitet - spredte synspunkter
på forebygging".
I Forbrytelse og straff, 1987.
- : "Forebygging av økonomisk kriminalitet - et
blikk mot tusenårsskiftet.
Forebygging av økonomisk kriminalitet. Visjon
eller virkelighet?"
Rapport fra Det kriminalitetsforebyggende råds
konferanse 5. oktober 1995.
- Morten Eriksen (Red) : "Økonomisk kriminalitet".
Universitetsforlaget, Oslo 1991.
- Falberget, Johan : "Bør Børson jr."
Aschehoug & Co, Oslo 1971.
- Hopt, Klaus &
Wymeersch, Eddy (Ed.) : "European insider dealing".
Butterworths, Munich and Ghent 1991.
- Michael Tonry and
David P. Farrington (Ed.) : "Building a Safer Society. Strategic Approaches to
Crime Prevention."
Crime and Justice. A Review of Research.
Volume 19. The University of Chicago Press.
Chicago and London 1995.
- Finstad / Høigård : "Kriminologi".
Pax Forlag A/S
Oslo 1997.
- Frønsdal, Kjell : "Børsens kontroll av verdipapirhandel over
landegrensene".
I KRÅD: Økonomisk kriminalitet over
landegrensene 1997.
- Geis, Gilbert : "White-Collar Crime : What is it?"
I White-collar crime reconsidered.
Boston 1992.
- Giddens, Anthony : "Sociology".
Cambridge 1989.

Litteratur

- Giertsen, Hedda : "Forebygging av kriminalitet. Alt for bredt og alt for smalt".
I Nordisk Tidsskrift for Kriminalvidenskab, nr.3/1994
- Goffman, Erving : "Stigma. Den avvikandes roll og identitet".
Rabén & Sjögren, Lund 1972.
- Gustafsson, Claes : "Om företag, moral och handling".
Studentlitteratur, Lund 1988.
- Haagensen og Johansen : "Økonomisk kriminalitet - en innføring" i Studier i økonomisk kriminalitet.
KS-serien nr. 1-91, Oslo 1991.
- Hage, Per : "Blindveiar, omveiar og utveiar i kriminalitetsforebygging".
Det kriminalitetsforebyggende råd, Oslo 1996.
- Halvorsen, Knut : "Å forske på samfunnet, en innføring i samfunnsvitenskapelig metode".
Bedriftøkonomens forlag A/S, Oslo 1993.
- Hammersley, Martyn og Atkinson, Paul : "Feltmetodikk. Grunnlaget for feltarbeid og feltforskning".
Gyldendal Norsk Forlag, Oslo 1987.
- Hauge, Ragnar : "Gjengkriminalitet og ungdomskulturer".
Institutt for kriminologi og strafferett, Oslo 1989.
- : "Kriminalitetens årsaker".
Universitetsforlaget AS, Oslo 1990.
- : "Straffens begrunnelser".
Universitetsforlaget AS, Oslo 1996.
- Holme, Idar M. og Solvang, Bernt K. : "Metode valg og metode bruk".
2. utgave Tano, Kristiansand 1993.
- Holter, Harriet og Kalleberg, Ragnvald : "Kvalitative metoder i samfunnforskning".
2. utgave, Universitetsforlaget, Oslo 1996.
- Huitfeldt, Iver : "Beviskrav i praksis".
I Økonomiske forbrytelser og straff 1994.
- Høgetveidt, Einar (red.) : "Økonomiske forebrytelser og straff".
Ad Notam Gyldendahl a/s, Oslo 1994.
- Jahre, Hans Petter : "Etterforskning av økonomisk kriminalitet - organisering og gjennomføring".
I Økonomiske forbrytelser og straff 1994.

