Insiderlagens tillämpning i samband med offentliga bud

Av Peter Traung

Den oklara regleringen i insiderlagen kan skapa svåra, och i många fall sannolikt onödiga, problem för seriösa budgivare. Regleringen kan även tänkas utnyttjas av målbolag för att förhindra eller försvåra övertaganden. I denna artikel diskuteras insiderlagens tillämpning i samband med offentliga erbjudanden att förvärva aktier i ett målbolag, med hänsyn till även börsens noteringsavtal och NBK:s rekommendation om offentligt erbjudande om aktieförvärv.

1. Bakgrund

Ett aktiemarknadsbolag skall omedelbart offentliggöra information när beslut har fattats eller händelse inträffat som ”i icke oväsentlig grad” är ägnad att påverka den bild av bolaget som skapats av bolagets senast lämnade information eller i övrigt kan påverka värderingen av bolagets aktier.[1] Kravet på omedelbart offentliggörande av potentiellt kurspåverkande information är strängt och har också tillämpats på ett stringent sätt av Stockholms Fondbörs styrelse respektive disciplinkommitté. Typiskt sett skall det därför inte finnas någon konkret icke-offentliggjord potentiellt kursdrivande information avseende faktiska förhållanden i eller avseende ett aktiemarknadsbolag.[2] Selektivt lämnande av potentiellt kursdrivande information får enligt huvudregeln inte ske. Däremot finns inget hinder mot att selektivt lämna information som inte är potentiellt kursdrivande.

[1] Se t. ex. p. 21 i bilaga 1 till Stockholms Fondbörs noteringsavtal, nedan ”Avtalet”. Enligt 5 kap. 3 § lag om börs- och clearingverksamhet gäller att bolaget skall offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är ”av betydelse” för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen. Finansinspektionens föreskrifter om inregistrering av fondpapper m. m. (FFFS 1995:43) innehåller i 2 kap. 15 § en informationsregel som i huvudsak motsvarar p. 21 i Avtalet. Regeln i FFFS 1995:43 skiljer sig dock från Avtalets regel dels genom att beslut eller händelse som i icke oväsentlig grad ”kan” påverka värderingen omfattas av informationsplikten, dels att information skall lämnas till börsen omedelbart, medan offentliggörande skall ske ”så snart det kan ske”. Rekvisitet ”kan påverka” innebär ett högre krav på informationslämnande än rekvisitet ”ägnad att påverka” i Avtalet. Å andra sidan är Avtalets krav på när offentliggörande skall ske striktare än kravet i FFFS 1995:43.

[2] Detta med förbehåll bl. a. för att det kan ta viss tid i anspråk att färdigställa informationen för offentliggörande. Jfr Hopt, The European Insider Dealing Directive, Common Market Law Review, 1990, s. 57: ”Usually the company will not be allowed by law to keep price sensitive information undisclosed since the shareholders must be informed either by prompt disclosure or at least by the balance sheet disclosure and the annual report about their company’s affairs.”

Det kan hända att en budgivare framför önskemål om att få göra en undersökning av målbolaget innan ett eventuellt erbjudande till dess aktieägare offentliggörs. Stockholms Fondbörs tillåter numera uttryckligen att potentiellt kursdrivande information får lämnas selektivt ”i särskilda fall”, t. ex. just till en budgivare i samband med förhandlingar om offentligt uppköpserbjudande.[3] Att budgivaren får viss tillgång till bolaget före budet torde numera vara vanligt. Det har hävdats i litteraturen att om budgivaren genom en sådan undersökning får insiderinformation, så är han i princip förhindrad att lämna ett offentligt erbjudande, alltså inte bara att handla i aktien över börsen.[4]

Frågan som skall diskuteras här rör förhållandet mellan en budgivares undersökning av målbolaget samt regleringen i insiderlagen. Betydelsen av annan insiderinformation än sådan som berör målbolaget diskuteras inte. Inte heller diskuteras de särskilda problem som kan uppstå om budgivaren är representerad i styrelsen i målbolaget, eller situationen där budgivaren vill sälja aktier i målbolaget. Vidare förutsätts att budet avser hela bolaget.

Det skall inledningsvis noteras att insiderlagen innehåller ett undantag som i vart fall innebär att budgivarens kunskap om sina egna planer att lämna ett offentligt erbjudande på målbolaget inte hindrar budgivaren från att köpa aktier i målbolaget över marknaden, och naturligtvis inte från att lämna budet.[5] Men kan annan information budgivaren erhåller om målbolaget utgöra sådant hinder?

