



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Anna Cronqvist

Informationsgivning i samband med offentliga uppköpserbjudanden

Särskilt om selektiv information i samband med due diligence och
insiderfrågor.

JURM02 Examensarbete

30 högskolepoäng

Per Samuelsson

HT12

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	6
Bakgrund och presentation av ämnet	6
Syfte och frågeställningar	7
Metod och material	8
Avgränsningar	10
Disposition	11
2 OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN	12
2.1 Bakgrund	12
2.2 Regelverket	13
2.3 Aktörer på aktiemarknaden	14
2.3.1 Aktiemarknadsnämnden	14
2.3.2 Finansinspektionen	15
2.4 Något om målbolagsstyrelsens roll	16
3 DUE DILIGENCE-UNDERSÖKNING	18
3.1 Inledning	18
3.2 Regelverket	18
3.2.1 Aktiemarknadsrätt	18
3.2.2 Aktiebolagsrätt	21
3.3 Tillåtlighet eller skyldighet att medge due diligence?	22
4 INFORMATIONSSPRIDNING PÅ AKTIEMARKNADEN	25
4.1 Aktiemarknadsbolags allmänna informationsskyldighet	25
4.1.1 Generalklausulen	26
4.1.2 Kurspåverkande information	27
4.1.3 Obligatoriska informationstillfällen	27

4.1.4 Kravet på korrekt, relevant och tydlig information	27
4.1.5 Tidpunkten för offentliggörande	28
4.2 Informationsgivning i samband med offentliga uppköpserbudanden	29
4.3 Selektiv informationsgivning	31
4.3.1 Allmänt om selektivt given information	31
4.3.2 Selektiv informationsgivning vid due diligence	32
4.4 Sanktioner	34
5 INSIDERFRÅGOR	36
5.1 Bakgrund	36
5.2 Marknadsmisbruksdirektivet	37
5.3 Marknadsmisbrukslagen	39
5.3.1 Förbudet mot insiderhandel	39
5.3.2 Insiderinformation	40
5.3.3 Väsentlighetskravet	41
5.3.4 Handel på värdepappersmarknaden och finansiellt instrument	42
5.3.5 Undantag från handelsförbudet	44
5.4 Tillsyn och utredning av insiderbrott	45
5.4.1 Finansinspektionens tillsynsuppdrag	45
5.4.2 Ekobrottsmyndighetens utredningsansvar	46
6 ANALYS	48
6.1 Aktiemarknadsbolags informationsskyldighet	48
6.2 Informationsgivning vid offentligt uppköpserbudande	49
6.3 Selektiv informationsgivning i samband med due diligence	50
6.4 Insiderlagstiftningens tillämpning	53
6.5 Är en budgivare förhindrad att handla i målbolagets aktier?	53
6.6 Är en budgivare förhindrad att lämna ett erbjudande?	55
6.6.1 Takeover-reglerna	55
6.6.2 Marknadsmisbruksrättslig reglering	55
6.6.2.1 Insiderhandelsförbudet 2 § MmL	56
6.6.2.2 Undantaget 5 § 1 st. p. 4 MmL	57
6.6.3 Punkt 29 i MmD:s ingress	58
6.6.4 Förslaget till förordning om marknadsmisbruk	59
6.7 De lege ferenda	60
BILAGA A	62
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	65

Summary

Stock market companies in Sweden have comprehensive responsibilities regarding information disclosure. In order to maintain the confidence of the shareholders and the market, all information about a stock market company or its securities that may affect the share price shall be published.

In conjunction with a public takeover offer, where a bidder offers all shareholders of the target company to acquire their shares, disclosure of so-called selective information is permitted to some extent. Selective information refers to unpublished, price-sensitive information. Most common is that selective information is distributed to a bidder during the due diligence, since the primary practical function of a due diligence is to distribute information between the parties in the transaction.

The prohibition against insider trading is another part of the regulatory framework, which aims to maintain public confidence in the securities market. Using an information advantage to make favourable business is generally considered unfair and damaging to public confidence. Certain transactions are exempt from the criminal area, because they do not constitute an abuse of inside information. A bidder's plans to make a public offer constitutes inside information, but the use of this in order to complete the transaction is not considered as insider trading. The selective information a bidder receives during the due diligence in the target company is however not exempt from the prohibition against insider trading. Although the selective disclosure of information in this context is allowed a bidder may risk committing insider trading, if an acquisition in the target company's shares is made or a bid submitted without the inside information obtained is published first. Because of the lack of case law, the application of Law (2005:377) on Penalties for Market Abuse in Trading Financial Instruments, Market Abuse Law, in relation to public offers however is unclear.

The Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, Market Abuse Directive, can provide some guidance as to the interpretation of the Market Abuse Law. A paragraph in the preamble of the directive suggests that inside information a bidder possesses about the target company may be used to implement a public offer. A proposal for a new Regulation on market abuse contains a similar provision, which will be directly applicable in Sweden if the regulation enters into force.

In my opinion the Market Abuse Law should not put obstacles in the way of bidders. Self-regulation in this area is vast and a bidder that has begun a due diligence may not sell or buy the target company's shares according to the Swedish takeover rules. A law in which inside information a bidder receives during due diligence is excluded from the criminal area would both result in a higher legal certainty and consistency with the current directive in the area, Market Abuse Directive.

Sammanfattning

Aktiemarknadsbolag i Sverige har omfattande informationsskyldigheter. För att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden ska upprätthållas ska all information om ett aktiemarknadsbolag eller dess aktier som kan vara kurspåverkande offentliggöras.

I samband med offentliga uppköpserbudanden, där en budgivare erbjuder samtliga aktieägare i målbolaget att förvärva deras aktier, tillåts emellertid så kallad selektiv informationsgivning i viss mån. Med selektiv informationsgivning avses att inte offentliggöra, kurspåverkande information lämnas ut. Vanligast torde vara att selektiv information lämnas till en budgivare vid due diligence, vars främsta praktiska funktion är att fördela information mellan parterna i transaktionen.

Förbudet mot insiderhandel är en ytterligare del i regelverket vars syfte ytterst är att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Att använda ett informationsövertag för att göra förmånliga affärer anses orättvist och skadligt för allmänhetens förtroende. Vissa transaktioner har undantagits det straffbara området, eftersom de inte anses utgöra missbruk av insiderinformation. En budgivares planer på att lämna ett offentligt uppköpserbudande utgör insiderinformation, men användandet av denna för att genomföra transaktionen anses inte utgöra insiderhandel. Information om målbolaget som en budgivare erhåller i samband med due diligence är däremot inte undantagen från det straffbara området. Trots att selektiv informationsgivning i sammanhanget är tillåtet kan således en budgivare göra sig skyldig till insiderhandel, om handel i målbolagets aktier sker eller ett bud lämnas utan att den erhållna informationen först har offentliggjorts. På grund av brist på rättspraxis är MmL:s tillämpning i samband med offentliga uppköpserbudanden dock oklar.

MmD kan ge viss ledning när det gäller tolkning av de svenska bestämmelserna. En punkt i direktivets ingress anger att det inte är att anse som insiderhandel om en budgivare erhåller insiderinformation i samband med ett offentligt uppköpserbudande och sedan använder denna för att genomföra uppköpet. Ett förslag till en ny förordning om marknadsmissbruk innehåller en liknande bestämmelse, vilken blir direkt tillämplig i Sverige om förordningen träder i kraft.

Jag anser att MmL inte borde lägga hinder i vägen för budgivare. Självregleringen på området är omfattande och ett handelsförbud enligt Takeover-reglerna aktualiseras på ett tidigt stadie då en budgivare har genomfört due diligence. En lagstiftning där insiderinformation en budgivare får i samband med due diligence undantas från det straffbara området skulle både resultera i ett klarare rättsläge och större överensstämmelse med det rådande direktivet på området, MmD.

Förord

Med den här uppsatsen sätter jag punkt för min studietid i Lund. Mycket har hänt sedan jag flyttade in i tidernas kanske äckligaste korridor på Ulrikedal i oktober 2007. Med facit i hand hade jag inte velat vara utan något av det.

Tack Andrea, Madde, Englen och Lovisa. Ett bättre entourage finns inte.

Tack Cina, Kalle och Elsa för ovärderligt umgänge under alla år.

Tack Cissi och Oskar för gästfriheten. Jag hoppas kunna återgälda den en dag.

Tack Tobias. Utan dig hade det inte blivit någon juristutbildning.

Anna Cronqvist

Göteborg

14 december 2012

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Art.	Artikel
EBM	Ekobrottsmyndigheten
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
IL	Insiderlag (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflag (2000:1086)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
MmD	Marknadsmissbruksdirektivet
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets börskommitté
NGM	Nordic Growth Market AB
Prop.	Proposition
RB	Rättegångsbalken
SOU	Statens offentliga utredningar
Stockholmsbörsen	Nasdaq OMX Stockholm
Noteringsavtalet	Nasdaq OMX Stockholms Regelverk för emittenter
Takeover-panelen	The panel on takeovers and mergers
Takeover-reglerna	Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
VD	Verkställande direktör

Definitioner

Börs	Ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som har fått tillstånd att driva en eller flera reglerade marknader.
Emittent	I fråga om aktier aktiebolaget och i fråga om annat finansiellt instrument utgivaren eller utfärdaren av instrumentet.

Finansiellt instrument	Ett samlingsbegrepp för överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument.
Reglerad marknad	Ett multilateralt system inom EES som sammanför eller möjliggör sammanförande av ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönsmässiga regler, så att detta leder till avslut.
Överlåtbara värdepapper	Värdepapper som kan bli föremål för handel på värdepappersmarknaden, till exempel aktier i aktiebolag.

1 Inledning

Bakgrund och presentation av ämnet

En förutsättning för en effektiv och välfungerande värdepappersmarknad är allmänhetens förtroende för dess funktionssätt. Förtroende uppnås dels genom att handeln på marknaden sker på ett förutsebart och rättvisande sätt, dels genom att prissättningen på de tillgängliga värdepapperna är korrekt. För att en akties värde ska anses korrekt ska priset på ett rationellt sätt återspegla all relevant, tillgänglig information om aktien och företaget. Aktiemarknadsbolag, det vill säga bolag vars aktier är upptagna (noterade) till handel på en reglerad marknad, har följaktligen omfattande regler om informationsplikt att förhålla sig till. En grundläggande princip i noteringsavtalet som ingås mellan börsen och aktiemarknadsbolagen är att alla aktörer samtidigt ska få tillgång till samma information för att kunna fatta väl övervägda beslut.¹

I Sverige har offentliga uppköpserbjudanden där en köpare (budgivaren) vänder sig till samtliga aktieägare i ett aktiemarknadsbolag (målbolaget) med ett anbud om att förvärva samtliga aktier till ett visst vederlag, blivit allt vanligare. Förfarandet innebär en särskild informations- och transaktionsprocess eftersom aktieägarkretsen är spridd och information om bolaget måste nå alla aktieägare samtidigt. Likt vid ett privat företagsförvärv kräver budgivaren nästan genomgående idag att få genomföra en due diligence, en slags företagsbesiktning för att bland annat identifiera och värdera risker i målbolaget. En due diligence innebär att budgivaren kan få tillgång till inte offentliggjord kurspåverkande information om målbolaget, så kallad selektiv information. Med kurspåverkande information avses i börsens regler information som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier. Huvudregeln är att all kurspåverkande information om målbolaget ska lämnas ut genom offentliggörande och selektiv informationsgivning är inte tillåten. Sedan en längre tid har börsen emellertid tillåtit selektiv informationsgivning till budgivare i samband med ett offentligt uppköpserbjudande, dock med vissa restriktioner.²

Budgivaren får efter genomförd due diligence inte handla aktier i målbolaget och målbolagets styrelse ska begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas och genomföras. Målbolaget ska dessutom klargöra för budgivaren att denna genom att motta den selektiva informationen blir insider och därmed enligt lag förbjuden att använda informationen för egen eller annans räkning.³

¹ af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert: *Börsrätt*, Lund 2008, s. 31; Örtengren, Torsten: ”Noterade bolags informationsgivning – Stockholmsbörsens noteringsavtal”. I: *Börsrätt*, Lund 2008, s. 212.

² Sandeberg, C & Sevenius, R, *Börsrätt* s. 312 & 323-324.

³ II.2 och II.20 Takeover-reglerna; 3.1.1 kommentaren Noteringsavtalet.

Förbudet mot insiderhandel finns i 2 § lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk (MmL). Lagstiftningen kan sägas utgöra ytterligare en bit i regelverket som syftar till att stärka allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. För att insiderhandelsförbudet ska aktualiseras krävs att den information som har använts är ägnad att väsentligt påverka priset på de finansiella instrument som handeln sker i. En gradskillnad mellan börsens begrepp ”kurspåverkande information” och MmL:s ”insiderinformation” märks således, där lagstiftningen ställer högre krav på informationen som ska ha använts än börsens regler.

Ett offentligt uppköpserbudande och en budgivares genomförande av due diligence och den selektiva informationsgivning som därmed sker aktualiserar flera frågeställningar. I doktrinen har till exempel delade meningar rått kring huruvida en budgivare är förhindrad att lämna sitt bud eller att handla i målbolagets aktier på grund av den selektiva informationen.⁴

I praktiken är budgivare idag mycket försiktiga både vad gäller att handla aktier i målbolaget och att lämna ett offentligt uppköpserbudande innan all information som har lämnats ut i samband med due diligence har offentliggjorts. Eftersom det inte finns någon praxis på området föreligger stor osäkerhet kring vad MmL egentligen innebär i sammanhanget. Från praktikersidan har uttalats att en klar lagstiftning som inte förhindrar en budgivare att lämna sitt bud trots genomförd due diligence vore välkommen.⁵

Syfte och frågeställningar

Uppsatsen har två syften. Det första syftet är att belysa aktiemarknadsbolags allmänna informationsskyldigheter och möjligheten som finns till selektiv informationsgivning.

Uppsatsens andra syfte är att utreda hur börsens regler och insiderlagstiftningen tillämpas när en budgivare har fått selektiv information vid due diligence i samband med ett offentligt uppköpserbudande. Särskilt fokus kommer i denna del att ligga på huruvida en budgivare är förhindrad att handla i målbolagets aktier eller lämna ett bud och om regleringen är lämplig. Inom ramen för uppsatsens syfte ryms således ett de lege ferenda-perspektiv avseende en budgivares möjligheter att agera efter att ha erhållit selektiv information i samband med due diligence.

Följande frågeställningar ska besvaras för att uppnå uppsatsens syfte:

⁴ Hård, Tom: ”Börsföretagens selektiva informationsgivning – från nästan inget till nästan allt”. I: *Till Gunnar Nord: Ett symposium*, Stockholm 1996, s. 62; Traung, Peter: ”Insiderlagens tillämpning i samband med offentliga bud”. I: *Svensk Juristtidning* 1998, s. 854.

⁵ Uppgifter angivna av Erik Sjöman vid email-korrespondens.

- Hur ser informationsreglerna ut för aktiemarknadsbolag i allmänhet? Vilka informations skyldigheter åligger målbolag och budgivare i samband med ett offentligt uppköpserbjudande?

- Hur ser regleringen kring selektiv informationsgivning för aktiemarknadsbolag ut? Vilka problem kan uppstå i samband med selektiv informationsgivning?

- Är en budgivare som har fått selektiv information i samband med en due diligence av målbolaget förhindrad av börsens regler eller MmL att handla i målbolagets aktier på marknaden eller att lämna ett offentligt uppköpserbjudande? Om svaret är ja på någon av ovanstående frågor, är det en lämplig reglering? Hur borde en reglering de lege ferenda se ut?

Metod och material

Den huvudsakliga metoden vid arbetet med uppsatsen har varit att systematisera och analysera befintligt rättsligt material. I detta avseende har arbetet följt en traditionell juridisk metod. Förutom lagstiftning, förarbeten, rättspraxis och doktrin har den självreglering som finns på det aktuella området inhämtats och analyserats.

Den för framställningen mest centrala självregleringen är Stockholmsbörsens Regelverk för emittenter (Noteringsavtalet) och Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (Takeover-reglerna). För att tydliggöra självregleringens betydelse på området behandlar ett avsnitt i uppsatsen dess sanktionssystem. Handledningstexterna till bestämmelserna i Noteringsavtalet och Takeover-reglerna är inte bindande, utan utgör börsens tolkningar av reglerna och den praxis som gäller. Likt lagkommentarer ger texterna emellertid god ledning rörande reglernas syfte och tillämpning och behandlas därför mer eller mindre utförligt i anslutning till aktuell bestämmelse.

Begreppen offentligt uppköpserbjudande och due diligence kommer att utredas inledningsvis, eftersom de är centrala för den fortsatta framställningen. Målbolagsstyrelsen har en viktig uppgift i samband med offentliga uppköpserbjudanden och kommer därför även att behandlas. En beskrivning av målbolagsstyrelsens eventuella tillåtlighet respektive skyldighet att medge budgivaren att genomföra due diligence syftar till att dels fördjupa läsarens förståelse för det i sammanhanget aktuella regelverket, dels exemplifiera vilka risker selektiv informationsgivning kan innebära.

Vad gäller EU-rätten så utgör denna en integrerad del av den svenska rätten. Den för uppsatsen viktigaste och därmed mest behandlade källan på detta

område är marknadsmissbruksdirektivet⁶ (MmD) vilket genom MmL har implementerats i svensk rätt. Ett direktiv riktar sig till EU:s medlemsstater och är bindande för dessa avseende det resultat som ska uppnås. Svenska bestämmelser som grundar sig på ett direktiv måste tolkas mot bakgrund av direktivet. Medlemsstaternas domstolar ska så långt som möjligt tolka nationell rätt i ljuset av innehållet i och syftet med de på området gällande direktiven. En unionsrättslig rättsakt saknar utförliga förarbeten, men innehåller ofta en omfattande ingress med en uppräknning av de syften och hänsynstaganden utifrån vilka rättsakten har tillskapats. Ingressen innehåller många gånger värdefull information för rättstillämpningen eftersom ett klart besked där ges om regelns syfte. När MmD behandlas ligger främst fokus på ett par punkter i dess ingress och hur dessa kan påverka tolkningen av den svenska lagstiftningen.⁷

Förslaget till ny förordning om marknadsmissbruk, vilket behandlas i samband med MmD, är än så länge under utveckling och hann redan under arbetet med uppsatsen förändras till sitt innehåll. Förslaget är således inte ännu en unionsrättslig rättsakt, utan är snarare tänkt att belysa den förändring som kommer att ske på området inom EU i framtiden. Eftersom förslaget behandlar informationsgivning i samband med offentliga uppköpserbjudanden har även vissa paralleller dragits till tolkningen av MmD:s ingress och MmL:s bestämmelser. Det ursprungliga förslaget till förordning har beskrivits och kommenterats av regeringen i en faktapromemoria från 2011. Det i uppsatsen behandlade förslaget är emellertid det innehållande de senaste ändringarna, vilket i skrivande stund inte är publicerat ännu. Med hänsyn till uppsatsens begränsade omfång har endast de delar av förslaget till förordning som har behandlas bilagts, eftersom bilagan annars hade blivit mycket otymplig.

Merparten av den använda informationen har inhämtats från böcker och artiklar. En del av doktrinen som berör insiderlagstiftningens tillämpning vid offentliga uppköpserbjudanden är emellertid från tiden innan nu gällande lagstiftning och självreglering. Så är fallet med bland annat Peter Traungs artikel ”Insiderlagens tillämpning i samband med offentliga bud” från 1998. Vilken lagstiftning som var gällande och hur självregleringens bestämmelser såg ut när diskussionerna fördes kommer att anges i texten och på så vis även bidra till en översikt av den utveckling som har skett på området.

För att identifiera centrala rättsfrågor och fördjupa förståelsen för uppsatsens område har kontakt tagits med personer på Finansinspektionen (FI) och Ekobrottsmyndigheten (EBM). Viss information i uppsatsen baseras på uppgifter som har lämnats av Erik Sjöman i telefonsamtal och vid e-mailkorrespondens, bland annat rörande praktiskt arbete med offentliga uppköpserbjudanden. Sjöman är verksam som advokat på advokatfirman Vinge och har författat ett flertal artiklar rörande takeover-

⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

⁷ Lehrberg, Bert: *Praktisk juridisk metod*, Uppsala 2010, s. 92-97 och 120.

regleringen i Sverige och marknadsmissbruksrättsliga frågor. Samtliga personer som har kontaktats har gett sitt godkännande till att den information som uppgivits vid korrespondensen offentliggörs.

MmL är en av de viktigaste rättskällorna som har granskats. Hänvisning sker i stor utsträckning till lagens förarbeten för att skapa en bild av lagstiftarens intentioner och hur lagen ska tolkas. Kommentaren av Per Samuelsson med flera har använts för att fördjupa studierna. Vad gäller Takeover-reglerna har kommentaren av Göran Nyström med flera använts som komplement till börsens kommentarer.