Litteratur

- Jahre, Hans Petter : "Økonomisk kriminalitet - etterforskning i et internasjonalt perspektiv".
I KRÅD 22.10.97.
- Johansen, Per Ole : "Megleres tilitsbrudd og den uærlige lege"
i Studier i økonomisk kriminalitet.
KS-serien nr. 1-91, Oslo 1991.
- Johansen, Per Ole : "Alternative sanksjoner mot økonomisk
kriminalitet".
I Økonomiske forbrytelser og straff 1994.
- Jon, Nina : "Forebygging av kriminalitet"
i Kriminologi, Oslo 1997.
- Katz, Leo : "Ill-Gotten Gains: Evasion, blackmail, fraud and
kindred puzzles of the law".
The University of Chicago Press,
London & Chicago 1996.
- Kili, Terje : "Aksjemarkedet i Norge 1880-1990".
Norges Forskningsråd 1996, rapport nr. 88.
- Knutsson, Johannes : "Stämplingsteori - en kritisk granskning".
Brottsforebyggande rådet, Stockholm
rapport 1997:1.
- KRÅD : "Rapport fra Det kriminalitetsforebyggende råds
konferanse".
Oslo 5. oktober 1995.
- : "Rapport fra det kriminalitetsforebyggende råds
konferanse".
Oslo 22.10.1997.
- Kvale, Steinar : "Det kvalitative dybdeintervju".
Ad Notam Gyldendal AS, Sverige 1997.
- Kyvsgaard, Britta : "Er lediggang roden til alt ondt: Om forsøg med at
forebygge kriminalitet blandt barn og unge".
Kriminalistisk institutt,
Københavns Universitet 1990.
- Larsson, Paul : "Rock i et kriminologisk perspektiv".
Nordisk tidsskrift for kriminalvitenskap 1992.
- : "Rasjonalitets og normbaserte forklaringer på
økonomisk kriminalitet".
Forskning om økonomisk kriminalitet nr.11,
1993.
- : "Individualprevensjon" i Kriminologi.
Pax Forlag A/S, Oslo 1997.
- : "I lovens grenseland. Banksertifikatorordningen
1985-95".
Juridisk fakultet, Oslo 1998.

Litteratur

- Levi, Michael : "White-Collar Crime Victimization" i
White-Collar Crime Reconsidered.
Northeastern University Press,
Boston 1992.
- Libris : "Den store sitatordboken".
Libris, Oslo 1994.
- Löfmarck, Madeleine : "Insidebrott och svindleri".
Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet,
skriftserien, Stockholm 1988.
- Maguire, Morgan &
Reiner : "The Oxford handbook of Criminology".
Clarendon Press
Oxford 1997.
- Manne, Henry G. : "Insider Trading on the Stock Market".
The Free Press, New York 1966.
- Martinussen, Willy : "Sosiologisk analyse".
Universitetsforlaget AS,
2. utgave, 3. opplag 1990 (1. utgave 1984).
- Mathiesen, Thomas : "Om moralske panikker. Et eksempel og
tolkning".
Institutt for massekommunikasjon, rapport nr. 1.
Bergen 1986.
- : "Makt og Medier; En innføring i mediesosiologi".
Pax Forlag A.S., Oslo 1989. (1.opplag 1986).
- : "Retten i samfunnet".
Pax Forlag, Oslo 1992.
- Mathiesen, Thomas : "Kan fengsel forsvares?"
2. utgave, Pax Forlag A/S, Oslo 1995.
- Mattsson, Lars G. : "Insiderbrott ; och andra informationsbrott".
Rabén & Sjögren, Stockholm 1992.
- K. Moberg &
P. Samuelsson : "Börsrett".
Norstedts, Stockholm 1989.
- Norges
Fondsmeglingsforbund : "Ethiske normer for medlemmer av Norges
Fondsmeglingsforbund".
Ethiske normer pr. 16.03. 1995.
- Norges
Fondsmeglerforbund : "Behandlingsregler for saker i henhold til Norges
Fondsmeglerforbunds etiske normer".
16.03. 1995
- NOU 1978:42 : "Verdipapirhandel".
- NOU 1996:2 : "Innsidhandel".
Statens forvaltningstjeneste.