[3] Se p. 2.24 i den av Stockholms Fondbörs år 1995 utgivna Börsinformation — en handledning, nedan ”Börsinformation”.

[4] Tom Hård, Börsföretagens selektiva informationsgivning — från nästan inget till nästan allt, Symposium till Gunnar Nord, Juristförlaget 1996, s. 62, nedan citerad som ”Hård”. Jfr även Mattias Anjou, Kan ett budgivande bolags aktieköp utgöra otillåten aktiehandel?, examensarbete i företagsrätt, Uppsala Universitet 1996, s. 37.

[5] Skälen för detta undantag i 7 § 4 insiderlagen, som innebär att budgivaren kan köpa aktier på marknaden väsentligt billigare än under det bud han avser att presentera senare, och därmed att säljande aktieägare går miste om budpremien, är inte närmare analyserade i de svenska förarbetena (prop. 1986/87:141 s. 12). Oavsett skälen för undantaget är det emellertid allmänt accepterat, jfr Hopt & Wymeersch, European Insider Dealing, Butterworths, 1991, passim, och anses även återspeglas i EG:s insiderdirektiv. En motivering till undantaget har angivits vara att inte lägga hinder i möjligheterna att ta över bolag för att på så sätt främja effektivt resursutnyttjande, och att budgivaren skall njuta frukten av sitt arbete med att identifiera målbolag, jfr Davies, a. a. s. 243 ff. Aktiemarknadsnämnden anförde i uttalandet 1986:1 att en tolkning av då gällande insiderbestämmelser, som skulle innebära att handel för det budgivande bolagets räkning var förbjuden, ”strider mot de ändamålsöverväganden som ligger bakom bestämmelsen”, samt mot ett förfarande som regelmässigt användes vid offentliga erbjudanden och förutsattes vara tillåtet i NBK:s då gällande Take-Over Rekommendation.

2. Slutsatser

I dagligt språkbruk torde begreppet insiderinformation ofta användas om i princip all icke-offentliggjord information om ett bolag, särskilt om den innehas av bolagets ledande befattningshavare eller styrelseledamöter. Sådan information är naturligtvis vanligt förekommande i alla bolag. Insiderinformation i insiderlagens mening, dvs. kunskap om en icke-offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets noterade värdepapper, är mer sällsynt.

Mot bakgrund av bl. a. ett noterat bolags informationsskyldighet borde en *presumtion* mot att viss icke-offentliggjord information också är insiderinformation kunna uppställas.

Det kan vara enkelt för målbolaget att utan närmare överväganden anse att budgivaren kan få information endast med tillämpning av *börsreglernas undantag för selektivt lämnande av potentiellt kursdrivande information.* Målbolaget behöver då inte själv värdera informationen eller avgöra om undantaget verkligen är tillämpligt. Mycket icke-offentliggjord information kan dock lämnas utan att börsreglernas undantag behöver tillämpas. Eftersom undantag för lämnande av selektiv information bl. a. kräver att informationen senare skall offentliggöras måste det vidare begäras att målbolaget själv värderar informationen och dels bedömer om den är sådan att den (senare) skall offentliggöras enligt börsreglerna, dels om den dessutom är av sådan karaktär att den är insiderinformation. Budgivaren kan med fog begära att målbolaget gör en sådan värdering och klart anger om man kommer att lämna ut potentiell insiderinformation. Budgivaren bör inte behöva nöja sig med att målbolaget generellt anger t. ex. att all information budgivaren får är insiderinformation, eller att den information budgivaren får kan innehålla insiderinformation.

Beträffande de olika typiska situationerna inför eller under ett offentligt bud kan sammanfattningsvis följande anföras:

2.1 Budgivaren har inte tillgång till någon annan icke-offentliggjord information än kunskapen om sina egna budplaner.

Budgivaren får bygga upp en aktieposition i det blivande målbolaget genom att handla över marknaden. Detta gäller trots att budet inte offentliggjorts och trots att budet innebär en premie över börskursen.

2.2 Budgivaren har fått tillfälle att göra en undersökning av målbolaget.

Att budgivaren har gjort en undersökning och fått tillgång till icke-offentliggjord information innebär inte i sig att budgivaren är förhindrad att köpa aktier i målbolaget över marknaden. Sådant hin-

der kan bara föreligga om den icke-offentliggjorda informationen utgör insiderinformation i lagens mening. Om så är fallet, är budgivaren sannolikt förhindrad att handla över marknaden innan informationen är offentliggjord eller upphört att ha betydelse, vilket t. ex. kan inträffa på grund av att budet offentliggjorts.