Sedan MmL:s ikraftträdande har Högsta domstolen i ett fall prövat åtal rörande insiderbrottslighet, NJA 2008 s. 292. Rättspraxis som behandlar insiderbrott i samband med offentliga uppköpserbjudanden finns inte, vilket har gjort det svårt att definitivt bestämma MmL:s tillämplighet på området. På grund av förundersökningssekretess har det inte varit möjligt att ta del av de ärenden som FI har lämnat till EBM eller de ärenden som inte lett till åtal. Vissa slutsatser har emellertid tagits utifrån den statistik som FI och EBM har uppgivit.

Avgränsningar

Uppsatsens begränsade omfång, tid och inriktning har föranlett vissa avgränsningar. Uppsatsen behandlar enbart problem relaterade till svensk rätt och fokuserar på den svenska aktiemarknaden, vilken endast utgör en del av värdepappersmarknaden.⁸

Någon utförlig bakgrund till hur värdepappersmarknaden fungerar i stort eller vilka olika delar denna består av ges inte. Fokus ligger vidare på aktiemarknadsbolag⁹, det vill säga aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Takeover-reglerna ges ut av Kollegiet för svensk bolagsstyrning men antas av varje enskild börs, varför mindre skillnader i regelverken förekommer. Börserna i Sverige är Nasdaq OMX Stockholm AB (Stockholmsbörsen), Nordic Growth Market NGM AB (NGM) och Burgundy AB. För tydlighetens skull hänvisas endast till de av Stockholmsbörsen antagna Takeover-reglerna, då skillnaderna mellan regelverken är små och får anses sakna betydelse för uppsatsens syfte. Även vad gäller noteringsavtalen kommer för tydlighetens skull hänvisning endast ske till Stockholmsbörsens noteringsavtal. När hänvisning sker till börsens regler åsyftas både Takeover-reglerna och Noteringsavtalet.

⁸ Samuelsson, Per: *Information och ansvar – om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Stockholm 1991, s. 17.

⁹ Börsbolag är en annan ofta förekommande term.

EU-rätten behandlas främst genom de direktiv som har direkt betydelse för framställningen, främst MmD. Någon mer ingående behandling av EU-rätten på området görs inte.

Disposition

Uppsatsen är efter inledningen indelad i ytterligare fem kapitel. Kapitel 2 (2 Offentliga uppköpserbudanden) behandlar offentliga uppköpserbudanden och vilka bestämmelser som aktualiseras i samband med sådana. I kapitel 3 (3 Due diligence) förklaras begreppet due diligence. Kapitlet innehåller en beskrivning av målbolagsstyrelsens skyldigheter respektive möjligheter ur aktiemarknads- och aktiebolagsrättsligt perspektiv att tillåta due diligence. I kapitel 4 (4 Informationsspridning på aktiemarknaden) behandlas de allmänna informationsreglerna för aktiemarknadsbolag, de informationsskyldigheter som åligger målbolag och budgivare i samband med ett offentligt uppköpserbudande och selektiv informationsgivning. Kapitel 5 (5 Insiderfrågor) behandlar insiderproblematiken och innehåller en genomgång av gällande rätt på området. De problem som är förknippade med selektiv informationsgivning ur marknadsmissbruksrättsligt avseende lyfts fram i kapitlet. Uppsatsen avslutas i kapitel 6 (6 Analys) med en diskussion och rättslig analys av det i kapitel 1 presenterade syftet och därtill kopplade frågeställningar utifrån det behandlade materialet.

2 Offentliga uppköpserbudanden

Kapitlet inleds med en bakgrund och beskriver därefter de lagregler och den självreglering som är aktuell på området. En kort introduktion till aktörerna som är verksamma på aktiemarknaden ges därefter. Kapitlet avslutas med en beskrivning av målbolagsstyrelsens roll i samband med offentliga uppköpserbudanden.

2.1 Bakgrund

Ett kontrollägarskifte i bolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad kan ske på olika sätt: genom successiva köp av aktier på marknaden, förhandlade köp av större aktieposter i bolaget eller genom att budgivaren lämnar ett offentligt uppköpserbudande till aktieägarna i bolaget. Att budgivaren lämnar ett offentligt uppköpserbudande innebär att en budgivare som vill ta kontroll över ett aktiemarknadsbolag på kort tid och till låg kostnad kan ta kontakt med aktieägare även i bolag med en stor och spridd ägarkrets. Tekniken härstammar från länder där ägarstrukturen i aktiemarknadsbolag i regel är sådan, framför allt Storbritannien och USA.¹⁰

I Europa har Storbritannien längre och mer erfarenhet än något annat land vad gäller offentliga uppköpserbudanden. Där skedde på 1950-talet en första så kallad ”takeover-våg”, vilken uppmärksammade det tidigare ganska sällsynta fenomenet med uppköpserbudanden som riktade sig direkt till aktieägarna. Efter en rad uppmärksammade och omdiskuterade uppköp på 1950- och 60-talen instiftades 1968 självregleringsorganet The Panel on takeovers and mergers (takeover-panelen), bland annat på initiativ av Bank of England. Takeover-panelens främsta uppgifter var att utarbeta regler om offentliga uppköpserbudanden avseende brittiska aktiemarknadsbolag och se till att dessa regler följdes. Samma år som takeover-panelen tillsattes trädde regelverket The London City Code on takeovers and mergers i kraft, vilket gäller än idag i Storbritannien. Den brittiska självregleringen har varit förebild för många andra europeiska länders regler rörande offentliga uppköpserbudanden.¹¹

I Sverige är offentliga uppköpserbudanden inte längre någon nyhet. Under perioden 1990-2004 lämnades 358 bud rörande bolag med aktier upptagna till handel på Stockholmsbörsen, NGM eller AktieTorget¹². Av de 358 buden ledde 280 stycken till ett förvärv av målbolaget. De erbjudanden som inte nådde framgång misslyckades av olika skäl, bland annat att en

¹⁰ Skog, Rolf. ”Takeover-direktivet – en historia utan slut?” I: *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, s. 407-408.

¹¹ SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden, s. 63.

¹² Aktietorget är sedan 29 mars 2007 inte längre en marknadsplats. Se <http://www.fi.se/Tillstand/Aktietorget-inte-langre-auktoriserad-marknadsplats/>

konkurrerande budgivare lade fram ett mer förmånligt bud eller att starka minoritetsägare i målbolaget inte accepterade det erbjudna priset. Endast ett tiotal partiella erbjudanden lämnades under den aktuella perioden, det vill säga erbjudanden där inte samtliga aktieposter i målbolaget omfattades. I princip alla offentliga uppköpserbjudanden under den aktuella perioden var frivilligt framlagda, endast 10 stycken föranleddes av reglerna om budplikt. Budplikt innebär att den som ensam eller tillsammans med någon närstående blir ägare till motsvarande 30 procent eller mer av rösterna i ett aktiemarknadsbolag inom fyra veckor ska lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget.¹³

2.2 Regelverket

Värdepappersmarknaden har länge varit föremål för både omfattande lagstiftning och ingående självreglering, vilket kan förklaras med att det är ett område i ständig utveckling och dessutom med stor uppmärksamhet riktad mot sig.¹⁴ Begreppet självreglering har i doktrinen definierats av Per Samuelsson som:

”en kollektivt överenskommen form av normgivning och kontroll av en organisations medlemmar, där reglerna avses styrande för verksamhetens bedrivande och medlemmarnas beteende på vissa centrala områden”.¹⁵

Självregleringen på värdepappersmarknaden är inte ett logiskt framarbetat verk utan har delvis historiska skäl. I doktrinen har framhållits att samspelet mellan lagstiftning och självreglering på området är nödvändig för att behålla ett levande regelverk med stor praktisk genomslagskraft.¹⁶

Regleringen kring offentliga uppköpserbjudanden består således av en kombination av lagregler och självreglering, vari den materiella stommen utgörs av Takeover-reglerna. Takeover-reglerna bygger på självregleringsorganets Näringslivets Börskommittés (NBK) tidigare rekommendationer på området, vilka utfärdades 1971 med den brittiska regleringen som förlaga.¹⁷

Aktiemarknadsbolagen var kontraktuellt bundna vid NBK:s takeover-regler via noteringsavtalet med börsen. Reglerna var däremot rättsligt oförbindande för marknadsaktörer som inte stod i något avtalsförhållande med börsen, till exempel budgivare. Det trettonde bolagsdirektivet, takeoverdirektivet¹⁸, innebar en förändring på denna punkt. Sedan

¹³ 3 kap. 2 § LUA.

¹⁴ Munck, Johan: ”Självregleringen på värdepappersmarknaden”. I: *Juridisk Tidskrift* 2006-07, s. 554.

¹⁵ Samuelsson s. 322.

¹⁶ Munck s. 565.

¹⁷ Munck, Johan: ”Aktiemarknadsnämnden 25 år”. I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011, s. 9.

¹⁸ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

implementeringen av direktivet är en börs enligt lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL) skyldiga att ha Takeover-regler. Den aktör som vill lägga ett offentligt bud på aktierna i ett aktiemarknadsbolag är enligt lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden (LUA) skyldig att åta sig att följa de av börsen antagna Takeover-reglerna.¹⁹

Börsers och budgivares lagstadgade skyldigheter utgör således den rättsliga grunden för regleringen kring offentliga uppköpserbudanden, det materiella innehållet återfinns dock i Takeover-reglerna. I en budsituation gäller dessutom de övriga bestämmelserna i LUA, reglerna om erbjudandehandling i kap. 2a lag (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) samt aktiebolagsrätten. Finansinspektionens föreskrifter (FFFS) kompletterar lagstiftningen med regler för aktörerna på den finansiella marknaden.²⁰

2.3 Aktörer på aktiemarknaden

Aktiemarknadens aktörer kan delas in i tre grupper: emittenter, investerare och börsmedlemmar. Med emittent avses det företag som ger ut och söker ägare till sina aktier och andra värdepapper. Investerare är personer, institutioner och företag som har placerat eller överväger att placera kapital i aktier eller andra värdepapper. Börsmedlemmar är de företag som förmedlar handel i aktier över börs. Utöver dessa aktörer spelar börser, bransch- och intresseorganisationer samt övervakningsorgan viktiga roller.²¹

Aktiemarknadsnämnden (AMN), ett självregleringsorgan som bland annat uttalar sig om vad som är god sed på aktiemarknaden och Finansinspektionen (FI), ansvarig myndighet för tillsynen över aktiemarknaden, har flera viktiga funktioner i samband med offentliga uppköpserbudanden. AMN och FI kommer att behandlas något mer ingående nedan.

2.3.1 Aktiemarknadsnämnden

AMN bildades av Sveriges industriförbund och Stockholms handelskammare 1986 i syfte att stärka aktiemarknadens självsanering och på så sätt undvika lagstiftning på området. Nämndens huvudsakliga uppgift är att verka för god sed på aktiemarknaden genom uttalanden, rådgivning och information. Enligt I.2 Takeover-reglerna tolkar och meddelar AMN hur reglerna ska tillämpas. Nämnden svarar även för vissa tolknings- och dispensprövningsuppgifter enligt LUA på offentligrättslig delegation från FI, enligt 7 kap. 10 § 1 st. LUA. Därutöver kan nämnden inom ramen för sin

¹⁹ 13 kap. 8 § VpmL; 2 kap. 1 § LUA.

²⁰ Nyström, Göran och Sjöman, Erik: ”Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?”. I: *Aktieägares rättigheter*, Stockholm 2009, s. 12-13; Sevenius, Robert: *Praktisk bolagsstyrning – Roller, uppgifter och ansvar*, Stockholm 2010, s. 41.

²¹ af Sandeberg, Catarina: *Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor?*, Uppsala 2001, s. 59.

allmänna kompetens uttala sig om ett förfarande i samband med ett uppköperbudande står i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden.²²

Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad eller handelsplattform eller av en aktieägare i ett sådant bolag får prövas av nämnden, om åtgärden avser en aktie i ett sådant bolag eller kan vara av betydelse för bedömningen av en sådan aktie. AMN kan pröva en fråga på eget initiativ eller efter förfrågan. Det vanligaste är att ett företag vänder sig till nämnden för antingen konsultation eller ett uttalande. Nämnden beslutar själv vilka ärenden som ska tas upp till behandling. I bedömningen huruvida ett ärende bör behandlas ska AMN bedöma om frågan är av principiell natur eller av praktisk betydelse för aktiemarknaden. Uttalandena offentliggörs om inte AMN finner särskilda skäl för att sekretess ska gälla.²³

Merparten av AMN:s uttalanden och konsultationer sedan starten rör offentliga uppköperbudanden. Uttalandena handlar främst om dispens från budplikt men även tolkning av och dispens från Takeover-reglerna har behandlats.²⁴

Nämnden avgör själv vad som är god sed på aktiemarknaden. I frågor där lagstiftning av betydelse finns på området utgår AMN från denna och tillhörande praxis från domstolar och andra myndigheter. God sed har i doktrinen beskrivits som att den fyller ut luckor i och kompletterar regelverket med ännu en skyddsnivå.²⁵

AMN saknar sanktioner, men har möjlighet att utfärda kritik i sina uttalanden vilket kan verka avskräckande för andra aktörer på aktiemarknaden. Nämnden anses ha en särställning som prövningsinstans beträffande aktiemarknadsrättsliga frågor och dess uttalanden tillmäts regelmässigt stor vikt. De olika börserna har dessutom sanktioner mot aktiemarknadsbolag som har kritiserats av AMN eller åsidosatt dess tolkning av Takeover-reglerna, se avsnitt V Takeover-reglerna.²⁶

2.3.2 Finansinspektionen

FI är den myndighet som ansvarar för tillsynen över aktiemarknaden. Inspektionen granskar kontrollsystem och risker i de finansiella bolagen och övervakar att lagar, förordningar och andra regler följs. FI har även till

²² Nyström, Göran och Sjöman, Erik: ”Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelnakaren och Aktiemarknadsnämnden”. I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011, s. 85.

²³ SOU 2003:22 Finansiell tillsyn, s. 64-65.

²⁴ SOU 2005:58, s. 58.

²⁵ Skog, Rolf: ”Aktiemarknadsnämndens verksamhet – en tillbakablick”. I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011, s. 32.

²⁶ Sjöman, Erik: ”Om villkorade och ovillkorade ’anbud’ vid offentliga uppköperbudanden”. I: *Avtalslagen 90 år*, Stockholm 2005, s. 97.

uppgift att undersöka huruvida förändringar i lagstiftningen krävs och ska fylla ut regelverket inom specifika områden när det behövs. Inspektionen har av denna anledning en rätt att utfärda skrifter och allmänna råd.²⁷

FI har delegerat kompetens att besluta i frågor bland annat gällande budplikt och försvarsåtgärder till AMN, men har kvar egen kompetens att utreda och besluta i sådana frågor. FI är överklagandeinstans till AMN. Inspektionens funktion i detta avseende anses viktig, även om nämndens beslut mycket sällan överklagas.²⁸

FI har dessutom vissa uppgifter enligt LUA vid offentliga uppköpserbjudanden. I samband med att ett erbjudande lämnas ska budgivaren informera FI om erbjudandet och om en budgivare offentliggör ett planerat erbjudande ska samma information samtidigt lämnas till FI. Vidare ska den erbjudandehandling som en budgivare upprättar i samband med ett offentligt uppköpserbjudande först lämnas till, och godkännas av, FI.²⁹

2.4 Något om målbolagsstyrelsens roll

En fråga som ofta diskuteras i samband med offentliga uppköpserbjudanden är vilken roll målbolagets styrelse ska ha i processen. Ett offentligt uppköpserbjudande anses vara en angelägenhet mellan budgivare och aktieägare. Målbolaget är rättsligt sett inte part i processen och dess styrelse är ur ett associationsrättsligt perspektiv inte skyldig att medverka vid transaktionen. Genom Takeover-reglerna har emellertid målbolagets styrelse ålagts vissa skyldigheter i samband med ett bud. I 5 kap. 1 § LUA finns dessutom bestämmelser rörande försvarsåtgärder, det vill säga åtgärder målbolagsstyrelsen inte får vidta i samband med ett offentligt uppköpserbjudande.³⁰

Målbolagsstyrelsen har en både viktig och svår roll i budprocessen. Dess främsta uppgift är att bedöma budgivarens erbjudande i aktieägarnas intresse och vidta lämpliga åtgärder utifrån den bedömningen. Arbetet för målbolagsstyrelsen vid ett offentligt uppköpserbjudande är något helt annat än den normala ledningen av ett aktiemarknadsbolags förvaltning och utförs inte sällan under tidspress. Förutom att besluta om budgivaren ska få genomföra due diligence, vilket kommer att behandlas mer ingående nedan, ska målbolagsstyrelsen tillkännage sin uppfattning om budet. Som inblandad aktör i budprocessen bär styrelsen dessutom ett ansvar för att inga

²⁷ af Sandeberg och Sevenius s. 36.

²⁸ Stattin, Daniel: *Takeover. Offentliga uppköpserbjudanden enligt svensk rätt*, Stockholm 2009, s. 95-96.

²⁹ LUA 2 kap. 2-3 §§.

³⁰ Nyström, Göran, Ohlsson, Robert och Skog, Rolf: *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Stockholm 2004, s. 38; Ydén, Karin: "Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden – med fokus på due diligencefrågor". I: *Juridisk Tidskrift* 2008-09, s. 340.

åtgärder som kan äventyra förtroendet för aktiemarknaden vidtas under processens gång.³¹

Enligt II.19 Takeover-reglerna ska målbolagsstyrelsen senast två veckor innan acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och skälen för denna uppfattning. Styrelsen ska med utgångspunkt i vad budgivaren har uttalat i ett pressmeddelande om erbjudandet eller i erbjudandehandlingen redovisa sin uppfattning om den inverkan ett genomförande av erbjudandet skulle ha. Styrelsen ska redovisa sin uppfattning om budgivarens planer för bolaget och vilka effekter dessa kan ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver verksamhet. Om företrädare för de anställda har en avvikande uppfattning om hur erbjudandet skulle påverka sysselsättningen, ska denna bifogas styrelsens uttalande. Om budgivaren ändrar villkoren i det framlagda erbjudandet ska styrelsen så snart som möjligt och senast en vecka före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om det ändrade budet och skälen för denna.

Bakgrunden till bestämmelsen är att styrelsen i ett aktiemarknadsbolag anses ha en sådan insikt i viktiga förhållanden att dess syn på erbjudandet är av stort värde för aktieägarna när de ska ta ställning till ett offentligt uppköpserbjudande. Styrelsen ska inte enbart uttala sig om det sammanlagda belopp budgivaren erbjuder att betala för målbolaget, utan om det vederlag och övriga villkor som budgivaren erbjuder för varje aktie och i förekommande fall för respektive aktieslag. Hur utförligt styrelsen behöver motivera sin uppfattning måste avgöras med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Rör det sig om ett enkelt ställningstagande krävs inte en särskilt ingående motivering. Vid svårbedömda situationer, med beaktansvärda omständigheter som talar såväl för som emot ett erbjudande, krävs mer utförliga resonemang från styrelsens sida.³²

³¹ Stattin s. 331; Ydén s. 340.

³² II.19 kommentaren Takeover-reglerna.

3 Due diligence-undersökning

3.1 Inledning

I samband med ett offentligt uppköpserbud framställer budgivaren i dag vanligen krav på att få genomföra due diligence. Termen due diligence används i Sverige för att beteckna förfarandet när ett målbolag besiktigas inför ett företagsförvärv. I doktrinen har företeelsen beskrivits som den på senare tid viktigaste förändringen i transaktionsprocessen.³³

Due diligence kan ses som en del av ett obligationsrättsligt förhållande, där undersökningen fungerar som ett riskfördelningsverktyg mellan parterna baserat på köprättsliga regler och avtalsvillkor. En due diligence praktiska funktion består emellertid främst i att fördela information mellan parterna i transaktionen. Informationshantering vid företagsöverlåtelser har aktiebolagsrättsliga, aktiemarknadsrättsliga och konkurrensrättsliga konsekvenser.³⁴

3.2 Regelverket

Framställningen kommer att behandla de aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga aspekterna av en budgivares due diligence av målbolaget. Kapitlet kommer att avslutas med ett avsnitt där målbolagsstyrelsens tillåtlighet respektive skyldighet att medge due diligence belyses.

3.2.1 Aktiemarknadsrätt

En grundläggande princip i det aktiemarknadsrättsliga regelverket är att alla ska ha tillgång till samma information om ett aktiemarknadsbolag samtidigt. När en budgivare får tillåtelse att genomföra due diligence innebär det ett avsteg från denna princip. I detta avseende föreligger således en skillnad mellan privata företagsförvärv och sådana som sker genom offentliga uppköpserbudanden. Mot bakgrund av ovan nämnda princip finns särskilda bestämmelser om due diligence i regelverket som gäller vid offentliga uppköpserbudanden.³⁵

I II.20 Takeover-reglerna behandlas målbolagets deltagande i en due diligence. Bestämmelsen stadgar att målbolagets styrelse ska ta ställning till om en due diligence ska tillåtas efter förfrågan av budgivaren. Om styrelsen fattar beslutet att bolaget kan och ska medverka till en sådan undersökning

³³ Nyström, Ohlsson och Skog, s. 40; Sevenius, Robert: ”Om ”due diligence” – företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt”. I: *Svensk Juristtidning* 2007, s. 499.