Litteratur

- NOU : 1978 : 42 : "Verdipapirhandel. Utkast med motiver til lov om verdipapirhandel". Universitetsforlaget.
- Nygaard, Thomas : "Den lille sosiologiboka". Universitetsforlaget AS, Oslo 1995
- Oslo Børs : "Oslo Børs 175 år, Historie". Oslo 1994.
- Ot.prp. nr.72 (1990-91) : "Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel."
- Reed, Bjørn Gabriel : "Straffbar innsidehandel". Verdipapirhandelslovens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon. Oslo, Gyldendahl 1996.
- Reikvam, Harald : "Innsidehandel før fusjoner og aksjeoppkjøp : en analyse av aksjehandelen på Oslo Børs". Forskning om økonomisk kriminalitet nr. 8 1993.
- Reichman, Nancy : "Insider Trading". I Beyond the Law University of Chicago 1993.
- M. Tonry & A.J. Reiss Jr. (ed.) : "Beyond The Law. Crime in Complex organizations". Crime and Justice, volume 18. University of Chicago 1993.
- Raaum, Odd : "Pressens tøyelige etikk, Journalisters yrkesmoral og selvsjustis". Universitetsforlaget AS, 1986.
- Riding, Barry A. K. : "Insider trading". Bristol 1983.
- Scaaning, Espen : "Hermeneutikkens elendighet" i Materialisten nr. 2/3 1990.
- Schaft, Angelica : "Almenprevensjon" i Kriminologi. Pax Forlag A/S, Oslo 1997.
- Schlegel, Kip & Weisburd, David : "White-Collar Crime Reconsidered". Northeastern University Press, Boston 1992.
- Shapiro, Susann P. : "Wayward capitalists: target of the Securities and Exchange Commission". Yale University Press, New Haven 1984.
- Shearing, C. &

Litteratur

- Stenning, P. (ed) : "Private Policing".
London, Sage 1987.
- Stordrange, Bjørn (red.) : "Forbrytelse og straff, ulike kriminalitetsforebyggende strategier".
Universitetsforlaget AS, Oslo 1987.
- Stordrange, Bjørn : "Forbrytelser mot vårt økonomiske system".
Juristforbundets Forlag, Oslo 1995.
- Sundet, Berit : "Beviskrav i økonomiske straffesaker".
I Økonomiske forbrytelser og straff 1994.
- Sæbø, Rune : "Innsidehandel med verdipapirer".
Universitetsforlaget,
Bergen 1995.
- Taylor, Ian : "The Political Economy of Crime".
I The Oxford Handbook of Criminology.
Clarendon Press,
Oxford 1997.
- Vallebrokk, Kåre : "St. Olav eller Ullersmo? En ren tilfeldighet?"
I Forebygging av økonomisk kriminalitet.
Visjon eller virkelighet?
Rapport fra det kriminalitetsforebyggende råds
konferanse 5. oktober 1995.
- Wheeler, Tanton : "The Problem of White-Collar Crime Motivation".
I White-Collar Crime reconsidered.
Boston 1992.
- Wolland, Steingrim &
Øvrum, Rolf : "Budbringerens dilemma, om ytringsfrihet,
presseetikk og redaktøransvar".
Institutt for journalistikk, Oslo 1992.
- Økokrim : "Presentasjon av Økokrim".
Oslo 1994.
- Østerberg, Dag : "Sosiologiens nøkkelbegreper".
Cappelens forlag A.S.
4. opplag, Trondheim 1992.

Lover

Lov om aksjeselskaper av 4. juni 1976 nr. 59 (Asl.).

Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringselskaper og verdipapirhandel m.v. 7. desember 1956 nr. 1 (Kredtl.).

Almindelig Borgerlig Straffelov av 22. mai 1902 nr.10 (Strl.).

Litteratur

Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985 nr. 61.
Med endringer av 11. juni 1993 nr. 83 (Vphl).

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (Vphl.).

Dommer

Sak nr. 95-02141 M/02.
Sak Inr 112/1995, snr 82/1995

Litteratur

Avis-referanser

- Aftenposten :
- "Kværner og Hydro hver sin vei".
9. august 1994.
 - "Ikke butikk å være innsider".
31. august 1995.
 - "Kredittilsynet frykter stråmenn".
15. februar 1997.
 - "Profitt og etikk i verdipapirmarkedet".
28. februar 1997.
 - "Kredittilsynet gransker skipsreder".
29. august 1997.
 - "Børsskandalen i Amsterdam: Flere finansfolk tatt med buksene nede".
8. desember 1997.
 - "Meglerhus hudflettet av eget forbund".
3. februar 1998.
- Dagens Næringsliv :
- "NN" taper på ansattes aksjesalg".
4. juni 1998.
 - "Jakter på innsidere".
16. september 1994.
 - "Innsidehandel inn igjen".
14. februar 1995.
 - "Megler savner regler - Ser Lipp-pilsen som hovedproblemet".
25. januar 1997.
 - "Aksjemeglere og barsladder".
1. februar 1997.
 - "Ingen sjokk i City".
13. februar 1997.
 - "Boesky affæren avsluttet 11 år etter at den startet: Det tar tid med etterforskning".
14. februar 1997.