³⁴ Sevenius 2007 s. 500.

³⁵ Nyström, Ohlsson och Skog, s. 40.

ska den även bestämma på vilka villkor samt i vilken utsträckning detta ska ske. Styrelsen ska begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas och genomföras.

Styrelsen ska i sitt beslut ta hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet samt beakta vilket utrymme som tillämplig lagstiftning, framförallt aktiebolagslag (2005:551) (ABL), och börsens regler lämnar för deltagande i en due diligence. Med börsens regler avses främst generalklausulen i Noteringsavtalet och avsnittet som behandlar selektiv information i kommentaren till bestämmelsen. Frågan om aktiebolagsrätten hindrar en potentiell budgivares due diligence kommer att behandlas nedan i avsnitt 3.3. Styrelsen ska vidare beakta reglerna om insiderhandel. Målbolaget bör endast medverka vid en undersökning om styrelsen anser att erbjudandet är av intresse för aktieägarna att ta ställning till. Styrelsen måste i sitt ställningstagande väga in risken för att bolaget skadas, till exempel genom att företagshemligheter lämnas ut. Det är styrelsens ansvar att sekretessavtal som begränsar budgivarens rätt att använda och sprida informationen som denne får del av genom undersökningen upprättas. Det bör dessutom i bolaget dokumenteras vilken information som lämnas ut, till vilka personer information har lämnats samt när information har lämnats. Styrelsen ska sträva efter att undersökningen sker under så kort tid som möjligt för att inte i onödan störa bolagets verksamhet.³⁶

Om flera potentiella budgivare framställer krav på att genomföra due diligence i målbolaget är det viktigt att samma regler tillämpas gentemot samtliga budgivare. Har information lämnats till en budgivare och en annan budgivare efterfrågar samma information, ska informationen således lämnas ut om förhållandena är likartade. Styrelsen ska emellertid även i förhållande till den andra budgivaren bedöma potentiella risker för bolaget i och med informationslämnandet. Olika budgivare kan till exempel skilja sig åt vad gäller konkurrenssituation, vilket påverkar möjligheterna för målbolaget att lämna ut information.³⁷

Målbolaget ska vidare se till att kurspåverkande, inte offentliggjord information som lämnas ut till budgivaren i samband med due diligence så snart som möjligt offentliggörs. Obalansen i informationsläget kan till exempel korrigeras genom att informationen offentliggörs och tas in i budgivarens erbjudandehandling. Skyldigheten att offentliggöra lämnad information inträder inte innan ett erbjudande har lämnats och om något offentligt uppköpserbjudande inte lämnas efter genomförd due diligence-undersökning bortfaller således denna skyldighet. Frågan om målbolagets utgivning av inte offentliggjord kurspåverkande information kommer att behandlas mer utförligt nedan i avsnitt 4.3.³⁸

³⁶ II.20 kommentaren Takeover-reglerna; Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik och Skog, Rolf: *Takeover-reglerna. En kommentar*, Stockholm 2012, s. 208.

³⁷ II.20 kommentaren Takeover-reglerna.

³⁸ II.20 kommentaren Takeover-reglerna.

Målbolaget kan även lämna kurspåverkande information utan samband med due diligence. Principen om offentliggörande i bestämmelsen har konstaterats vara analogt tillämplig även på sådana fall.³⁹

Bestämmelsen behandlar endast due diligence som har påbörjats innan ett offentligt uppköpserbjudande offentliggörs. Genomförande av en undersökning efter ett erbjudande har offentliggjorts bör endast förekomma om det är nödvändigt för att avgöra om ett i erbjudandet uppställt fullföljandevillkor är uppfyllt eller inte.⁴⁰

II.2 Takeover-reglerna behandlar en budgivares skyldigheter i samband med en due diligence. För att upprätthålla principen om aktieägarnas likabehandling och förtroendet för aktiemarknadens funktionssätt ska en budgivare som har påbörjat en due diligence och därigenom erhållit information från målbolaget som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier avstå från att handla i målbolagets aktier till dess att informationen är offentliggjord.

Syftet med bestämmelsen är att motverka att budgivaren utnyttjar det kunskapsövertag som den erhållna informationen innebär. Tillämpning av regeln anses därför inte påkallad om budgivaren gör affärer med eller inhämtar ett åtagande att acceptera erbjudandet av en aktieägare som äger kännedom om det förestående uppköpserbjudandet och att en due diligence-undersökning har genomförts. Något handelsförbud föreligger således inte i en sådan situation. Den som säljer sina aktier, eller åtar sig att acceptera det förestående erbjudandet, med vetskap om en genomförd due diligence och ett förestående uppköpserbjudande måste räkna med att budgivaren kan ha fått inte ännu offentliggjord information. Vill vederbörande inte sälja eller åta sig att sälja sina aktier i en sådan situation står det honom eller henne fritt att avstå. En annan sak är att MmL kan begränsa en budgivares möjligheter att köpa aktier inför ett ståndande uppköpserbjudande.⁴¹

Regeln utgår från en lägre prispåverkanströskel än i MmL:s definition av insiderinformation. Om informationen som budgivaren har erhållit även utgör insiderinformation i MmL:s mening gäller den lagens regler parallellt med förevarande regel. Om budgivaren är en juridisk person kan påföljd för brott mot lagens straffbestämmelser inte aktualiseras. Fysiska personer som agerar på eller för budgivarsidan kan emellertid träffas av MmL:s bestämmelser. MmL:s bestämmelser kommer att behandlas ingående i kapitel 5.⁴²

Regeln förbjuder således budgivaren att handla i målbolagets aktier om sådan information som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier har lämnats ut. Bestämmelsen träffar både köp i marknaden och aktieförvärv utanför börs. Handelsförbudet hindrar emellertid inte

³⁹ Nyström m.fl. s. 209.

⁴⁰ II.20 kommentaren Takeover-reglerna.

⁴¹ Nyström m.fl. s. 108; II.2 kommentaren Takeover-reglerna.

⁴² Nyström m.fl. s. 105-106.

budgivaren från att offentliggöra själva uppköpserbjudandet, Takeover-reglerna utgår tvärtom från att en budgivare kan inneha kurspåverkande information när erbjudandet offentliggörs. Obalansen i informationsläget avses jämnas ut genom målbolagets offentliggörande av den kurspåverkande information som budgivaren har erhållit enligt II.20 Takeover-reglerna (se ovan).⁴³

3.2.2 Aktiebolagsrätt

De aktiebolagsrättsliga rättskällor som måste tas i beaktande vid en due diligence är som nämnts reglerna i ABL och deras koppling med allmänna associations- och sysslomannamässiga principer. Några associationsrättsliga bestämmelser som specifikt tar sikte på förfarandet vid offentliga uppköpserbjudanden finns inte, vilket kan förklaras med att processen anses vara en angelägenhet mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget. Aktieägarna är erbjudandets adressat och målbolaget berörs rättsligt sett inte av budet.⁴⁴

Till skillnad från aktiemarknadsrätten finns det således inte några bestämmelser inom aktiebolagsrätten som behandlar due diligence. I doktrinen har emellertid uttalats att det faktum att due diligence är accepterat inom aktiemarknadsrätten är ett argument för att det borde accepteras inom aktiebolagsrätten. Som stöd för argumentet anges att aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten har samma eller likartade ändamål.⁴⁵

Ur ett aktiebolagsrättsligt perspektiv innebär det risker för bolaget att tillåta budgivaren att utföra en due diligence. Själva processen kan störa verksamheten och informationsgivningen till budgivaren kan vara skadlig på grund av den utlämnade informationens karaktär, till exempel om det rör sig om affärshemligheter. En due diligence innebär dessutom att bolaget ådrar sig kostnader. Nyckelpersoner i bolaget måste avsätta tid för att bidra till undersökningen och ett underlag ska sättas samman och tillhandahållas. I doktrinen har konstaterats att kostnader av detta slag kan uppfattas som en skada för bolaget. Så länge undersökningen ligger i aktieägarnas intresse torde emellertid ganska stora kostnader accepteras.⁴⁶

Styrelseledamöterna och verkställande direktören (VD) i ett aktiebolag har enligt 29 kap. 1 § 1 st. 1 men. ABL en sanktionerad vårdplikt gentemot bolaget. I vårdplikten ingår en tystnadsplikt avseende uppgifter som kan vara skadliga för bolaget om de sprids. Genom att medverka till en due diligence-undersökning i bolaget, vilken resulterar i att skadlig information lämnas ut och sprids, kan således styrelseledamöter och/eller VD göra sig

⁴³ Nyström m.fl. s. 107.

⁴⁴ Stattin s. 208; Afrell, Lars, Klahr, Håkan och Samuelsson, Per: *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Stockholm 1998, s. 233.

⁴⁵ Stattin s. 208- 209.

⁴⁶ Nyström och Sjöman 2009 s. 15; Stattin s. 210.

skyldiga till skadeståndsgrundande oaktsamhet. Eftersom uppköpserbjudandet dessutom är ovidkommande för bolaget som sådant har i doktrinen den hypotetiska slutsatsen tagits att en målbolagsstyrelse genomgående bör neka till att due diligence genomförs. Att styrelsen genomgående inte ska tillåta budgivare att genomföra due diligence har emellertid på andra håll ansetts vara ett för snävt sätt att se på saken.⁴⁷

3.3 Tillåtlighet eller skyldighet att medge due diligence?

Som har konstaterats kan en due diligence skada målbolaget dels genom informationsspridning, dels genom de kostnader som uppstår. Andra sidan av myntet kan sägas vara aktieägarnas eventuella intresse av att en undersökning genomförs, vilket skulle kunna innebära en skyldighet för målbolagsstyrelsen att tillåta due diligence. En likartad diskussion är möjlig att föra kring huruvida styrelsen har en aktiemarknadsrättslig skyldighet att tillåta due diligence. Problematiken belyses nedan genom en redogörelse för ett par ståndpunkter i doktrinen.

Daniel Stattin inleder diskussionen rörande en styrelses aktiebolagsrättsliga möjlighet att tillåta due diligence i målbolaget med att analysera tystnadsplikten i 29 kap. 1 § 1 st. 1 men. ABL. Han konstaterar att denna inte innebär ett absolut yppandeförbud eftersom tystnadsplikten kan brytas om det bland annat av lag följer en skyldighet att lämna information. Ibland är det dessutom nödvändigt att lämna uppgifter till bolagets advokat eller andra uppdragstagare. Gällande tystnadspliktens skyddsobjekt argumenterar Stattin för att ett bolag kan uppfattas som en sammanställning av dess aktieägares gemensamma och hypotetiska intresse och att nämnda lagrumms ändamål således skulle kunna sägas vara att skydda detta intresse. I linje med detta resonemang anser Stattin att tystnadsplikten inte ska utgöra hinder då ett gemensamt, hypotetiskt aktieägarintresse talar för att due diligence ska tillåtas. Det aktiebolagsrättsliga aktieägarintresset bryter så att säga igenom den skadeståndsskyldighet som kan följa av brott mot tystnadsplikten och blir ett argument för att tillåta due diligence. Det aktiebolagsrättsliga aktieägarintresset ska skiljas från det aktiemarknadsrättsliga, vilket är en förutsättning för att tillåta due diligenceundersökningar. Stattin menar således att det finns utrymme att tillåta due diligence i målbolag, men att styrelsen måste bedöma huruvida denna, och i förlängningen ett offentligt uppköpserbjudande, ligger i aktieägarnas intresse. Vidare framhåller Stattin att styrelsen måste ta ställning till huruvida undersökningen ska få vara fullständig samt att denna bör förenas med ett sekretessförbehåll.⁴⁸

Göran Nyström och Erik Sjöman når samma slutsats som Stattin rörande tillåtligheten att medge due diligence, men använder en delvis annorlunda

⁴⁷ Stattin s. 210; Nyström och Sjöman 2009 s. 15.

⁴⁸ Stattin s. 213-221.

väg för att ta sig dit. Liksom Stattin förkastar författarna att en målbolagsstyrelse genomgående ska neka due diligence på grund av risken att bolaget skadas. De ifrågasätter dock om problemet verkligen löses så som Stattin föreslår, det vill säga genom att använda sig av ett hypotetiskt aktieägarintresse. Nyström och Sjöman tar som utgångspunkt styrelsens uppgift att genom förvaltning av bolagets angelägenheter främja vinstsyftet och att åtgärder som ligger utanför bolagets verksamhet eller strider mot vinstsyftet kräver samtliga aktieägares samtycke (vilket ju är i princip omöjligt att inhämta i ett bolag med spritt ägande). De drar paralleller till den finska aktiebolagsrätten, vilken uppvisar stora likheter med den svenska. I förarbetena till den finska aktiebolagslagen stadgas en skyldighet för styrelsen att i aktieägarnas intresse verka för bästa möjliga bud, utan att bortse från vinstsyftet och verksamhetsföremålet. Författarna drar slutsatsen att detta innebär en tillåtelse för styrelsen att medge due diligence på begäran av en budgivare med ett attraktivt bud. Att något liknande den finska rätten bör anses gälla även i Sverige anser författarna vore rimligt, även om de inte med absolut säkerhet vågar uttala sig om vad som gäller. Precis som Stattin når Nyström och Sjöman emellertid slutsatsen att så länge styrelsen sammanväger alla relevanta omständigheter, bland annat aktieägarnas intresse av att ta ställning till ett attraktivt erbjudande och risken för att bolaget skadas, innan ett beslut om due diligence tas borde inte någon risk för skadeståndssanktionerad överträdelse av ABL föreligga.⁴⁹

Nyström och Sjöman menar att det faktum att styrelsen har rätt att medge due diligence under vissa omständigheter inte är detsamma som att en aktiebolagsrättslig skyldighet gentemot aktieägarna att göra så föreligger. Författarna anser att det inte finns tillräckligt med underlag för att kunna påstå att gällande rätt ålägger styrelsen en sådan skyldighet. Styrelsens ansvar gentemot bolaget torde däremot i vissa situationer leda till en aktiebolagsrättslig förpliktelse att neka due diligence, enligt Nyström och Sjöman.⁵⁰

Stattin ansluter i diskussionen kring en eventuell aktiebolagsrättslig skyldighet för styrelsen att medge due diligence till sin tidigare argumentation. Han menar, med hänvisning till sysslomannarätten, att en styrelseledamot har en skyldighet att agera i bolagets intresse. Om bolagets intresse inte är något annat än en omskrivning av aktieägarnas intresse bör en skyldighet att medge due diligence kunna föreligga i vissa fall. Skyldigheten är dock enligt Stattin svår att sanktionera, då den inte följer av ABL, tillämplig lag om årsredovisning, bolagsordningen eller till dem anknutna normer vilket krävs för tillämpning av 29 kap. 1 § 1 st. 2 men. ABL.⁵¹

Vad gäller aktiemarknadsrätten och huruvida den tillåter styrelsen att medge due diligence anser Stattin att regelverket talar för sig självt. Såväl II.2 som II.20 i Takeover-reglerna förutsätter att due diligence-undersökningar är

⁴⁹ Nyström och Sjöman 2009 s. 19-24.

⁵⁰ Nyström och Sjöman 2009 s. 22-24.

⁵¹ Stattin s. 224-227.

tillåtna och mot denna bakgrund drar Stattin slutsatsen att aktiemarknadsrätten inte lägger några hinder i vägen för styrelsen att medge budgivaren att genomföra en undersökning.⁵²

Finns det då en aktiemarknadsrättslig skyldighet för styrelsen att i vissa fall tillåta en due diligence-undersökning? Stattin framhåller i frågan att det måste anses ligga i begreppet god sed på aktiemarknaden att målbolagets styrelse agerar i aktieägarnas intresse. Han menar att det förvisso är oklart huruvida god sed ger enskilda aktieägare rätt att påkalla rättsordningens skydd, men att god sed likväl bör kunna vara normerande för organledamöternas agerande i bolaget och vid oaktsamhet innebära sanktioner i enlighet med 29 kap. 1 § ABL. Stattin menar dock att det vore att föra resonemanget för långt att hävda att god sed ingår i de normer som ger aktieägare rätt att föra talan om skadestånd för direkt skada när styrelsen inte medgivit due diligence i enlighet med 29 kap. 1 § 1 st. 2 men. ABL. Någon sanktion att tillgå då aktieägarna lider skada vid utebliven due diligence finns således inte att tillgå. Trots det sagda når Stattin slutsatsen att en aktiemarknadsrättslig skyldighet att i vissa fall medge undersökning föreligger för målbolagets styrelse, då denna ska agera i aktieägarnas intresse under budprocessen.⁵³

Nyström och Sjöman konstaterar i diskussionen rörande en eventuell aktiemarknadsrättslig skyldighet för styrelsen att medge due diligence att i bestämmelserna i Takeover-reglerna som behandlar ämnet står aktieägarnas intresse av ett attraktivt bud i förgrunden. På frågan om det föreligger en skyldighet om de i bestämmelserna citerade förutsättningarna är uppfyllda svarar de dock nej. Författarna hänvisar till två uttalanden av AMN, 2005:47 (Skandia) och 2006:55 (Scania), i vilka nämnden bland annat konstaterar att ett styrelsebeslut att neka due diligence-undersökning inte är en otillåten försvarsåtgärd. Handlandet står enligt AMN inte heller i strid med god sed på aktiemarknaden. Mot bakgrund av uttalandena når Nyström och Sjöman slutsatsen att bestämmelserna i Takeover-reglerna endast bör betraktas som konkretiseringar av hur ett målbolags styrelse bör gå tillväga för att avgöra huruvida due diligence får eller inte får medges. En aktiemarknadsrättslig skyldighet för styrelsen att tillåta due diligence anser författarna således inte framgå av bestämmelserna.⁵⁴

⁵² Stattin s. 206 och 211.

⁵³ Stattin s. 222-224.

⁵⁴ Nyström och Sjöman 2009 s. 17-19.

4 Informationsspridning på aktiemarknaden

En betydelsefull del av regleringen kring värdepappersmarknaden syftar till att åstadkomma en god informationsspridning. Tillgången till information är starkt förknippad med prissbildningen och är således en förutsättning för att investeringskapital ska kunna fördelas på ett effektivt sätt. Att prissättningen av värdepappren som är upptagna till handel är korrekt är dessutom viktigt för att upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden. Med en korrekt prissättning menas att priset på ett rationellt sätt ska återspegla all relevant, tillgänglig information om aktien och bolaget som ger ut denna.⁵⁵

Emittenter av värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad är således ålagda strängare informationsskyldighet än andra företag. Reglerna om informationsspridning syftar till att skydda investerare genom en säker och rättvis tillgång till information. Bolag som riktar sig till allmänheten för kapitalanskaffning ska inte kunna utnyttja sitt informationsövertag genom att offentliggöra tillrättalagd eller selektiv information som gagnar bolaget.⁵⁶

Kapitlet kommer inledningsvis att behandla aktiemarknadsbolags allmänna informationsskyldigheter enligt lagstiftning och självreglering, informationsgivning i samband med offentliga uppköpserbjudanden och selektiv informationsgivning. Särskilt fokus kommer därefter att ligga på selektiv informationsgivning i samband med due diligence i målbolaget. Kapitlet avslutas med en genomgång av börsens sanktioner mot aktiemarknadsbolag och budgivare som bryter mot informationsreglerna.

4.1 Aktiemarknadsbolags allmänna informationsskyldighet

I VpmL stadgas en rad skyldigheter för börser och de som deltar i handeln på en reglerad marknad. Enligt 13 kap. 1 § VpmL ska en börs bedriva sin verksamhet hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt som gör att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden bibehålls. En börs förutsätts enligt VpmL 13 kap. 1 § 1 st. p. 3 tillämpa principen om god genomlysning, vilken innebär att deltagarna får en snabb, samtidig, smidig och korrekt information om handeln samt att allmänheten får möjlighet att ta del av sådan information. Enligt 15 kap. 1 § VpmL ska en börs ha tydliga och öppet redovisade regler för upptagande av finansiella instrument till handel på en reglerad marknad. Det ska enligt 15 kap. 2 § finnas

⁵⁵ af Sandeberg, Catarina: *Börsnotering – regler och ansvar*, Uppsala 2001, s. 18.

⁵⁶ Prop. 2006/07:65 Informationskrav i noterade företag, m.m., s. 85.

förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med de finansiella instrumenten.

I 15 kap. 6 § VpmL regleras emittentens informationsplikt. Enligt bestämmelsen ska emittenten fortlöpande informera börsen om sin verksamhet och i övrigt lämna de upplysningar som börsen behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter. Emittenten ska även offentliggöra de upplysningar om sin verksamhet och värdepapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på värdepapperen. FI har meddelat föreskrifter som kompletterar lagstiftningen, FFFS 2007:17 behandlar bland annat informationsplikt för utgivare av överlåtbara värdepapper.

Noteringsavtalet innehåller bestämmelser som reglerar emittenters informationsskyldighet gentemot marknaden och börsen samt de preciserade krav som gäller för att ett finansiellt instrument ska kunna tas upp till handel. Genom regelverket uppfyller Stockholmsbörsen kraven i VpmL och FI:s föreskrifter. Nedan behandlas de viktigaste informationsreglerna i Noteringsavtalet.⁵⁷

4.1.1 Generalklausulen

Generalklausulen om informationsgivning i 3.1.1 Noteringsavtalet stadgar att ett bolag så snart som möjligt ska offentliggöra information om beslut eller andra händelser och omständigheter som kan vara av kurspåverkande natur. Bestämmelsen omfattar alla de fall som kräver ett offentliggörande men inte fångas upp av övriga informationsregler.

Ett bolag med aktier upptagna till handel på börsen ska således säkerställa att alla intressenter på aktiemarknaden har samtidig tillgång till kurspåverkande information rörande bolaget. Bolaget ska se till att informationen hanteras konfidentiellt innan den offentliggörs och att ingen obehörig part får tillgång till sådan information. Detta innebär bland annat att om ny information som kan vara kurspåverkande lämnas ut till journalister eller analytiker måste den offentliggöras samtidigt.⁵⁸

Att ett bolag är skyldigt att offentliggöra information som ”kan förväntas” påverka kursen på aktierna innebär att det inte nödvändigtvis behöver ske en verklig förändring av kursen. En bolagsspecifik bedömning av informationen och huruvida denna kan vara kurspåverkande ska göras. I bedömningen ska bland annat kursutveckling, branschtillhörighet och marknadsutveckling beaktas. Exempel på händelser och situationer där informationsskyldighet från bolagets sida kan föreligga är bland annat vid order- och investeringsbeslut, samarbetsavtal, pris- eller valutaförändringar, kredit- eller kundförluster, nya joint ventures och forskningsresultat.⁵⁹

⁵⁷ Inledningen Noteringsavtalet.

⁵⁸ 3.1.1 kommentaren Noteringsavtalet.

⁵⁹ 3.1.1 kommentaren Noteringsavtalet.

4.1.2 Kurspåverkande information

Generalklausulen stadgar att information om beslut eller andra händelser av kurspåverkande natur så snart som möjligt ska offentliggöras av bolaget. Med kurspåverkande information avses information som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets värdepapper. I generalklausulen fastställs att definitionen av kurspåverkande information i Noteringsavtalet är densamma som i VpmL och FI:s föreskrifter. Enligt VpmL förpliktigas emittenten att offentliggöra de upplysningar om sin verksamhet och värdepapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på värdepapperen. I 10 kap. 3 § FFFS 2007:17 stadgas att ett bolag ska offentliggöra ett beslut eller en händelse som inte i oväsentlig grad påverkar den bild av bolaget som tidigare offentliggjord information har skapat eller om bilden av bolaget på annat sätt påverkas.

Huruvida information är kurspåverkande och därför ska offentliggöras får avgöras från fall till fall. I bedömningen av om viss information är kurspåverkande kan emellertid följande faktorer beaktas: händelsens eller beslutets förväntade omfattning eller betydelse i relation till bolagets verksamhet, informationens betydelse i förhållande till faktorer som avgör prissättningen på bolagets aktier och andra faktorer som skulle kunna påverka priset på bolagets aktier. Om bolaget har mottagit informationen från en utomstående part måste även källans tillförlitlighet beaktas. Om liknande information tidigare har haft eller har ansetts ha kurspåverkande effekt kan detta också ligga till grund för bedömningen. Olika hantering av likartad information bör undvikas, med detta dock inte sagt att bolag inte kan ändra policy rörande när information ska anses kurspåverkande och offentliggörande således ska ske.⁶⁰

4.1.3 Obligatoriska informationstillfällen

Viss information har ansetts så viktig att den är obligatorisk att offentliggöra för aktiemarknadsbolag, oavsett om informationen bedöms vara kurspåverkande eller inte. Exempel på information som alltid ska offentliggöras är enligt 3.2 och 3.3 Noteringsavtalet: finansiella rapporter såsom bokslutskommunikéer och delårsrapporter, kallelse till bolagsstämma samt beslut av större betydelse av bolagsstämman, förslag på och beslut om emission samt förutsättningarna och villkoren för emissionen, förändringar i styrelsen eller beträffande den verkställande direktören eller bolagsstämموالد revisor, beslut att införa aktierelaterade incitamentprogram och beslut om transaktion mellan bolaget och en närstående.⁶¹

4.1.4 Kravet på korrekt, relevant och tydlig

⁶⁰ 3.1.1 kommentaren Noteringsavtalet.

⁶¹ Bergh, Jonas, Goulet, Katarina, Gårdö, Anna och Holmkvist, Camilla: *Styrelsearbete i noterade bolag – en handledning*, Stockholm 2007, s. 58.

information

I 3.1.2 Noteringsavtalet framgår att information som bolaget offentliggör ska vara korrekt, relevant och tydlig. Information rörande beslut, fakta och omständigheter måste vara tillräckligt utförlig för att möjliggöra en bedömning av informationens betydelse för bolaget, dess finansiella resultat och ställning eller priset på bolagets värdepapper.

Informationen måste spegla bolagets verkliga förhållanden och får inte vara felaktig eller vilseledande. Kravet på relevans innebär att informationen ska vara anpassad och inriktad på det beslut eller händelse som föranleder offentliggörandet, för att underlätta bedömningen av dess effekt på aktiekursen. Ett pressmeddelande där till exempel information om någon annan händelse än den som har föranlett offentliggörandet lyfts fram som den centrala uppfyller således inte kravet på väsentlighet.⁶²

Bolag bör undvika att offentliggöra information stegvis och i situationer där sådan informationslämning är nödvändig, till exempel vid fusioner och förvärv, bör det framgå i första meddelandet att mer utförlig information kommer att lämnas vid ett senare tillfälle. Om möjligt ska även det första meddelandet innehålla tidpunkt för lämnande av ytterligare information.⁶³

4.1.5 Tidpunkten för offentliggörande

Enligt 3.1.3 Noteringsavtalet ska offentliggörande av potentiellt kurspåverkande information ske så snart som möjligt, om inga särskilda omständigheter föreligger. Om bolaget lämnar ut information till en utomstående som inte är bunden av sekretess, ska informationen samtidigt offentliggöras.

Kravet på att offentliggörandet ska ske så snart som möjligt innebär i praktiken att mycket kort tid ska förflyta mellan det att beslutet har fattats eller händelsen har inträffat och offentliggörandet. Offentliggörandet ska således normalt inte dröja längre än tiden det tar att sammanställa och skicka ut informationen. Informationen måste emellertid vara färdig att offentliggöras. Även om ett utkast till pressmeddelande ofta förbereds innan ett planerat beslutstillfälle räcker det att detta skickas ut efter avslutat möte. Om beslutet tas eller händelsen inträffar på en helg eller under kvälls- eller nattetid och ingen handel pågår i bolagets aktier på någon annan marknadsplats, kan offentliggörandet ske först nästa handelsdag i god tid innan börsens öppnande. De som känner till informationen måste dock tillämpa sträng sekretess under mellantiden.⁶⁴ I 17 kap. 2 § VpmL föreskrivs att information ska offentliggöras så att den snabbt och på ett icke diskriminerande sätt blir tillgänglig för allmänheten inom EES.

⁶² 3.1.2 kommentaren Noteringsavtalet.

⁶³ 3.1.2 kommentaren Noteringsavtalet.

⁶⁴ 3.1.3 kommentaren Noteringsavtalet.

Ett offentliggörande av kurspåverkande information får skjutas upp i enlighet med gällande lagregler. I 15 kap. 7 § VpmL stadgas att ett offentliggörande får skjutas upp om det finns godtagbara skäl, allmänheten inte riskerar att vilseledas och bolaget kan säkerställa att informationen inte röjs. Ett godtagbart skäl för ett fördröjt offentliggörande är till exempel att förhandlingar pågår och att ett offentliggörande troligtvis skulle påverka resultatet av dessa. De stränga förutsättningar som har ställts upp för att ett bolag ska kunna skjuta på ett offentliggörande medför att utrymmet för undantag från huvudregeln är mycket begränsat. Bolaget ska omedelbart meddela börsen om ett beslut att skjuta upp offentliggörande av kurspåverkande information tas.⁶⁵

4.2 Informationsgivning i samband med offentliga uppköpserbjudanden

Från informationssynpunkt aktualiserar ett offentligt uppköpserbudande två frågor: dels vilken information som under den pågående processen ska offentliggöras, dels när skyldigheten att offentliggöra informationen uppkommer för målbolaget respektive budgivaren. Uppgifter om ett förestående offentligt uppköpserbudande torde i princip alltid utgöra kurspåverkande information och ska således offentliggöras enligt huvudregeln. Om ett offentliggörande sker för tidigt eller information läcker ut kan det emellertid skada eller i värsta fall förhindra den planerade transaktionen. Sekretess är således särskilt viktigt under perioden innan planerna på ett offentligt uppköpserbudande offentliggörs.⁶⁶

Enligt 3.4.1 Noteringsavtalet ska ett aktiemarknadsbolag som förbereder att lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva aktier eller andra jämställda finansiella instrument i ett annat aktiemarknadsbolag underrätta börsen när skälig anledning att anta att förberedelserna kommer att leda till ett erbjudande föreligger. Ett bolag som har underrättats om att en annan aktör planerar att lämna ett offentligt erbjudande att förvärva aktier eller andra jämställda finansiella instrument till bolagets aktieägare, och detta inte har offentliggjorts, ska enligt samma bestämmelse informera börsen om det finns skälig anledning att anta att planerna kommer att realiseras.

Enligt II.3 Takeover-reglerna ankommer det på budgivaren att offentliggöra ett offentligt uppköpserbudande så snart som möjligt efter att beslutet att lämna ett erbjudande har tagits. Enligt bestämmelsen ska erbjudandet offentliggöras i ett pressmeddelande, vilket ska innehålla uppgifter som är relevanta för kursbildningen. Pressmeddelandet ska bland annat innehålla uppgifter om vem budgivaren är, hur många aktier i målbolaget som budgivaren äger eller på annat sätt kontrollerar, i vilken utsträckning budgivaren erhållit bindande eller villkorade utfästelser om accept av

⁶⁵ Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk, s. 79; 3.1.3 kommentaren Noteringsavtalet.

⁶⁶ Samuelsson s. 131-132.

erbjudandet från aktieägare i målbolaget, vilka värdepapper som omfattas av erbjudandet och de huvudsakliga villkoren för erbjudandet, till exempel vederlagets form och storlek.

Budgivaren ska också ange i pressmeddelandet att budgivaren gentemot börsen har åtagit sig att följa börsens regler som har fastställts för offentliga uppköpserbjudanden och underkasta sig de sanktioner börsen får besluta om vid överträdelse av reglerna. Budgivaren ska vidare ange att för erbjudandet gäller de regler som börsen har fastställt. Takeover-reglerna blir därigenom en del av den kontraktuella relationen mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget. Enligt 2 kap. 2 § LUA ska budgivaren i samband med att ett erbjudande lämnas informera FI om erbjudandet och åtagandet gentemot börsen.⁶⁷

Enligt I.4 Takeover-reglerna ska information som offentliggörs i samband med ett planerat eller lämnat erbjudande vara relevant, korrekt och tydlig. Den får inte vara vilseledande. Informationen ska lämnas så att den snabbt och på ett icke diskriminerande sätt blir tillgänglig för allmänheten. Motsvarande information ska samtidigt lämnas till börsen, AMN och FI. Budgivaren ska enligt bestämmelsen hålla informationen tillgänglig på sin webbplats så snart som möjligt efter offentliggörandet. Samma information som har offentliggjorts ska av budgivaren överlämnas till målbolaget, vilket också ska hålla denna tillgänglig på sin webbplats.

Både målbolag och budgivare har som synes ovan omfattande informationsskyldigheter i det initiala skedet av ett förvärv. I tiden mellan erbjudandets offentliggörande och acceptfristens utgång kan emellertid avgörande händelser inträffa och det finns således bestämmelser som garanterar aktieägarna och allmänheten tillgång till information under denna period.

Budgivarens ska enligt II.6 Takeover-reglerna och 2 kap. 3 § LUA inom fyra veckor från det att erbjudandet har offentliggjorts upprätta och hos FI ansöka om godkännande av en erbjudandehandling. Acceptfristen börjar löpa från det att erbjudandehandlingen har offentliggjorts och löper mellan tre och tio veckor, enligt II.7 Takeover-reglerna.

Om en händelse inträffar, någon ny omständighet framkommer eller ett sakfel påträffas i erbjudandehandlingen innan acceptfristens utgång som kan påverka bedömningen av erbjudandet, ska budgivaren enligt 2a kap. 11 § LHF och II.6 Takeover-reglerna upprätta ett tillägg till erbjudandehandlingen. Tillägget ska godkännas av FI och sedan omedelbart offentliggöras.

Målbolaget bör offentliggöra sådan information som kan påverka bedömningen av erbjudandet senast två veckor före acceptfristens utgång, även om informationen inte är av sådant slag att den måste offentliggöras

⁶⁷ II.3 kommentaren Takeover-reglerna.

omedelbart. Som har behandlats tidigare ska målbolagsstyrelsen senast två veckor innan acceptfristens utgång offentliggöra sin inställning till erbjudandet och vilka effekter detta kan få. Vid denna tidpunkt är det således viktigt att all information som är relevant för erbjudandet har offentliggjorts.⁶⁸

4.3 Selektiv informationsgivning

4.3.1 Allmänt om selektivt given information

Som har konstaterats tidigare finns det i Sverige en starkt förankrad princip om omedelbar och samtidig informationsgivning för aktiemarknadsbolag. Selektiv informationsgivning, till exempel i samband med due diligence, utgör ett avsteg från denna princip. I doktrinen har synpunkten framförts att selektiv informationsgivning kan vara både nyttig och nödvändig sett ur ett aktiemarknadsbolags perspektiv, trots de opåkallade fördelar vissa marknadsaktörer får gentemot andra i och med informationsövertaget.⁶⁹

Innan implementeringen av MmD kunde under vissa förutsättningar offentliggörande av kurspåverkande information helt underlåtas, om informationen var till nackdel för bolaget och börsen gav sitt medgivande till det. Idag finns inget utrymme för ett aktiemarknadsbolag att underlåta ett offentliggörande och möjligheten till fördröjt offentliggörande av kurspåverkande information, vilket är en förutsättning för selektiv informationsgivning, är som redan har nämnts kraftigt begränsad. I doktrinen har uttalats att det föreligger ett principiellt förbud mot selektiv informationsgivning, från vilket undantag dock har gjorts under en längre tid.⁷⁰

Selektiv information får lämnas i vissa situationer. Undantag från huvudregeln i Noteringsavtalet som stadgar offentliggörande av kurspåverkande information ska dock göras med stor restriktivitet och målbolaget måste ständigt överväga om den efterfrågade informationen behövs för ändamålet. All kurspåverkande information som lämnas ut ska kunna offentliggöras vid ett senare skede för att upphäva den insiderposition som mottagaren av informationen har hamnat i. Det finns således inget krav på att den information som selektivt lämnas ut måste offentliggöras senare, utan det räcker att den är av sådant slag att den kan lämnas senare. Vidare ska bolaget göra klart för mottagaren av informationen att denna genom mottagandet har blivit insider och därmed är förbjuden enligt lag att utnyttja informationen för egen eller annans räkning. Bolaget ska dessutom se till att mottagaren behandlar informationen konfidentiellt.⁷¹

⁶⁸ II.17 kommentaren Takeover-reglerna.

⁶⁹ Ydén s. 352; Johansson, Svante: ”Något om aktiemarknadsbolags informationsgivning”. I: *Festskrift till Ulf Bernitz*, Stockholm 2001, s. 40.

⁷⁰ Prop. 2004/05:142, s. 79; Ydén s. 352; Johansson s. 40.

⁷¹ 1.1.3 kommentaren Noteringsavtalet avsnittet *Selektiv information*; Johansson s. 48.

Det ska röra sig om fall där det är av stor vikt för ett bolag att få lämna ut information innan ett offentliggörande för att selektiv informationsgivning ska vara tillåten. Exempel på sådana situationer är då information ges:

- i. till större aktieägare eller tilltänkta aktieägare vid sondering inför planerad nyemission;
- ii. till rådgivare som bolaget anlitar vid en emission eller annan affär av större omfattning;
- iii. till kreditgivare inför viktiga kreditbeslut;
- iv. till så kallade ratinginstitut inför kreditgivning; eller
- v. till tilltänkt budgivare eller målbolag i samband med förhandlingar om offentligt uppköpserbjudande.⁷²

4.3.2 Selektiv informationsgivning vid due diligence

Krav från en budgivare att få genomföra due diligence i målbolaget avvisades regelmässigt fram till början av 90-talet, mot bakgrund av att det stred mot aktiemarknadsbolags skyldigheter rörande samtidig informationsgivning. I en reviderad upplaga av Börsinformation, utgiven av Stockholms Fondbörs, som utkom 1993 uttrycktes för första gången att selektiv informationsgivning under vissa omständigheter kunde accepteras. Ett exempel på när sådana omständigheter förelåg var som ett led i förhandlingar med en tilltänkt budgivare inför ett offentligt uppköpserbjudande.⁷³

Som har behandlats tidigare anses idag selektiv informationsgivning i samband med förhandlingar om ett offentligt uppköpserbjudande som en situation där det är viktigt för ett bolag att få frångå huvudregeln om direkt offentliggörande av kurspåverkande information. Det vanligaste torde vara att selektiv information lämnas ut vid budgivarens genomförande av due diligence.

Selektiv informationsgivning i samband med due diligence är således idag både tillåten och vanligt förekommande. Takeover-reglerna föreskriver emellertid att målbolagets styrelse ska begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att budet ska kunna genomföras och lämnas. Om inte offentliggjord information som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier lämnas ut i samband med due diligence ska målbolaget sträva efter att informationen så snart som möjligt blir offentliggjord. Informationsskyldigheten inträder dock inte förrän ett erbjudande faktiskt har lämnats, enligt II.20 Takeover-reglerna.

I doktrinen har framhållits att det många gånger är svårt för målbolagets styrelse att avgöra vad som är relevant information för budgivaren.

⁷² 1.1.3 kommentaren avsnittet *Selektiv information* Noteringsavtalet.

⁷³ Hård s. 59.

Frågelistorna som budgivarens rådgivare använder sig av när information efterfrågas är ofta generellt utformade och ger sällan någon ledning vad gäller den enskilda budgivarens behov av information. Då någon motsvarande skyldighet att begränsa undersökningen inte föreskrivs för budgivaren ligger det på målbolagsstyrelsen att förhålla sig kritisk till de framlagda frågelistorna och noga överväga vilken information som kan och bör lämnas ut vid due diligence.⁷⁴

Som tidigare har behandlats inträder enligt II.2 Takeover-reglerna ett handelsförbud för den budgivare som genomfört en due diligence-undersökning och därigenom erhållit kurspåverkande information. Enligt bestämmelsen så får budgivaren inte handla i bolagets aktier förrän motsvarande information har offentliggjorts. Om budgivaren efter genomförd undersökning inte lämnar något erbjudande bortfaller skyldigheten för målbolaget att offentliggöra den selektiva information som har lämnats ut. Budgivarens handelsförbud kvarstår dock, så länge informationen är kurspåverkande och inte har offentliggjorts. Det finns en möjlighet att begära undantag från handelsförbudet hos AMN enligt I.2 Takeover-reglerna, huruvida nämnden skulle bevilja ett sådant undantag är emellertid osäkert. Även om en budgivare beviljas undantag från handelsförbudet i II.2 måste bestämmelserna om insiderhandel i MmL beaktas.⁷⁵

Att en situation kan uppstå där målbolagets skyldighet att offentliggöra den selektivt utlämnade informationen har bortfallit, på grund av att budgivaren inte lämnade något erbjudande, men handelsförbudet för budgivaren kvarstår har i doktrinen konstaterats kunna leda till kreativt användande av den kurspåverkande informationen. Vid konkurrerande bud kan till exempel kurspåverkande information användas för att göra konkurrenten till insider enligt börsens regler och således förhindra handel i målbolagets aktier.⁷⁶

AMN behandlade huruvida ovan beskrivna handlande är förenligt med god sed på aktiemarknaden i uttalande 2004:9. Det var i ärendet fråga om två konkurrerande budgivare, vilka båda två anklagade den andra parten för att ha lämnat icke begärd kurspåverkande information för att på så sätt försätta konkurrenten i insiderposition. Nämnden uttalade att det inte kunde anses vara ett godtagbart stridsmedel vid konkurrerande offentliga uppköpserbjudanden att försöka försätta den andra parten i insiderposition och därigenom förhindra denna att handla i målbolagets aktier. Förfarandet ansågs inte vara till gagn för aktieägarna i målbolaget och är inte förenligt med god sed på aktiemarknaden. AMN konstaterade emellertid att en budgivare som erhållit kurspåverkande information som denne inte efterfrågat och som inte lämnats i förtroende normalt måste kunna häva insiderpositionen genom att offentliggöra informationen själv, då handelsförbudet upphör att gälla när informationen har offentliggjorts.⁷⁷

⁷⁴ Ydén s. 352.

⁷⁵ II.20 kommentaren Takeover-reglerna; Stattin s. 232.

⁷⁶ Stattin s. 234.

⁷⁷ AMN 2004:9.

Peter Traung anför i en artikel skriven 1998 att information som en budgivare efterfrågar typiskt sett inte är av kurspåverkande natur. Traung menar att information en budgivare är intresserad av ofta rör sig om verifiering av tidigare offentliggjorda uppgifter, till exempel lokal branschinformation och bolagets skattesituation.⁷⁸

4.4 Sanktioner

Enligt avsnitt 5 i Noteringsavtalet, ”Påföljder”, kan börsen besluta om avnotering av ett bolags värdepapper vid allvarliga överträdelser av lag, annan författning, de informationsregler som bolaget har åtagit sig att följa eller allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden. Med allmänt vedertagen god sed på aktiemarknaden menas praxis på aktiemarknaden som aktiemarknadsbolag förutsätts följa, bland annat den som kommer till uttryck i AMN:s uttalanden. Vid mindre allvarliga överträdelser kan bolaget istället åläggas ett vite uppgående till motsvarande högst 15 gånger den årsavgift som bolaget betalar till börsen. Om åsidosättandet är ursäktligt kan börsen istället för att ålägga bolaget vite meddela en varning. Vilken påföljd som blir aktuell beslutas av en disciplinnämnd utsedd av börsens styrelse.

Avsnitt V i Takeover-reglerna stadgar att en budgivare som åsidosätter eller bryter mot reglerna eller AMN:s tolkning eller tillämpning av dessa kan åläggas en särskild avgift av börsens disciplinnämnd. Avgiften ska uppgå till lägst femtiotusen och högst hundra miljoner kronor. Om överträdelsen är mindre allvarlig kan emellertid disciplinnämnden välja att helt avstå från påföljd. För målbolag som överträder Takeover-reglerna tillämpas bestämmelserna om sanktioner i Noteringsavtalet, se ovan.

Samuelsson har i en genomgång av argument för och mot självreglering framhållit att en nackdel med systemet är att de självreglerande organen (i detta fall Stockholmsbörsen) ”dömer i egen sak” vilket kan leda till mildare sanktioner, slapphänt regeltillämpning och begränsade möjligheter till nyanserade bedömningar vid utmätning av sanktioner. Det sistnämnda anser Samuelsson tar sig uttryck i att sanktionerna antingen är för hårda, till exempel avnotering, eller för milda, till exempel vite eller varning.⁷⁹

Johan Munck har instämt i de negativa aspekterna av självreglering som Samuelsson anför och tillägger dessutom att till exempel AMN helt saknar sanktioner. Han betonar emellertid att avsaknaden av sanktioner inom självregleringen på värdepappersområdet ofta överdrivs, då den mest betydelsefulla sanktionen är den behandling som de bolag som överträder reglerna har att vänta av andra företag, advokater, värdepappersinstitut och rådgivare. Munck beskriver det som marknadens ”cold shoulders” och

⁷⁸ Traung s. 861.

⁷⁹ Samuelsson s. 322.

menar att det är en tillräcklig sanktion för att marknadens aktörer och deras rådgivare noggsamt ska rätta sig efter regler och uttalanden.⁸⁰

⁸⁰ Munck s. 564-565.

5 Insiderfrågor

Kapitlet kommer att inledas med en presentation och bakgrund till dagens insiderlagstiftning. Därefter behandlas det aktuella direktivet på området, MmD, och förslaget till ny förordning om marknadsmissbruk. Kapitlet behandlar sedan MmL, vari fokus ligger på dess insiderhandelsförbud och undantaget från detta rörande offentliga uppköpserbudanden. Avslutningsvis redogörs för tillsynen på området.

5.1 Bakgrund

Förbudet mot insiderhandel, det vill säga handel med värdepapper där inte offentliggjord information används för att göra fördelaktiga affärer, brukar motiveras med att det är viktigt med förtroende för värdepappersmarknadens funktionssätt för att en gynnsam utveckling av denna ska kunna upprätthållas. Ett direkt förbud mot insiderhandel infördes genom lag (1985:571) om värdepappersmarknaden. Därefter har lagstiftningen successivt utvecklats för att motverka marknadsmissbruk. Marknadsmissbruk är en gemensam beteckning för insiderhandel, otillbörlig marknadspåverkan och röjande av insiderinformation. Den fortsatta framställningen kommer endast att behandla insiderhandel.⁸¹

I början av 1990-talet infördes insiderlag (1990:1342) (IL) vilken ersattes av insiderstrafflag (2000:1086) (ISL). Den lag som idag förbjuder olaglig insiderhandel, MmL, trädde i kraft 2005 med bestämmelser nödvändiga för att uppnå kraven i MmD.

Ett typfall av insiderhandel anses vara då den verkställande direktören eller en styrelseledamot i ett aktiemarknadsbolag utnyttjar sin kunskap om det egna bolaget för att göra goda affärer i bolagets aktier. Handel av detta slag anses generellt orättvis och skadlig för allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Insiderinformation om enskilda bolag kan emellertid även innehas av personer utanför bolaget och professionella marknadsaktörer kan genom analyser och bedömningar av tillgänglig information skaffa sig ett informationsövertag. Till skillnad från det nämnda typfallet anses sistnämnda aktivitet snarast gynna aktiemarknadens effektivitet. Analytiker och rådgivare kan också i allmänhet agera utan hinder av insiderhandelsförbudet, om de stöter på ett förhållande i sig som är kurspåverkande kan de emellertid vara förhindrade att använda sig utav den informationen på grund av MmL.⁸²

Tom Hård anförde i en artikel 1996 att förbudet mot insiderhandel hindrar en budgivare som genom due diligence i målbolaget erhållit kurspåverkande

⁸¹ Prop. 2004/05:142, s. 35; af Sandeberg, Catarina: ”Marknadsmissbruk – insiderhandel, kursmanipulation, vilseledande och röjandeförbud”. I: *Börsrätt*, Lund 2008, s. 293.

⁸² Afrell, Klahr och Samuelsson, s. 265.

inte offentliggjord information att lämna ett offentligt uppköpserbjudande.⁸³ Sedan dess har frågan diskuterats ett flertal gånger i doktrinen, vilket kommer att behandlas i anslutning till den svenska lagstiftningen nedan.

5.2 Marknadsmisbruksdirektivet

MmD trädde i kraft i april 2003 och ersatte 1989 års insiderdirektiv⁸⁴. Bakgrunden till MmD var dels den utveckling och förändring av finansmarknaderna som skett sedan insiderdirektivet antogs, dels de skillnader mellan medlemsländernas lagstiftning på området som ansågs föreligga. MmD innebar en utvidgning av insiderdirektivets bestämmelser, bland annat vad gäller de transaktioner som omfattas av direktivet. Insiderdirektivets räckvidd var begränsad till transaktioner som genomfördes på en marknadsplats eller genom en yrkesmässigt verksam mellanhand. MmD omfattar även direkta transaktioner mellan två parter.⁸⁵

I ingressen till MmD finns ett par för framställningen intressanta punkter. I punkt 29 behandlas offentliga uppköpserbjudanden och insiderinformation:

”Att ha tillgång till insiderinformation angående ett annat bolag och att använda den i samband med ett offentligt uppköpserbjudande för att vinna kontroll över detta bolag eller föreslå en fusion med detta bolag bör inte i sig anses utgöra insiderhandel.”

Ingressens punkt 30 stadgar:

”Eftersom ett förvärv eller en avyttring av finansiella instrument med nödvändighet föregås av ett beslut av den som företar respektive transaktion, bör genomförandet av sådana förvärv och avyttringar inte i sig anses innebära att insiderinformation utnyttjas.”

Direktivets punkt 29 har ingen motsvarighet i den svenska lagstiftningen, vilket medför en viss osäkerhet rörande MmL:s tillämpning i samband med offentliga uppköpserbjudanden då potentiell insiderinformation har lämnats till en budgivare till exempel vid due diligence. Sten Åkesson, utredare på FI, uppger att inspektionens tolkning av ingressens punkt 29 är att denna syftar till undantaget i 5 § 1 st. p. 4 MmL. Enligt FI:s bedömning är det således användande av insiderinformation som består av egen vetskap som åsyftas i punkt 29 och som inte ska anses utgöra insiderhandel.⁸⁶

Nyström med flera menar att det är klart att MmD:s utgångspunkt är att budgivarens innehav av insiderinformation till följd av till exempel genomförd due diligence inte ska lägga hinder i vägen för ett uppköp, med hänvisning till direktivets punkt 29. Författarna framhåller emellertid att

⁸³ Hård s. 62.

⁸⁴ Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel (insiderdirektivet).

⁸⁵ Prop. 2004/05:142, s. 36.

⁸⁶ Uppgifter angivna av Sten Åkesson vid email-korrespondens.

rättsläget är oklart, på grund av avsaknaden av ett uttryckligt undantag i MmL.⁸⁷

Punkt 30 har till sin ordalydelse en motsvarighet i den svenska lagstiftningen. Undantaget i 5 § 1 st. p. 4 MmL kommer att behandlas nedan i avsnitt 5.3.5.

En översyn av MmD har varit planerad sedan en tid tillbaka. I oktober 2011 presenterades två förslag från kommissionen, ett förslag till förordning till vilken MmD:s bestämmelser överförs och justeras och ett förslag till direktiv med krav på straffrättsliga följder för marknadsmissbruk. Direktivförslaget innebär att medlemsländerna ska se till att insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan som begås uppsåtligt blir föremål för straffrättsliga sanktioner. MmD innehåller inte något krav på straffrättsliga sanktioner.⁸⁸

Förslaget till förordning innebär en viss utökning av tillämpningsområdet för förbudet mot insiderhandel, bland annat föreslås att fler finansiella instrument ska omfattas. Då förordningar är direkt tillämpliga i medlemsländerna skulle ett antagande av förslaget innebära att bestämmelser rörande marknadsmissbruk kommer att se likadana ut i hela EU.⁸⁹ I skrivande stund har inget förslag ännu antagits, men i det ändrade förslaget till förordning om marknadsmissbruk från november 2012 finns ett par för framställningen intressanta punkter.⁹⁰

I art. 7a p. 3a i förslaget till förordning behandlas insiderinformation som en budgivare har fått:

”Insider dealing shall be deemed not to arise in itself where a person possessing inside information uses that information solely for the purpose of proceeding with a merger with, or making a public takeover of that company, provided that at the point of acceptance of the offer, any inside information has been made public.”

Artikelns stadgar alltså att insiderhandel inte ska anses uppkomma i sig när en fysisk eller juridisk person som innehar insiderinformation använder informationen endast i syfte att fortskrida med en fusion med bolaget eller lämna ett offentligt uppköpserbjudande. En förutsättning är emellertid att all insiderinformation har offentliggjorts vid tidpunkten för accept av erbjudandet.

Art. 7a p. 3b i förslaget stadgar:

”A person that uses his own knowledge that he intends to make, or is considering to make, a public takeover or merger with a company will not be considered to be using inside information where he uses this knowledge solely in the context or for the purpose of that takeover or merger.”

⁸⁷ Nyström m.fl. s. 107-108.

⁸⁸ Faktapromemoria 2011/12:FPM35 Direktiv om marknadsmissbruk, s. 1-2.

⁸⁹ Faktapromemoria 2011/12:FPM36 Förordning om marknadsmissbruk, s. 1-2 och 12.

⁹⁰ Proposal for a regulation of the european parliament and of the council of insider dealing and market manipulation (market abuse). 2011/0295 (COD). Se Bilaga A.

Att använda den egna vetskapen om planerna på att lämna ett offentligt uppköpserbjudande är enligt bestämmelsen alltså inte att använda insiderinformation. Vetskapen får emellertid enligt förslaget endast användas i syfte att genomföra erbjudandet. Som synes har art. 7a p. 3b ett innehåll som liknar det ovan behandlade i MmD:s ingress punkt 30.

5.3 Marknadsmisbrukslagen

5.3.1 Förbudet mot insiderhandel

Enligt 2 § MmL ska den som får insiderinformation och som för egen eller annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som informationen rör dömas till insiderbrott. Enligt samma paragraf gäller detsamma den som får insiderinformation och som med råd eller på något annat sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden. Av 3 § MmL framgår att den som av oaktsamhet begår en gärning som avses i 2 § kan dömas för vårdslöst insiderförfarande. I doktrinen har anförts att uppsåtsrekvisitet som måste vara uppfyllt i 2 § torde vara det mest svårbevisade. Oaktsamhetsbrottet innebär att det är tillräckligt att gärningsmannen borde ha insett att de handlingar han eller hon begått varit i strid med regelverket.⁹¹

Det krävs numera således inte att man är en insynsperson i ett bolag, utan vem som helst kan göra sig skyldig till insiderbrott. Att handla med kunskap om insiderinformation är olagligt, oavsett hur informationen har anskaffats. Statistik visar dock att de personer som förekommer i svenska åtalsanmälda ärenden övervägande är så kallade primärinsiders, det vill säga personer med direkt anknytning till de bolag vars aktier varit föremål för insiderhandel. I IL och ISL var förbudet mot insiderhandel uppdelat i olika personkretsar, bland annat primär- och sekundärinsiders. Exempel på primärinsiders är personer med ledande befattningar eller med styrelseuppdrag i aktiemarknadsbolag. Insiderutredningar har dessutom ofta berört en hel grupp insynspersoner som under samma tidsperiod och med samma informationskälla köper eller säljer aktier under förbjuden tid.⁹²

⁹¹ af Sandeberg, Catarina: "Från anmälningsplikt till marknadsmisbruk – Insiderregleringens utveckling i svensk rätt". I: *Festskrift till Madeleine Leijonhufvud*, Stockholm 2007, s. 257.

⁹² af Sandeberg s. 295; Wesser, Erik: "Har du varit ute och shoppat Jacob?": en studie av Finansinspektionens utredning av insiderbrott under 1990-talet, Lund 2001, s. 59 och 94-95.

5.3.2 Insiderinformation

Definitionen av insiderinformation hittas i 1 § MmL. Paragrafen stadgar att med insiderinformation förstås information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument.

MmL omfattar således all information, oavsett om denna är företagsspecifik, marknadsspecifik eller allmän. Åsikter grundade på allmänt känd information, spekulationer och rykten omfattas dock inte av begreppet, såvida inte ryktena härleds från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation. När endast ett fåtal personer, till exempel deltagarna på ett styrelsemöte, känner till viss information anses denna inte vara offentlig eller allmänt känd. Så snart information som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument är offentliggjord upphör den att vara insiderinformation i lagens mening. Eftersom handel är tillåten så snart informationen är offentliggjord eller allmänt känd är en viktig uppgift i en insiderutredning exakt vilken tidpunkt informationen uppstod samt när den blev offentliggjord. Med offentliggjord menas att informationen är allmänt tillgänglig, det vill säga förmedlad i någon form, till exempel faxad eller mailad till en tidning eller marknadsplats. Information som ingår i en offentlig handling, till exempel en avkunnad dom, anses också vara offentliggjord.⁹³

Traung menar att en presumtion mot att inte offentliggjord information också är insiderinformation vore möjlig att uppställa, bland annat mot bakgrund av aktiemarknadsbolags informationsskyldighet. Gällande insiderlagstiftning vid tiden för Traungs uttalande var IL, vilken hade ett betydligt mer begränsat tillämpningsområde än MmL. Bland annat utgjordes handel på värdepappersmarknaden enbart av handel på börs, annan organiserad marknadsplats eller genom någon som yrkesmässigt bedriver värdepappersrörelse. Insiderinformation i IL:s mening avsåg information om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. Likt idag fanns det emellertid även när IL var gällande rätt omfattande informationsskyldigheter för aktiemarknadsbolag enligt börsens regler. Väsentlighetskravet var dessutom högre ställt i lagstiftningen än i självregleringen, vilket är fallet även idag. Med hänsyn till detta är Traungs argument, trots skillnaderna mellan IL och MmL, i vissa avseenden även hållbara idag och därför värda att belysa.

Traung menar att begreppet insiderinformation i dagligt tal ofta används om all inte offentliggjord information om ett bolag, särskilt om informationen innehas av ledande befattningshavare eller styrelseledamöter. Att informationen inte är offentliggjord och vissa gånger anses konfidentiell eller utgör företagshemligheter betyder emellertid inte per automatik att den är insiderinformation, enligt Traung. Som grund för presumtionen mot att

⁹³ af Sandeberg s. 297.

inte offentliggjord information även är insiderinformation anför Traung att aktiemarknadsbolags informationsskyldigheter enligt börsens regler får antas ha följts, om inget konkret finns som talar emot detta. Börsens regler krävde även när IL var gällande rätt ett omedelbart offentliggörande av all kurspåverkande information. Traung menade dessutom att ledningen i ett bolag ofta har egna aktier i bolaget och är därför intresserade av att offentliggöra kurspåverkande information för att inte själva drabbas av handelsförbud. Slutligen anför Traung att oaktat de regler om informations-spridning som aktiemarknadsbolag har att följa är bolagen själva intresserade av att förse marknaden med information, i syfte att bevara förtroendet för bolaget och därmed trygga möjligheterna till kapitalanskaffning i framtiden.⁹⁴

5.3.3 Väsentlighetskravet

Informationen som har använts vid handel med finansiella instrument måste, för att ansvar för insiderhandel ska kunna utkrävas, gälla en omständighet som är ägnad att påverka priset på de finansiella instrumenten väsentligt. I förarbetena till MmL framhålls att vad som är väsentlig påverkan varierar mellan olika marknader och att olika parametrar således måste tas hänsyn till vid bedömningen. Exempel på sådana parametrar är allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets speciella egenskaper, till exempel om en akties värde är högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer. Något krav på att kursförändringen måste uppgå till en viss procentsats föreligger således inte.⁹⁵

Vad som utgör en väsentlig påverkan på priset kan i praktiken vara svårt att avgöra. Väsentlighetsrekvisitet har i doktrinen beskrivits som det mest problematiska av de objektiva rekvisiten i insiderlagstiftningen och har medfört problem för de rättstillämpande instanserna. Av rättsfall framgår att en osäkerhet rörande om en faktisk kurspåverkan måste ha inträffat för att förbudsregeln ska bli tillämplig råder i domstolarna. Tolkning av väsentlighetsrekvisitet har dessutom skett på olika sätt i olika rättsfall. I doktrinen har framhållits att det är den effekt som motsvarande information erfarenhetsmässigt har haft på en kurs som ska mätas, inte den faktiska kurspåverkande effekten efter offentliggörandet av informationen.⁹⁶

I förarbeten till IL och ISL framhölls att kraven för att ett handelsförbud i lagens mening ska inträda bör vara högre än vad som gäller för aktiemarknadsbolags informationsskyldighet enligt börsens regler. Motivet till inställningen är att kraven på händelsens eller omständighetens karaktär bör ställas högre när fråga är om en straffrättslig lagstiftning.⁹⁷

⁹⁴ Traung s. 853 och 874.

⁹⁵ Prop. 2004/05:142, s. 56.

⁹⁶ af Sandeberg s. 298.

⁹⁷ Prop. 1995/96:215 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor, s. 36; Prop. 1999/2000:109 Ny insiderlagstiftning m.m. s. 53.

Traung framhåller, i linje med tidigare resonemang kring insiderinformation, att viss information som till exempel lämnas till en budgivare i samband med en due diligence kan vara av kurspåverkande natur. Han understryker emellertid i sammanhanget att den utgivna informationen ytterst sällan når upp till insiderlagstiftningens väsentlighetskrav. Så torde enligt Traung endast vara fallet om ett periodresultat avviker på ett mer betydande sätt från marknadens bedömning och bolagets tidigare lämnade information. Svante Johansson anslöt till denna uppfattning och anförde att en mottagare av selektiv information inte borde kunna omfattas av handelsförbudet i insiderlagstiftningen, med hänsyn till aktiemarknadsbolags omfattande informationsplikt vad gäller kurspåverkande information.⁹⁸

Som har behandlats tidigare föreligger idag en skyldighet för emittenter enligt Noteringsavtalet att offentliggöra information som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets värdepapper. Samuelsson med flera anger i kommentaren till MmL att det sagda kan innebära tolkningsproblem, till exempel om en uppgift som inte omfattas av kravet på offentliggörande enligt Noteringsavtalet omfattas av bestämmelserna i MmL. För att en sådan situation skulle kunna uppstå framhålls emellertid att det torde handla om inte helt identiska händelser eller omständigheter. En uppgift som inte kräver offentliggörande enligt Noteringsavtalet kan i dagens läge inte heller omfattas av bestämmelserna i MmL.⁹⁹

5.3.4 Handel på värdepappersmarknaden och finansiellt instrument

Förbudet mot insiderhandel gäller vid handel på värdepappersmarknaden. Med handel på värdepappersmarknaden avses enligt 1 § 1 st. p. 2 MmL handel på en reglerad marknad eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som bedriver värdepappersrörelse.¹⁰⁰

I 6 § MmL anges att det straffbara området även innefattar all handel med alla finansiella instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad i minst en medlemsstat, eller för vilka det har lämnats in en ansökan om godkännande för handel på en sådan marknad. Lagen är dessutom tillämplig på handel med finansiella instrument vilka i sig inte är godkända för handel på en reglerad marknad, men vars värde är beroende av ett sådant instrument.

Jämfört med tidigare insiderlagstiftning har MmL i och med 6 § ett utvidgat tillämpningsområde. Lagstiftarens målsättning har varit att samtliga anonyma transaktioner ska omfattas av insiderförbudet. Det grundläggande

⁹⁸ Traung s. 861-862; Johansson s. 49.

⁹⁹ Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel och Sjöblom, Nils: *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, Stockholm 2005, s. 191-192.

¹⁰⁰ Jämför. 2 kap. 1 § VpmL.

är emellertid fortfarande handeln på börs, organiserad marknadsplats och med eller genom mellanhand.¹⁰¹

Med finansiellt instrument avses enligt 1 § 1 st. p. 3 MmL den definition som finns i 1 kap. 4 § 1 st. p. 1 VpmL. Termen används som samlingsbeteckning för alla instrument som förekommer på värdepappersmarknaden och omfattar överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument. Målsättningen har varit, likt fallet med transaktionstyperna, att alla relevanta former av instrument ska omfattas av lagstiftningen. Då utvecklingen av nya slags finansiella instrument sker fortlöpande har emellertid lagstiftaren valt att utforma lagen så att dessa automatiskt omfattas.¹⁰²

Traung argumenterade för att en budgivare inte ska anses vara förhindrad att lämna ett offentligt erbjudande på grund av erhållen insiderinformation eftersom den aktuella transaktionen inte sker på värdepappersmarknaden. För denna ståndpunkt anförde han två grunder: dels att ett offentligt erbjudande riktas till var och en av bolagets aktieägare av en känd budgivare och således skiljer sig från den vanligtvis anonyma handeln på värdepappersmarknaden, dels att målbolaget annars lätt skulle kunna försöka hindra eller försvåra budet genom att delge budgivaren påstådd insiderinformation. Traung menar vidare att skyddsintresset bakom den dåvarande insiderlagstiftningen, IL, vilket likt MmL:s var allmänhetens förtroende för värdepappersmarknadens funktion, inte är särskilt påtagligt i fråga om ett offentligt bud. Rörande budgivares möjlighet att handla aktier i målbolaget efter att ha fått insiderinformation uttalar Traung att det förmodligen är otillåtet och att stor försiktighet borde iakttagas.¹⁰³

Argumentet att ett offentligt uppköpserbjudande inte sker på värdepappersmarknaden och därför inte omfattas av MmL är idag svårt att anföra, med tanke på det utvidgade tillämpningsområde som 6 § MmL innebär. Sjöman har emellertid lyft frågan huruvida till exempel lämnande av en förhandsaccept rörande ett offentligt uppköpserbjudande är att anse som handel i rättslig mening. I diskussionen hänvisar han till en lagrådsremiss, Vissa frågor om incitamentsprogram och börsers regelverk, från 2009 i vilken anføres att transaktioner som inte sker på värdepappersmarknaden måste innebära handel för att träffas av MmL. Överföringar på grund av till exempel gåva eller arv, det vill säga vederlagsfria transaktioner, faller enligt detta synsätt utanför handelsrekvisitet och aktualiserar inte tillämpning av lagstiftningen. Om lagrådsremissens beskrivning av gällande rätt är korrekt menar Sjöman att det borde finnas fler transaktioner som inte heller utgör handel och således faller utanför MmL:s tillämpningsområde. I brist på förarbetsuttalanden och rättspraxis tar han i sin argumentation bland annat fasta på det FI uttalar i skriften Noterade bolag – en vägledning, från 2006. I skriften uttrycker inspektionen bland annat att handelsrekvisitet innebär ett krav på vederlag,

¹⁰¹ Samuelsson m.fl., s. 201-202.

¹⁰² Samuelsson m.fl., s. 205.

¹⁰³ Traung s. 865-869.

vilket innebär att vissa transaktioner faller utanför förbudet. I detta specifika avseende överensstämmer således tillsynsmyndighetens uppfattning med det som framkommer i nämnda lagrådsremiss. Sjöman menar att det vore önskvärt att begreppet handel i MmL:s mening fick en klar betydelse, men framhåller att det trots lagrådsremissen och FI:s uttalande ännu är oklart vad som är potentiellt straffbart enligt lagstiftningen och att försiktighet därför är påkallad.¹⁰⁴

I praktiken är budgivare mycket försiktiga i samband med offentliga uppköpserbjudanden då inte offentliggjord information har lämnats ut vid due diligence. Ett vanligt tillvägagångssätt för att undvika att omfattas av handelsförbudet i MmL är att i samband med offentliggörandet av budet också offentliggöra den information budgivaren har fått till exempel vid due diligence.¹⁰⁵

5.3.5 Undantag från handelsförbudet

En insiderlagstiftning kan konstrueras på två olika sätt för att få en rimlig avgränsning av det straffbara området. Antingen används ett rekvisit i gärningsbeskrivningen som innebär att insiderinformation ska ha utnyttjats för att göra en affär eller så införs ett antal undantag för situationer där det typiskt sett inte förekommer något missbruk av insiderinformation. Vid införandet av MmL ansåg den svenska lagstiftaren att effektivitetshänsyn och behovet av klarhet i lagtexten vägde tyngst och en lagteknisk modell med en undantagskatalog valdes, trots att art. 2 i MmD förelägger medlemsstaterna att förbjuda berörda personer att utnyttja insiderinformation vid handel med finansiella instrument.¹⁰⁶

Det krävs alltså inte att ett utnyttjande av insiderinformation har skett vid utförandet av den aktuella affären för att handelsförbudet i MmL ska aktualiseras. Bestämmelserna om insiderbrott måste dock läsas tillsammans med bestämmelserna i undantagskatalogen i 5 § MmL. I paragrafen behandlas ett antal situationer då insiderbrott, insiderförseelse och försöksbrott inte ska anses vara för handen trots att rekvisiten i straffstadgandena är uppfyllda. Gemensamt för undantagssituationerna är att det rör sig om fall då det inte är motiverat att förbjuda affärernas genomförande, trots förekomsten av insiderinformation. Transaktionerna anses inte äventyra lagens övergripande syfte, att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Framställningen kommer enbart att behandla undantaget rörande offentliga uppköpserbjudanden.¹⁰⁷

I 5 § 1 st. p. 4 MmL stadgas att trots förbudet mot insiderhandel får aktier i ett aktiebolag eller europabolag förvärfvas för en fysisk eller juridisk persons

¹⁰⁴ Nyström m.fl. s. 107; Sjöman, Erik: ”’Handel’ vid transaktioner utanför börs”. I: *Marknadsmisshandlingslagen i praktiken*, Stockholm 2010, s. 29-31.

¹⁰⁵ Uppgifter angivna av Erik Sjöman vid email-korrespondens.

¹⁰⁶ Prop. 2004/05:142, s. 58-59.

¹⁰⁷ Samuelsson m.fl., s. 251.

räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget. Transaktioner som bygger på egna affärsplaner är således tillåtna, trots att affärsplanerna egentligen är att anse som insiderinformation.

Redan genom valet av uttryckssättet ”den som får insiderinformation” i handelsförbudet har transaktioner som sker med vetskap om egna planer på att förvärva eller avyttra finansiella instrument emellertid uteslutits från det straffbara området. Situationen som undantagsbestämmelsen är tänkt att täcka omfattas således inte av förbudet genom formuleringen i 2 § MmL. I förarbetena till MmL hänvisas till MmD:s ingress och skäl 30, i vilket framgår att planer på att köpa upp ett bolag inte anses utgöra insiderinformation i direktivets mening. Lagstiftaren har uttalat att det uttryckliga undantaget rörande offentliga uppköpserbjudanden finns kvar för att undvika gränsdragningsproblematik.¹⁰⁸

Undantaget har av Daniel Stattin beskrivits som förrädiskt utformat, då till exempel inte information som framkommer vid due diligence omfattas av bestämmelsen. Han framhåller att det alltid föreligger en risk att den som handlar finansiella instrument på värdepappersmarknaden efter genomförd undersökning gör sig skyldig till insiderbrott om den överlämnade informationen är ägnad att väsentligt påverka priset på bolagets finansiella instrument. För att undvika oavsiktliga insiderbrott i samband med offentliga uppköpserbjudanden har Stattin föreslagit att även insiderinformation som fås i samband med due diligence uttryckligen borde undantas från insiderregleringen. Stattin hänvisar i sitt resonemang till den danska doktrinen och 35 § stk. 2 nr. 1 värdepappersloven där en motsvarande bestämmelse finns.¹⁰⁹

5.4 Tillsyn och utredning av insiderbrott

5.4.1 Finansinspektionens tillsynsuppdrag

FI ansvarar för tillsynen över värdepappersmarknaden. De övergripande målen för inspektionens verksamhet är att bidra till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet samt att verka för ett gott konsumentskydd. Frågor som rör marknadsmissbruk anses centrala i marknadstillsynen, eftersom informationsövertag och missbruk av information har betydelse för konsumentskyddet, skyddet för investerarna och marknadens effektivitet. FI ska enligt 16 § MmL övervaka att bestämmelserna i lagen följs.¹¹⁰

Ansvar för marknadsövervakningen har i första hand börser och auktoriserade marknadsplatser, som i sin tur står under FI:s tillsyn.

¹⁰⁸ Samuelsson m.fl., s. 258; Prop. 2004/05:142, s. 59 och 164.

¹⁰⁹ Stattin s. 232-234.

¹¹⁰ Prop. 2004/05:142, s. 48.

Inspektionen har utfärdat föreskrifter om marknadsövervakningen, i vilka framgår att börser ska ha den kompetens som behövs för att upprätthålla en effektiv övervakning av bland annat handel och kursbildning. I detta ligger att varje börs ska förfoga över tekniska system som kontinuerligt och i realtid registrerar fluktuationer i kurser och omsättning och indikerar avvikande handelsmönster. För respektive marknad och finansiellt instrument ska börser definiera och införa lämpliga gränsvärden i de tekniska systemen för vad som är att anse som avvikande handelsmönster.¹¹¹

Enligt 10 § MmL föreligger rapporteringsskyldighet för börser om det kan antas att en transaktion utgör eller har samband med insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan. Rapporteringen ska ske till FI, som i sin tur snarast ska överlämna uppgifterna till åklagare på Ekobrottsmyndigheten. Åsidosätts rapporteringsskyldigheten kan böter utdömas enligt 13 § samma lag. I praktiken sker således övervakningen av att reglerna i MmL följs genom ett samarbete mellan marknadsplatserna, FI och Ekobrottsmyndigheten.

Statistik som presenteras i förarbetena till MmL visar att mer än hälften av alla insiderärenden hamnar hos FI genom anmälan av en marknadsplats. 2003 utredde FI 62 insiderärenden, av vilka 35 stycken initierades av marknadsplatser. 2004 var det totala antalet ärenden 46, av dessa initierades 25 av marknadsplatser. Samma statistik visar att information lämnas från marknadsplatserna i främst två fall: när ett bolag lämnar information av betydelse för kursen på bolagets aktier, till exempel i en budsituation, och när det förekommit misstänkta kursrörelser som marknadsplatsen inte hittat någon förklaring till.¹¹²

Senare statistik visar att FI under 2010 lämnade 118 ärenden om misstänkta insiderbrott till Ekobrottsmyndigheten, av dessa initierades 89 stycken av marknadsplatserna. 2011 var antalet överlämnade ärenden 108, varav 69 initierade av marknadsplatserna och under 2012 överlämnades 104 ärenden, av vilka 48 stycken har initierats av marknadsplatserna. Trots det ökade antalet anmälda ärenden är det få som leder till åtal, se statistiken nedan.¹¹³

5.4.2 Ekobrottsmyndighetens utredningsansvar

När det finns anledning att anta att ett insiderbrott har begåtts ska FI enligt 19 § MmL anmäla detta till åklagare. Ekobrottsmyndigheten är den

¹¹¹ 5 kap. 1-2 §§ och 4 § FFFS 2007:17 Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser.

¹¹² Prop. 2004/05:142, s. 99-100.

¹¹³ Statistik från FI:s hemsida

<http://www.fi.se/Utredningar/Statistik/Marknadsmissbruk/Anmalt-till-aklagare/> (hämtat 6/11 2012 klockan 11.27) samt uppgifter vid email-korrespondens med Finansinspektör Jan Melin, avdelningen för handelstillsyn, Finansinspektionen.

behöriga polis- och åklagarmyndigheten för dessa brott oavsett var i landet de begås.¹¹⁴

I praktiken går det således till så att ett ärende först initieras hos FI för att sedan, om det finns anledning att anta att ett brott mot MmL har begåtts, överlämnas till Ekobrottsmyndigheten där ansvarig åklagare avgör om förundersökning ska inledas. Om förundersökning inleds utmynnar denna i ett beslut som antingen innebär att åtal väcks eller att förundersökningen läggs ner.¹¹⁵

Själva utredningsansvaret ligger således hos Ekobrottsmyndigheten och FI ska inte göra någon egen granskning av inkommande rapporter om misstänkt marknadsmissbruk. Inspektionen är emellertid inte förhindrad att i egenskap av tillsynsmyndighet undersöka händelsen från andra utgångspunkter. Till exempel kan en anmälan från en marknadsplats om misstänkt insiderbrott av en privatperson föranleda inspektionen att granska rutinerna hos det värdepappersinstitut som genomförde transaktionen för personens räkning. Om FI i samband med denna utredning hittar något som kan antas utgöra marknadsmissbruk ska detta anmälas till Ekobrottsmyndigheten. I samband med att en anmälan om misstänkt insiderbrott lämnas av FI till åklagare äger ett samråd rum mellan myndigheterna. Om åklagare vid Ekobrottsmyndigheten som mottar anmälan anser att det inte finns tillräcklig grund för att inleda förundersökning, kan FI inom ramen för sin tillsynsverksamhet utreda anmälan.¹¹⁶

Reglerna om förundersökning finns huvudsakligen i 23 kap. rättegångsbalk (1942:740) (RB) och förundersökningskungörelsen (1947:948). Enligt 23 kap. 1 § RB ska en förundersökning inledas då det finns anledning att anta att ett brott har begåtts. Att en anmälan om misstänkt insiderbrott har inkommit från FI betyder således inte att Ekobrottsmyndigheten ska inleda en förundersökning. En misstanke om brott ska föreligga, denna kan emellertid vara både vag och oprecis.¹¹⁷

Under varken 2010 eller 2011 väcktes något åtal för insiderbrott, trots de över 100 anmälningarna från FI vardera året, se statistiken i föregående avsnitt. Under 2012 har åtal väckts för insiderhandel i två fall, båda med fällande domar i tingsrätten. Rättsfallen kommer inte att behandlas närmare, då de inte rör offentliga uppköpserbjudanden.¹¹⁸

¹¹⁴ Prop. 2004/05:142, s. 170.

¹¹⁵ Samuelsson m.fl., s. 337.

¹¹⁶ Prop. 2004/05:142, s. 108-109.

¹¹⁷ Prop. 2004/05:142, s. 101.

¹¹⁸ Enligt uppgift vid email-korrespondens från kammaråklagare Cecilia Trossmark, kammaråklagare finansmarknadskammaren, Ekobrottsmyndigheten.

6 Analys

Analysen följer uppsatsens kronologi och kommer således att inledas med en diskussion kring aktiemarknadsbolags informationsskyldigheter och informationsgivningen i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. Därefter kommer selektiv informationsgivning och insiderregleringen att behandlas. Särskilt fokus ligger på en budgivares möjligheter att agera efter att due diligence i målbolaget har genomförts. Analysen avslutas med ett de lege ferenda-perspektiv avseende insiderlagstiftningens tillämpning i samband med offentliga uppköpserbjudanden.

6.1 Aktiemarknadsbolags informationsskyldighet

En grundläggande princip på den svenska aktiemarknaden är att alla aktörer ska få samma information samtidigt. Tillgång till information har ett starkt samband med prissättningen på marknaden och en stor del av regleringen kring värdepappersmarknaden syftar därför till att åstadkomma en fungerande informationsspridning. För att värdepappersmarknaden ska fungera korrekt och effektivt är det dessutom viktigt att allmänheten hyser förtroende för dess funktionssätt. Förtroende uppnås bland annat genom att de aktier (eller andra värdepapper) som är upptagna till handel på marknaden har en korrekt prissättning. Med en korrekt prissättning menas att priset på ett rationellt sätt avspeglar all relevant information om aktien och bolaget. Bolag som riktar sig till allmänheten för kapitalanskaffning ska inte kunna offentliggöra tillrättalagd, partiell eller selektiv information. Reglerna om informationsspridning syftar till att en säker och rättvis tillgång till information föreligger, vilket fungerar som skydd för investerare och garant för allmänhetens förtroende.

Lagstiftning och självreglering samverkar på området. I VpmL stadgas att börser ska tillämpa principen om god genomlysning, vilken innebär att deltagarna på marknaden ska ha tillgång till snabb, smidig, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten ska ha möjlighet att ta del av sådan information. Börser ska också enligt lagstiftningen se till att förutsättningar för en effektiv, rättvis och välordnad handel med de finansiella instrumenten föreligger. Vad gäller bolag vars värdepapper är upptagna till handel på börser, framgår av lagstiftningen att deras informationsplikt består av dels att informera börser om sin verksamhet och övriga upplysningar börserna kan behöva, dels att offentliggöra upplysningar om verksamheten och värdepapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på värdepapperen. För bolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad innebär det sagda att all information som kan vara kurspåverkande ska offentliggöras. Stockholmsbörsen uppfyller genom Noteringsavtalet de krav som lagstiftningen uppställer.

I Noteringsavtalet framgår vilken information som anses så viktig att den alltid ska offentliggöras, till exempel finansiella rapporter och viktigare beslut av bolagsstämman. Enligt generalklausulen ska emellertid all information om beslut eller händelser som kan vara av kurspåverkande natur offentliggöras så snart som möjligt. Med kurspåverkande natur avses information som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets värdepapper. Något krav på att en faktisk förändring av kursen sker föreligger inte, det räcker med att informationen kan förväntas påverka aktiekursen. I generalklausulen framhålls att det måste avgöras från fall till fall huruvida information ska anses kurspåverkande och därför offentliggöras. Tidpunkten för offentliggörandet, ”så snart som möjligt”, innebär att mycket liten tid ska förflyta mellan det som informationen rör och offentliggörandet. Enligt Noteringsavtalet får emellertid ett offentliggörande skjutas upp i enlighet med lagstiftningen. Enligt VpmL är ett uppskjutet offentliggörande tillåtet om det finns godtagbara skäl, allmänheten inte riskerar att vilseledas och emittenten kan säkerställa att informationen inte röjs.

I förarbetena till MmL uttalar lagstiftaren att ett godtagbart skäl till fördröjt offentliggörande är att förhandlingar pågår och att ett offentliggörande troligen skulle påverka resultatet av dessa. Även om utrymmet för att skjuta upp ett offentliggörande av kurspåverkande information således är begränsat, torde undantaget vara tillämpligt i vissa situationer där det är av stor vikt att information inte sprids i förtid. För att inte riskera att information röjs bör sekretessavtal upprättas för de som får ta del av informationen innan offentliggörandet.

6.2 Informationsgivning vid offentligt uppköpserbjudande

Budgivaren har enligt Takeover-reglerna ansvaret för att offentliggöra ett erbjudande när ett beslut att ett sådant kommer att lämnas har tagits. Enligt Noteringsavtalet ska ett bolag som förbereder att lämna ett offentligt uppköpserbjudande eller har underrättats om att annan planerar att lämna ett sådant till aktieägarna i bolaget meddela börsen när det finns skälig anledning att anta att förberedelserna kommer att leda till ett erbjudande eller planerna kommer att realiseras. Själva offentliggörandet står emellertid budgivaren för genom ett pressmeddelande med uppgifter som är relevanta för kursbildningen.

Information kring ett eventuellt eller föreliggande uppköpserbjudande är i de flesta fall att anse som något som rimligen kan förväntas påverka priset på ett bolags aktier och ska därför offentliggöras. Det rör sig dock om en fin balansgång, då för tidig informationsspridning kan störa och i värsta fall avbryta transaktionen. Det torde därför vara av yttersta vikt att information om ett förestående uppköpserbjudande når marknaden först när det mer eller

mindre är klart att ett erbjudande kommer att lämnas och att ryktesspridning i största möjliga mån undviks.

I tiden mellan offentliggörandet av ett erbjudande och acceptfristens utgång föreligger också skyldigheter ur informationshänseende för målbolag och budgivare. Bland annat ska budgivaren offentliggöra en erbjudandehandling inom fyra veckor från erbjudandet och målbolaget ska offentliggöra information som kan vara av betydelse för det lämnade erbjudandet.

Det ovan anförda anser jag sammantaget visar på en mycket omfattande informationsplikt för båda parter i transaktionen. Målbolagets allmänna informationsskyldigheter som aktiemarknadsbolag upphör inte att gälla i en budsituation. Målbolagsstyrelsen ska dessutom uttala sig om erbjudandet, vilket innebär en till viss del utökad informationsplikt, eftersom även inte kurspåverkande information kan behöva offentliggöras om den är av betydelse för bedömningen av budet. Om respektive informationsplikter fullgörs av båda parter borde såväl aktieägarna i målbolaget, marknaden i övrigt och samhället i stort garanteras god insyn i den pågående processen. Om budgivaren eller målbolaget bryter mot informationsreglerna i börsens regelverk kan faktiska sanktioner i form av böter eller avnotering bli följden. Den hårdaste sanktionen är emellertid förmodligen övriga aktörers avståndstagande, eller marknadens ”cold shoulders” som Munck har uttryckt det. Även allmänhetens förtroende torde riskeras vid en överträdelse av reglerna, vilket jag anser kan vara väl så allvarligt med tanke på allmänhetens funktion vad gäller aktiebolags kapitalanskaffning.

Redan före offentliggörandet av ett offentligt uppköpererbjudande sker emellertid visst informationsutbyte mellan målbolag och budgivare. Due diligence genomförs idag regelmässigt även i aktiemarknadsbolag inför företagsförvärv, bland annat för att fördela information mellan parterna i transaktionen. Trots den stränga reglering som omger aktiemarknadsbolag vad gäller samtidig informationsgivning sker således selektiv informationsgivning normalt till budgivaren i samband med undersökningen. När aktiemarknadsbolag får lämna ut selektiv information, vad informationsgivningen innebär och vilka problem som kan uppstå i samband därmed ska diskuteras i nästa avsnitt.

6.3 Selektiv informationsgivning i samband med due diligence

Selektiv informationsgivning utgör ett avsteg från principen om omedelbar och samtidig informationsgivning för aktiemarknadsbolag. Företeelsen innebär att en obalans i informationsläget uppstår och vissa marknadsaktörer får oundvikligen fördelar jämfört med andra. Möjligheten till fördröjt offentliggörande, och således även selektiv informationsgivning, av kurspåverkande information är idag mycket begränsad. I kommentaren till generalklausulen i Noteringsavtalet framgår emellertid att viss

information får ges ut selektivt innan den har offentliggjorts, om det är av stor betydelse för bolaget att så sker. En av de situationer som anges där det anses vara av stor betydelse för bolaget att lämna ut information selektivt är till en tilltänkt budgivare i samband med förhandling om ett offentligt uppköpserbjudande. Det torde oftast röra sig om informationsutlämning i samband med due diligence, men målbolaget kan givetvis även lämna inte offentliggjord information till en potentiell budgivare vid andra tillfällen.

Målbolagsstyrelsen har en viktig och komplicerad uppgift i samband med due diligence i målbolaget. Takeover-reglerna föreskriver att styrelsen ska begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas och genomföras. I praktiken kan det emellertid vara svårt för styrelsen att avgöra vilken information som är relevant för budgivaren och således borde lämnas ut. Någon motsvarande skyldighet för budgivare att begränsa undersökningen föreligger dessutom inte, vilket förmodligen har bidragit till att budgiversidans frågelistor många gånger är alltför omfattande och ger liten ledning kring vilken information som egentligen efterfrågas.

Trots att en budgivare inte behöver begränsa undersökningen i målbolaget anser jag att viss återhållsamhet borde prägla arbetet, då den information som budgivaren erhåller kommer att offentliggöras längre fram. Det torde ligga i budgivarens intresse att målbolagets värde är oförändrat efter uppköpet, vilket är mer osäkert om mycket inte tidigare offentliggjord information om bolaget eller dess aktier lämnas ut i samband med offentliggörandet av erbjudandet. Möjligen avhåller denna vetskap i praktiken budgivare och deras rådgivare från att ställa åtminstone vissa typer av frågor vilka skulle kunna leda till att känslig information lämnas ut. Att målbolagsstyrelsen noga överväger vilken information budgivaren kan tänkas behöva för att lämna och genomföra erbjudandet och enbart ge ut denna är emellertid alltid av yttersta vikt, oavsett vilken information budgivaren efterfrågar.

Inte offentliggjord, potentiellt kurspåverkande information som lämnas till budgivaren ska enligt Takeover-reglerna så snart som möjligt offentliggöras av målbolaget, dock först när ett erbjudande faktiskt har lämnats. Med tanke på att ett handelsförbud inträder enligt samma regelverk för budgivare som har genomfört due diligence och i samband därmed erhållit selektiv information torde det sagda kunna resultera i en märklig situation. Anta att en budgivare genomför due diligence och därmed omfattas av handelsförbudet till dess att den erhållna informationen har offentliggjorts eller inte längre anses kurspåverkande. Något erbjudande lämnas dock aldrig och skyldighet för målbolaget att offentliggöra den utlämnade informationen bortfaller. Budgivaren är emellertid fortfarande förhindrad att handla i målbolagets aktier tills informationen inte längre är kurspåverkande. Om budgivaren sedan tidigare ägde aktier i målbolaget kan till exempel en avyttring av dessa förmodligen inte ske utan brott mot handelsförbudet i Takeover-reglerna. Stättin har uttalat att den beskrivna situationen även kan leda till kreativt användande av kurspåverkande

information, till exempel vid konkurrerande bud för att försätta motparten i ett läge där denna omfattas av handelsförbudet. AMN har emellertid behandlat frågan och konstaterat att ett sådant handlande inte är i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden.

Vidare ska målbolaget, enligt generalklausulen i Noteringsavtalet, upplysa mottagaren av selektiv information att denna genom mottagandet blir insider och därmed enligt lag är förbjuden att utnyttja informationen för egen eller annans räkning. Eftersom det i MmL ställs högre krav på den information som har använts för att insiderhandel ska anses vara för handen anser jag att valet av ordet insider i börsens regler är något missvisande. Som Traung anförde för snart 15 år sedan är trots allt inte all icke offentliggjord information i ett bolag även insiderinformation i lagens mening, på grund av det i MmL högre ställda kravet på den använda informationen. All insiderinformation som omfattas av förbudet i MmL är emellertid även kurspåverkande information och ska offentliggöras enligt huvudregeln i Noteringsavtalet. Möjligen hänvisas till insiderlagstiftningen i börsens regler för att främja klarhet och förhindra missbruk. Även om användande av den selektiva informationen inte omfattas av insiderhandelsförbudet i MmL så är handel förbjuden enligt börsens regler tills informationen har offentliggjorts eller informationen har slutat vara kurspåverkande. För egen del tror jag att hänvisningen till MmL möjligen medför att målbolag vissa gånger felaktigt hänvisar till all utlämnad information i samband med due diligence som insiderinformation, vilket försätter budgivaren i ett svårare läge än nödvändigt. Om inte offentliggjord information (som inte är insiderinformation, men möjligen kurspåverkande information) och insiderinformation kunde hållas separerade vid den selektiva informationsgivningen skulle eventuellt processen i vissa avseenden förenklas. En budgivare skulle då med större säkerhet kunna avgöra om informationen som mottagits innebär ett handelsförbud enligt börsens regler, en aktualisering av bestämmelserna i MmL eller både och. Även om det sagda inte skulle förändra en budgivares agerande i praktiken menar jag att det åtminstone till viss del skulle kunna tydliggöra MmL:s betydelse i sammanhanget.

Trots de ovan behandlade situationerna anser jag att börsens regler och undantaget för selektiv informationsgivning överlag är lättillämpade och klara. Huvudregeln är att all information om händelser eller beslut som rimligen kan förväntas påverka priset på ett bolags värdepapper ska offentliggöras. I vissa fall kan selektiv informationsgivning vara tillåten, men undantaget ska tillämpas restriktivt och endast när det är av stor betydelse för bolaget att få lämna informationen innan denna har offentliggjorts. I Takeover-reglerna finns uttryckliga bestämmelser kring due diligence: budgivaren är förbjuden att handla i målbolaget innan den erhållna informationen är offentliggjord och målbolaget ska så snart som möjligt offentliggöra den selektiva information som har lämnats ut. Som har diskuterats ovan kan vissa oklara situationer uppstå och hänvisningen till MmL i börsens regler är något missvisande, men regleringen är omfattande och kommentarerna till bestämmelserna i Noteringsavtalet och Takeover-

reglerna innebär viss ledning rörande tillämpning och tolkning. Vid oklara fall kan bolag dessutom vända sig till AMN med en förfrågan om ett påtänkt eller genomfört förfarande står i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden, vilket kompletterar regelverket med ytterligare en skyddsnivå.

MmL:s roll i samband med selektiv informationsgivning i aktiemarknadsbolag är i dagsläget mer otydlig. I följande avsnitt kommer en diskussion föras kring MmL:s tillämpning i samband med offentliga uppköpserbjudande och hur lagstiftningen påverkar en budgivares handlingsutrymme efter genomförd due diligence.

6.4 Insiderlagstiftningens tillämpning

Förbudet mot insiderhandel motiveras med vikten av att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

Insiderhandelsförbudet i MmL stadgar att handel med kunskap om insiderinformation är otillåtet, oavsett hur informationen har anskaffats. Informationen som har använts måste emellertid vara ägnad att väsentligt påverka priset på det finansiella instrumentet, vilket är ett högre ställt krav på informationen än i börsens regler. Vissa situationer där det typiskt sett inte anses förekomma ett missbruk av insiderinformation har emellertid undantagits från det straffbara området. I 5 § 1 st. p. 4 MmL stadgas att offentliga uppköpserbjudanden får lämnas, trots förekomsten av insiderinformation i form av vetskap om det planerade uppköpet. I förarbetena till MmL hänvisas till punkt 30 i MmD:s ingress, vilken stadgar att planer på ett uppköp inte är att anse som insiderinformation i direktivets mening. Sett till de grundläggande förutsättningarna för att handelsförbudet i MmL ska aktualiseras, att aktören ska ha fått insiderinformation, faller dessutom transaktionen utanför det straffbara området. Det uttryckliga undantaget i MmL har dock behållits för att undvika gränsdragningsproblem. Frågan är vad undantaget egentligen omfattar? Är en budgivare tillåten att genomföra en due diligence och därefter handla i målbolagets aktier? Kan en budgivare lämna ett bud utan att riskera att bli insider i MmL:s mening? Dessa frågor kommer att diskuteras i separata avsnitt nedan.

6.5 Är en budgivare förhindrad att handla i målbolagets aktier?

För att kunna besvara frågan huruvida en budgivare får handla i målbolagets aktier efter att i samband med due diligence i målbolaget ha erhållit selektiv information måste både börsens regler och MmL beaktas. Även om handeln inte är att anse som förbjuden i lagens mening kan den vara otillåten enligt Takeover-reglerna. Takeover-reglerna stadgar att ett handelsförbud i målbolagets aktier gäller för budgivare som har genomfört due diligence

och därmed erhållit kurspåverkande information. I kommentaren till bestämmelsen uttalas att tillämpning av regeln inte kan anses påkallad om budgivaren gör en affär med eller inhämtar ett åtagande att acceptera erbjudandet från en motpart som har vetskap om det förestående erbjudandet och är medveten om att en due diligence-undersökning har ägt rum. Nyström med flera har uttalat att skälet till undantaget från handelsförbudet i nämnda fall är att en aktieägare som är medveten om att en due diligence har genomförts och att ett offentligt uppköpserbjudande eventuellt är förestående måste räkna med att budgivaren besitter inte offentliggjord information om målbolaget. Om vederbörande inte vill sälja sina aktier till budgivaren i det läget står det vederbörande fritt att låta bli och någon risk för att ett skyddsvärt intresse kränks föreligger således inte.

Traung har anfört att information som en budgivare efterfrågar typiskt sett inte är av kurspåverkande natur, utan att det snarare ofta rör sig om verifiering av tidigare lämnade uppgifter. Det lågt ställda kravet på informationen för att denna ska anses kurspåverkande, ”rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier”, och budgivares i regel omfattande frågelistor tyder enligt mig emellertid på att mycket av den information som en budgivare idag efterfrågar omfattas av Takeover-reglernas handelsförbud efter ett utlämnande. Som har konstaterats tidigare finns det till exempel inget krav på att den utlämnade informationen faktiskt kommer att påverka aktiekursen. Det sagda torde sannolikt innebära att det är svårt att med full säkerhet avgöra vad som är kurspåverkande information, innan denna har offentliggjorts.

I praktiken utgår enligt Sjöman många budgivare från att handelsförbudet i Takeover-reglerna aktualiseras efter genomförd due diligence och rättar sitt handlande därefter. Om inte tidigare nämnda situation föreligger, att den som säljer sina aktier känner till att due diligence har genomförts, tror jag att det är lämpligt att utgå ifrån att handelsförbud föreligger enligt Takeover-reglerna om eventuellt kurspåverkande information har lämnats ut i samband med due diligence.

Handel i målbolagets aktier kan således vara tillåten enligt Takeover-reglerna även efter genomförd due diligence, men vad gäller enligt MmL? Traung har uttalat att enda gången information som lämnas till budgivare selektivt kan uppfylla väsentlighetskravet i lagstiftningen och därmed aktivera handelsförbudet i princip är om ett periodresultat avviker på ett mer betydande sätt från marknadens bedömning och bolagets tidigare lämnade information. Trots anförda ståndpunkt når Traung slutsatsen att budgivare borde iaktta försiktighet när det gäller handel i målbolagets aktier efter genomförd undersökning.

Till skillnad från bestämmelserna i Takeover-reglerna finns det inte något undantag i MmL då handel är tillåtet, trots att båda parter är medvetna om förutsättningarna och affären således inte torde träda några skyddsvärda intressen förnär. Jag anser att försiktighet bör vara ledord gällande en budgivares handel i målbolagets aktier efter genomförd due diligence, med

tanke på rådande rättsläge. Jag tror att det är svårt för både målbolag och budgivare att med säkerhet veta om den information som lämnas ut i samband med due diligence är att räkna som insiderinformation enligt MmL. Även i detta sammanhang bör det således betonas hur viktigt det är för båda parter att begränsa due diligence-undersökningen till vad som är absolut nödvändigt. På så sätt kan risken för att insiderhandelsförbudet aktualiseras efter genomförd undersökning åtminstone minimeras, vilket borde vara önskvärt av båda parter.

6.6 Är en budgivare förhindrad att lämna ett erbjudande?

6.6.1 Takeover-reglerna

Som har behandlats ovan är handel i målbolagets aktier med en motpart som inte äger kunskap om det förestående offentliga uppköpserbudet otillåtet, men vad gäller för lämnandet av själva budet? I II.3 Takeover-reglerna stadgas budgivarens skyldighet att offentliggöra ett uppköpserbudande när ett beslut om att ett sådant ska lämnas har tagits. I II.20 Takeover-reglerna framgår att det åligger målbolaget att offentliggöra den selektiva information som i vissa fall ges ut till budgivaren i samband med due diligence, när erbjudandet har lämnats.

Nyström med flera framhåller i kommentaren till Takeover-reglerna att handelsförbudet i II.2 inte hindrar en budgivare från att offentliggöra själva erbjudandet. Enligt författarna utgår Takeover-reglerna tvärtom ifrån att en budgivare kan inneha kurspåverkande information när ett erbjudande offentliggörs. Målbolagets skyldighet att offentliggöra den kurspåverkande information som har lämnats ut till budgivaren vid due diligence-undersökningen avser överbrygga den informationsklyfta som har uppstått.

Avgörande i sammanhanget torde alltså vara att aktieägarna i målbolaget har tillfälle att ta del av den information som lämnades ut till budgivaren i samband med due diligence innan acceptfristens utgång, vilket ju säkerställs i och med målbolagets skyldighet att så snart som möjligt efter att erbjudandet har lämnats offentliggöra informationen. Om målbolagets aktieägare, övriga marknaden och allmänheten har tillgång till samma information som budgivaren när det är dags att ta ställning till erbjudandet anser jag att något problem för budgivaren att lämna sitt bud, med hänsyn till Takeover-reglerna, inte föreligger.

6.6.2 Marknadsmisbruksrättslig reglering

Gällande MmL:s tillämplighet i samband med offentliga uppköpserbudanden råder som har konstaterats en viss osäkerhet, bland annat på grund av bristen på rättspraxis. Det finns ett undantag i lagen

rörande offentliga uppköpserbudanden, men exakt vilka transaktioner detta omfattar är inte helt klart. I doktrinen har dessutom diskuterats huruvida lämnande av en förhandsaccept rörande ett offentligt uppköpserbudande möjligen inte bör omfattas av insiderhandelsförbudet i MmL för att det inte utgör handel i rättslig mening. Om så är fallet skulle en argumentation kunna föras för att inte heller själva lämnandet av erbjudandet utgör handel. I äldre doktrin anfördes att ett offentligt uppköpserbudande inte borde ses som en transaktion på värdepappersmarknaden och av denna anledning uteslutas från insiderlagstiftningens tillämpningsområde.

Något jag anser är värt att inledningsvis belysa i sammanhanget är statistik rörande marknadsmissbruk från FI och EBM. Trots över 100 anmälningar om misstänkt insiderhandel från FI under 2012 har åtal endast väckts i två fall. Som har framhållits tidigare ska FI enligt 19 § MmL överlämna ett ärende till EBM då det finns anledning att anta att ett insiderbrott har begåtts. EBM i sin tur inleder endast en förundersökning om det i enlighet med 23 kap. 1 § RB föreligger en brottsmisstanke. En förundersökning leder sedan till ett beslut om att väcka åtal eller inte. Några större slutsatser kan måhända inte dras mot bakgrund av den redovisade statistiken, men jag anser att den åtminstone möjligen tyder på olika synsätt hos myndigheterna vad gäller innebörden av MmL:s bestämmelser. En möjlig förklaring till att statistiken ser ut som den gör skulle kunna vara att FI har ett strikt synsätt på vilka handlingar som eventuellt utgör insiderbrott, en annan att EBM har svårigheter med tillämpningen av MmL. Oavsett bakgrunden till statistiken så tycker jag att den pekar i riktningen att MmL i vissa delar inte är helt lättillämpad och möjlig att tolka på olika sätt.

Nedan kommer två separata avsnitt behandla huruvida insiderhandelsförbudet i MmL aktualiseras vid offentliga uppköpserbudanden och vad undantagsbestämmelsen i 5 § 1 st. p. 4 MmL omfattar.

6.6.2.1 Insiderhandelsförbudet 2 § MmL

Förbudet mot insiderhandel stadgar att den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott.

Som synes finns ett antal rekvisit i paragrafen som ska vara uppfyllda för att insiderhandel ska anses föreligga. En budgivare som genomför due diligence får information från målbolaget, om målbolaget. Som Traung har anfört borde emellertid långt ifrån all den information som lämnas ut utgöra insiderinformation i lagens mening. Om det inte rör sig om insiderinformation blir förbudsbestämmelsen inte tillämplig. Som har uttalats tidigare torde det många gånger vara svårt för både målbolag och budgivare att definitivt avgöra huruvida utlämnad information utgör insiderinformation. Det har visat sig att även de rättstillämpande instanserna har svårt att bedöma det väsentlighetskrav som MmL uppställer på

informationen. Till viss hjälp i sammanhanget borde det emellertid vara att det är den effekt som motsvarande information erfarenhetsmässigt har haft på en kurs som ska mätas, inte den faktiska kurspåverkande effekten efter offentliggörandet.

I sammanhanget bör även, än en gång, nämnas att det i börsens regler framgår att en budgivare genom att motta kurspåverkande information blir insider i lagens (det vill säga MmL:s) mening. Valet av ordet insider i sammanhanget skulle, enligt mig, kunna bidra till en allmän uppfattning om att all information om ett bolag som lämnas ut selektivt är insiderinformation, trots att så inte behöver vara fallet.

Traungs argument, att ett offentligt uppköpserbudande inte omfattas av insiderhandelsförbudet eftersom det inte är en transaktion som sker på värdepappersmarknaden, torde idag med insiderlagstiftningens utökade tillämpningsområde vara svårt att anföra. I 6 § MmL stadgas att även förfaranden som inte utgör handel på värdepappersmarknaden ska omfattas av regleringen om dessa avser finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Sjöman har lyft frågan huruvida lämnade förhandsaccepter avseende ett offentligt uppköpserbudande är att anse som handel i rättslig mening. En lagrådsremiss och en skrift från FI har uttryckt att vederlagsfria transaktioner inte uppfyller handelsrekvisitet och att dessa därför inte omfattas av handelsförbudet i MmL. I brist på rättspraxis och förarbetsuttalanden menar Sjöman emellertid att det inte kan anses klart vad som utgör handel i MmL:s mening. Om förhandsaccepter inte är att anse som handel anser jag dock att en budgivares lämnande av ett erbjudande möjligtvis också kan uteslutas från det straffbara området med hänvisning till handelsrekvisitet. Innan en domstol har prövat frågan är det emellertid alltför vanskligt att dra några definitiva slutsatser rörande handelsrekvisitet i MmL och dess betydelse vid ett lämnande av ett bud.

Sammantaget kan konstateras att ett lämnande av ett offentligt uppköpserbudande, där budgivaren har erhållit insiderinformation från målbolaget, kan omfattas av handelsförbudet i MmL. Om samtliga rekvisit i lagrummet är uppfyllda och den utlämnade informationen når upp till det väsentlighetskrav som krävs för att den ska anses utgöra insiderinformation så är straffstadgandet i 2 § tillämpligt. För att en budgivare ska undvika att omfattas av handelsförbudet måste den selektivt utlämnade informationen offentliggöras innan erbjudandet lämnas.

6.6.2.2 Undantaget 5 § 1 st. p. 4 MmL

Undantagskatalogen i MmL omfattar transaktioner som typiskt sett inte utgör missbruk av insiderinformation och därmed är oproblematiske ur ett marknadsmissbruksrättsligt perspektiv. Undantaget rörande offentliga uppköpserbudanden stadgar att användande av insiderinformation som

består av vetskap om egna planer på att lämna ett offentligt uppköpserbjudande inte omfattas av insiderhandelsförbudet. Huruvida annan insiderinformation, till exempel sådan erhållen i samband med due diligence i målbolaget, omfattas av förbudet i 2 § råder det emellertid viss osäkerhet om.

Lagstiftaren hänvisar i förarbetena till MmL till punkt 30 i MmD:s ingress, vilken stadgar att planer på att köpa upp ett företag inte utgör insiderinformation i direktivets mening. Det uttryckliga undantaget rörande offentliga uppköpserbjudanden i undantagskatalogen behövs i MmL för att undvika gränsdragningsproblem.

Enligt Stattin har undantagsbestämmelsen rörande offentliga uppköpserbjudanden i MmL en snäv tillämpning enligt lagtexten och omfattar inte till exempel information som har överlämnats i samband med due diligence. Han menar att det alltid torde föreligga risk för att en budgivare som i samband med due diligence har fått information som är ägnad att väsentligt påverka priset på bolagets finansiella instrument gör sig skyldig till insiderbrott. För att undvika ovanstående borde enligt Stattin ett uttryckligt undantag rörande insiderinformation som lämnas ut vid due diligence-undersökningen införas i MmL.

Något som knappt har diskuterats i doktrinen är undantagskatalogens bakomliggande syfte, nämligen att vissa transaktioner inte anses utgöra missbruk av insiderinformation och därför inte ska förbjudas. Som har behandlats tidigare valde den svenska lagstiftaren vid införandet av MmL en lagteknisk modell med en undantagskatalog istället för att, likt i MmD, använda sig av ett krav på att insiderinformation ska ha utnyttjats för att insiderhandel ska anses föreligga. Båda modellerna syftar till att begränsa det straffbara området för marknadsmissbruk. Jag kan för egen del inte låta bli att fundera över hur rättsläget rörande offentliga uppköpserbjudanden hade sett ut om ett utnyttjanderekvisit istället hade använts i 2 § MmL. Att lämna ett offentligt uppköpserbjudande, efter att ha erhållit selektiv information från målbolaget, hade möjligen inte ansetts utgöra ett utnyttjande av insiderinformation, vilket således hade uteslutit agerandet från det straffbara området.

Enbart sett till undantagsbestämmelsen och dess lydelse kan insiderinformation som har erhållits av budgivaren till exempel i samband med due diligence förmodligen inte omfattas av dess tillämpningsområde. Lagstiftarens hänvisning till punkt 30 i MmD:s ingress ger dessutom en tydlig fingervisning till hur bestämmelsen ska tolkas.

6.6.3 Punkt 29 i MmD:s ingress

MmD, vilket implementerades i svensk rätt genom MmL, har ett par punkter i ingressen som behandlar offentliga uppköpserbjudanden ur ett marknadsmissbruksrättsligt perspektiv. En översyn av direktivet sker i

skrivande stund och i ett förslag till förordning om marknadsmissbruk finns materiella bestämmelser som rör offentliga uppköpserbudanden.

Punkt 29 i MmD:s ingress stadgar att det i direktivets mening inte ska anses utgöra insiderhandel när en budgivare har tillgång till insiderinformation om ett bolag och använder denna i samband med ett offentligt uppköpserbudande. Någon bestämmelse som uttrycker motsvarande återfinns inte i MmL.

FI är ansvarig myndighet för att bestämmelserna i MmL följs och lämnar över misstänkta insiderfall till EBM. FI tolkar punkt 29 i MmD:s ingress som att denna syftar till undantaget i 5 § 1 st. p. 4 MmL. Det användande av insiderinformation som undantas i enlighet med detta är således budgivarens vetskap om det egna budet. Annan insiderinformation som har lämnats ut till budgivaren är inte undantagen och användande av denna innebär alltså att otillåten insiderhandel är för handen.

Nyström med flera har, i motsats till FI, anfört att ingresspunkten 29 i MmD betyder att det i direktivets mening inte ska ligga några hinder i vägen för en budgivare att lämna ett erbjudande, trots erhållen insiderinformation till exempel i samband med due diligence.

Jag är i diskussionen benägen att hålla med Nyström. Mot FI:s tolkning av ingresspunkten 29 anser jag att både dess ordalydelse och ingressens punkt 30 kan anföras. Punkt 30 behandlar enligt dess ordalydelse en aktörs avsikter, vilka inte ska anses utgöra insiderinformation. Åtminstone till det språkliga sett är insiderinformation som har erhållits vid till exempel due diligence något helt annat. Eftersom direktivet har implementerats i svensk rätt genom införandet av MmL är det emellertid endast tolkningen av de svenska bestämmelserna i ljuset av direktivet som kan diskuteras. Varken förarbetsuttalanden eller rättspraxis ger någon ledning i frågan, vilket eventuellt får tas till intäkt för att det diskuterade inte är ett problem i praktiken. Att åsikterna om hur MmD ska tolkas och vad det innebär för den svenska lagstiftningen går isär är emellertid ytterligare ett tecken på MmL:s något oklara betydelse i samband med offentliga uppköpserbudanden.

6.6.4 Förslaget till förordning om marknadsmissbruk

Översynen av MmD har resulterat i ett förslag till förordning om marknadsmissbruk och ett förslag till direktiv om marknadsmissbruk. Enligt förslaget ska förordningen innehålla motsvarande materiella bestämmelser som finns i MmD, medan direktivet ska innehålla krav på straffrättsliga sanktioner för marknadsmissbruk. Förslaget till förordning är intressant av två anledningar: dels är förordningar direkt tillämpliga i medlemsländerna, dels innehåller förslaget en bestämmelse, art. 7a p. 3a, som uttryckligen behandlar fall då en budgivare har erhållit insiderinformation i samband med ett uppköp. Artikelns stadgar att insiderhandel inte ska anses föreligga

när en budgivare använder insiderinformation endast i syfte att genomföra ett offentligt uppköpserbjudande, under förutsättning att all insiderinformation är offentliggjord vid tidpunkten för accept av erbjudandet.

Bestämmelsen i art. 7a p. 3a i förslaget anser jag torde innebära att en budgivare kan genomföra due diligence i målbolaget och sedan lämna sitt bud utan att riskera att omfattas av insiderhandelsförbudet. Kravet att all insiderinformation ska vara offentliggjord vid tidpunkten för accept av det offentliga uppköpserbjudandet säkerställer att den selektiva information som budgivaren har erhållit även kommer aktieägarna i målbolaget, marknaden och allmänheten tillhanda. Mycket av den oklarhet som omgärdar tillämpningen av insiderhandelsförbudet i MmL i samband med offentliga uppköpserbjudanden skulle förmodligen försvinna om en förordning med bestämmelser likt den ovan behandlade infördes. Eftersom förslaget ännu är under behandling kan det vara riskabelt att drista sig till några slutsatser utifrån det. För egen del anser jag emellertid att förslaget till förordning tyder på att en annan tolkning av skälen i MmD:s direktiv än den FI gör är möjlig. Det återstår dock att se hur bestämmelserna rörande offentliga uppköpserbjudanden och insiderinformation i ett slutligt förslag till förordning ser ut.

6.7 De lege ferenda

Regleringen kring aktiemarknaden i Sverige är omfattande. Vad gäller aktiemarknadsbolags informationsskyldigheter och förfarandet vid ett offentligt uppköpserbjudande är både självreglering och lagstiftning på området välutvecklade. Samspelet mellan de två typerna av normgivning har resulterat i ett levande regelverk med stor praktisk genomslagskraft.

Betydelsen av MmL i samband med offentliga uppköpserbjudanden där en budgivare har fått insiderinformation i samband med due diligence är emellertid oklar, vilket jag menar måste anses olyckligt. Förutsebarhet i rättstillämpningen är fundamentalt i en rättsordning. Straffstadganden vars tillämpning i vissa situationer är oklar och oprövad borde med hänsyn till förutsebarheten så långt möjligt försöka undvikas. Med tanke på att självregleringen sedan en tid tillbaka tillåter selektiv informationsgivning som ett led i processen inför ett offentligt uppköpserbjudande och dessutom reglerar en budgivares handlingsmöjligheter genom ett handelsförbud med en jämförelsevis låg tröskel, borde inte bestämmelserna MmL lägga hinder i vägen för budgivare. Med detta konstaterat ställer jag den för uppsatsen slutliga frågan: hur skulle en marknadsmissbruksrättslig lagstiftning de lege ferenda kunna se ut?

Stattins förslag, att införa en undantagsbestämmelse i lagstiftningen gällande insiderinformation som har mottagits i samband med due diligence, är en möjlighet för den svenska lagstiftaren. Fördelen med införandet av ett uttryckligt undantag för nämnda situation anser jag är den

överensstämmelse med MmD, och möjligen andra medlemsländers lagstiftningar, som då skulle uppnås. Som har nämnts finns det i den danska värdepappershandelsloven en regel i linje med punkt 29 i MmD. Olika tolkningar av MmD:s ingress och dess inverkan på MmL skulle med ett uttryckligt undantag undvikas och den rådande oklarheten kring den svenska lagstiftningens tillämpning i samband med offentliga uppköpserbjudanden minska.

En annan möjlighet är att invänta det slutliga förslaget till förordning och direktiv om marknadsmissbruk från EU:s håll. Eftersom arbetet med att revidera det marknadsmissbruksrättsliga regelverket är pågående och resultatet kommer att ha inverkan på medlemsländernas nationella lagstiftning på området, är detta alternativ möjligen att föredra. Om en förordning med bestämmelser som till sitt innehåll liknar de ovan behandlade träder i kraft torde det innebära både ett klarare rättsläge vad gäller det i framställningen behandlade området och dessutom en utökad harmonisering av den marknadsmissbruksrättsliga regleringen inom EU.

Bilaga A

2011/0295 (COD)

Proposal for a

REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL

on insider dealing and market manipulation (market abuse)

Article 7a

Legitimate behaviour

1. For the purpose of applying article 7, a legal person in possession of inside information shall not be deemed to have used that information or consequently to have engaged in insider dealing on the basis of circumstances where the legal person:
 - (a) had established, implemented and maintained adequate and effective internal arrangements and procedures that effectively ensured that neither the natural persons, who made the decision on its behalf to acquire or dispose of financial instruments to which the information relates, nor any other natural person who may have had any influence on the decision to acquire or dispose of those instruments, are in possession of the inside information; and
 - (b) did not encourage, recommend, or induce or otherwise influence the natural person to acquire or dispose of financial instruments to which the information relates.
2. For the purpose of applying Article 7, a person possessing inside information shall not be deemed to have used that information, or consequently to have engaged in insider dealing, on the basis of the following circumstances:

- (a) where that person is a market maker for the financial instrument to which that information relates or a body authorised to act as a counter party and the acquisition or disposal of financial instruments to which that information relates is made in the normal course their legitimate capacity to provide market liquidity as principal and that separate accounts are maintained for the transactions carried out as principals;
 - (b) where that person is authorised to execute orders on behalf of third parties, and the acquisition or disposal of financial instruments to which the order relates is made to carry out such an order legitimately in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties;
 - (c) where that person enters into transactions, places or withdraws orders in relation to derivatives on commodities the sole purpose of which is to cover direct losses from their existing contractual obligations, except where the inside information concerned is reasonably expected or required to be disclosed in accordance with legal or regulatory provisions at the Union or national level, market rules, contracts practices, or customs, on the relevant commodity derivatives or spot markets.
3. Transactions conducted in the discharge of an obligation to acquire or dispose of financial instruments, undertaken in good faith and not as a part of a plan to evade the prohibition of insider dealing, shall not constitute insider dealing where that obligation results from an order placed, or an agreement concluded, or is to satisfy a legal or regulatory obligation that arose, before the person concerned possessed inside information.
- 3a. Insider dealing shall be deemed not to arise in itself where a person possessing inside information, uses that information solely for the

purpose of proceeding with a merger with, or making a public takeover of that company, provided that at the point of acceptance of the offer, any inside information has been made public.

Dealing between persons holding the same inside information, shall not be considered in itself insider dealing.

This paragraph does not apply to stakebuilding using inside information.

- 3b. A person that uses his own knowledge that he intends to make, or is considering to make, a public takeover or merger with a company will not be considered to be using inside information where he uses this knowledge solely in the context or for the purpose of that takeover or merger.

4. Notwithstanding paragraphs 1, 2, 3 and 3a, a breach can still be deemed to have occurred if the competent authority establishes that there was an illegitimate reason behind these transactions, orders to trade or behaviours.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Unionsrättsligt offentligt tryck

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

Takeover-direktivet (Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om offentliga uppköpserbudanden).

Marknadsmisbruksdirektivet (Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan).

Svenskt offentligt tryck

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

Prop. 1999/2000:109 Ny insiderlagstiftning m.m.

Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk.

Prop. 2006/07:65 Informationskrav i noterade företag, m.m.

SOU 2003:22 Finansiell tillsyn.

SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden.

Faktapromemoria 2011/12:FPM35 Direktiv om marknadsmisbruk.

Faktapromemoria 2011/12:FPM36 Förordning om marknadsmisbruk.

Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2007:17 Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser.

Litteratur

af Sandeberg, Catarina: *Börsnotering – regler och ansvar*, Iustus förlag, Uppsala 2001.

af Sandeberg, Catarina: *Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor?*, Iustus förlag, Uppsala 2001.

af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert: *Börsrätt*, 2:a uppl., Studentlitteratur, Lund 2008.

Afrell, Lars, Klahr, Håkan och Samuelsson, Per: *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 2:a uppl., Norstedts juridik AB, Stockholm 1998.

Bergh, Jonas, Goulet, Katarina, Gårdö, Anna och Holmkvist, Camilla: *Styrelsearbete i noterade bolag – en handledning*, Jure, Stockholm 2007.

Lehrberg, Bert: *Praktisk juridisk metod*, 6:e uppl., Institutet för bank- och affärsjuridik, Uppsala 2010.

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik och Skog, Rolf: *Takeover-reglerna. En kommentar*, 2:a uppl., Norstedts juridik, Stockholm 2012 [cit. Nyström m.fl.].

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert och Skog, Rolf: *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Jure, Stockholm 2004.

Samuelsson, Per: *Information och ansvar – om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Norstedts juridikförlag, Stockholm 1991.

Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel och Sjöblom, Nils: *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2005 [cit. Samuelsson m.fl.].

Sevenius, Robert: *Praktisk bolagsstyrning – Roller, uppgifter och ansvar*, 1:a uppl., Bonniers, Stockholm 2010.

Stattin, Daniel: *Takeover. Offentliga uppköpserbudanden enligt svensk rätt*, 2:a uppl., Thomson Reuters, Stockholm 2009.

Wesser, Erik: *”Har du varit ute och shoppat Jacob?”: en studie av Finansinspektionens utredning av insiderbrott under 1990-talet*, Sociologiska institutionen Lunds universitet, Lund 2001.

Artiklar

af Sandeberg, Catarina: ”Från anmälningsskyldighet till marknadsmissbruk – Insiderregleringens utveckling i svensk rätt”. I: *Festskrift till Madeleine Leijonhufvud*, 1:a uppl., Norstedts juridik, Stockholm 2007.

af Sandeberg, Catarina: ”Marknadsmissbruk – insiderhandel, kursmanipulation, vilseledande och röjandeförbud”. I: *Börsrätt* (red. Catarina af Sandeberg och Robert Sevenius), 2:a uppl., Studentlitteratur, Lund 2008 [cit. af Sandeberg].

Hård, Tom: ”Börsföretagens selektiva informationsgivning – från nästan inget till nästan allt”. I: *Till Gunnar Nord: Ett symposium*, 1:a uppl., Norstedts juridik AB, Stockholm 1996.

Johansson, Svante: ”Något om aktiemarknadsbolags informationsgivning”. I: *Festskrift till Ulf Bernitz*, Juridisk Tidskrift, Stockholm 2001.

Munck, Johan: ”Aktiemarknadsnämnden 25 år”. I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011.

Munck, Johan: ”Självregleringen på värdepappersmarknaden”. I: *Juridisk Tidskrift 2006-07*, s. 553-565 [cit. Munck].

Nyström, Göran och Sjöman, Erik: ”Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelnakaren och Aktiemarknadsnämnden”. I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011.

Nyström, Göran och Sjöman, Erik: ”Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?”. I: *Aktieägares rättigheter*, Stockholm Centre for Commercial Law (red. Carl Svernlöv), Stockholm 2009 [cit. Nyström och Sjöman].

Sevenius, Robert: ”Om ”due diligence” – företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt”. I: *Svensk Juristtidning 2007*, s. 499-515.

Sjöman, Erik: ”Om villkorade och ovillkorade ’anbud’ vid offentliga uppköperbjudanden”. I: *Avtalslagen 90 år*, 1:a uppl., Norstedts juridik, Stockholm 2005.

Sjöman, Erik: ”’Handel’ vid transaktioner utanför börs”. I: *Marknadsmissbrukslagen i praktiken* (red. Carl Svernlöv och Erik Sjöman), Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm 2010.

Skog, Rolf: ”Takeover-direktivet – en historia utan slut?”. I: *Nordisk tidsskrift for selskabsret 2001:4*, s. 407-416.

Skog, Rolf: ”Aktiemarknadsnämndens verksamhet – en tillbakablick”. I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011.

Traung, Peter: ”Insiderlagens tillämpning i samband med offentliga bud”. I: *Svensk Juristtidning 1998*, s. 851-874.

Ydén, Karin: ”Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden – med fokus på due diligencefrågor”. I: *Juridisk Tidskrift* 2008-09, s. 340-355.

Örtengren, Torsten: ”Noterade bolags informationsgivning – Stockholmsbörsens noteringsavtal”. I: *Börsrätt* (red. Catarina af Sandeberg och Robert Sevenius), 2:a uppl., Studentlitteratur, Lund 2008.

Elektroniska källor

<http://www.fi.se/Utredningar/Statistik/Marknadsmisbruk/Anmalt-till-aklagare/> Hämtat 6/11 2012 kl. 11.27.

<http://www.fi.se/Tillstand/Aktietorget-inte-langre-auktoriserad-marknadsplats/> Hämtat 7/12 2012 kl. 11.46.

Email-korrespondens och telefonsamtal

Email-korrespondens med Jan Melin, finansinspektör på avdelningen för handelstillsyn, Finansinspektionen, 8/11 2012.

Email-korrespondens med Cecilia Trossmark, kammaråklagare finansmarknadskammaren, Ekobrottsmyndigheten, 12/11 2012.

Email-korrespondens med Erik Sjöman, advokatfirman Vinge, 21/11 2012.

Email-korrespondens med Sten Åkesson, utredare, Finansinspektionen, 28/11 2012.

Telefonsamtal med Erik Sjöman, advokatfirman Vinge, 12/11 2012.

Övrigt

Förslag till förordning om marknadsmissbruk: Proposal for a regulation of the european parliament and of the council of insider dealing and market manipulation (market abuse). 2011/0295 (COD).

Rättsfallsförteckning

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2004:9.
AMN 2005:47.
AMN 2006:55.