Målbolaget bör ange om man anser att budgivaren fått tillgång till insiderinformation och i så fall identifiera vilken information målbolaget anser utgör insiderinformation. Ingen är i bättre position än målbolagets styrelse och ledning (och bolagets finansiella rådgivare) när det gäller att avgöra om viss information också är insiderinformation.

Om målbolaget påstår att budgivaren fått information som är eller kan vara insiderinformation men inte vill ange vilken information som har denna karaktär bör budgivaren kunna utgå ifrån att han inte fått del av insiderinformation (en presumtion mot insiderinformation). Undantag får dock göras för information som är av sådan karaktär att den typiskt sett uppenbart kan utgöra insiderinformation, t. ex. och kanske främst information om innehållet i kommande resultatrapport (i den mån resultatet är väsentligt sämre eller bättre än marknaden förväntat sig), information om uppköpsplaner (avseende målbolagets målbolag, däremot inte nödvändigtvis avseende målbolaget, se not 9 nedan) samt interna prognoser (varvid dock måste beaktas att alla prognoser typiskt sett är osäkra).

2.3 Budgivaren har fått insiderinformation

Budgivaren är sannolikt förhindrad att köpa aktier i målbolaget över marknaden innan informationen blivit allmänt känd (vilket bör inträffa relativt snart, eftersom undantaget för selektivt lämnande av potentiellt kursdrivande information förutsätter att informationen senare kommer att offentliggöras) eller upphört att ha betydelse (t. ex. därför att budet offentliggjorts).

Men budgivaren bör vara oförhindrad att lägga det offentliga erbjudandet och att förvärva de aktier som ges in under erbjudandet, eftersom dessa förvärv inte torde anses ske på värdepappersmarknaden.

Bland skälen för denna ståndpunkt märks bl. a. (i) att, till skillnad från situationen vid anonym handel över värdepappersmarknaden, parterna är kända för varandra genom att budet riktas individuellt till var och en av bolagets aktieägare av en känd budgivare, budet normalt innehåller olika villkor, och att förvärv under ett offentligt erbjudande knappast heller i övrigt kan sägas göras upp som en normal transaktion över värdepappersmarknaden, samt (ii) att målbolaget annars lätt skulle kunna hindra eller försvåra

budet genom att delge budgivaren vad man påstår vara insiderinformation.

Budgivaren är även oförhindrad att köpa aktier i enskilda, privata transaktioner vid sidan av marknaden.

2.4 Andra skyddsmekanismer

Vid offentliga bud finns ett antal *andra skyddsmekanismer* än insiderlagen, främst NBK:s rekommendation Offentligt erbjudande om aktieförvärv, 1988, (nedan ”NBK:s Rekommendation”), avtalslagen, brottsbalken och aktiebolagslagen. Aktieägarnas reella skydd är styrelsen och ledningen i målbolaget. Bolaget får anses ha en skyldighet att offentliggöra sin syn på budet. Om styrelsen rekommenderar budet torde frågan om insiderkunskap förfalla. Om styrelsen avråder aktieägarna från att acceptera budet, ligger det på styrelsen att förklara varför. Om avrådandet grundas på att budet är för lågt är det i en sådan situation naturligt att eventuell ännu icke-offentliggjord potentiellt kursdrivande information offentliggörs av bolaget.

2.5 Målbolagets styrelse

Det har varit naturligt att inom ramen för huvudämnet något beröra uppgifterna för styrelsen i målbolaget i en budsituation. Om detta kan följande sägas: Syftet med ett aktiebolag är att bereda vinst åt aktieägarna. Aktieägarna kan beredas vinst genom utdelning samt genom värdetillväxt på aktierna. Bolagsledningen skall ”försöka maximera summan av utdelning till aktieägarna och värdestegringen på bolagsandelarna”.[6]

Aspekten maximering av värdet på bolagsandelarna ställs på sin spets i en take-over situation. Styrelsen i målbolaget bör i en sådan situation få anses ha en skyldighet att offentliggöra sin syn på budet (alltså inte bara en rätt, jfr NBK:s Rekommendation). Försåvitt budet inte avser att åstadkomma en så kallad ”merger of equals” (där undantag kan tänkas om styrelsen kan göra en affärsmässig bedömning av att just det formellt budgivande bolaget är det bolag som tillsammans med det formella målbolaget bildar den bästa sammanslagna enheten), utan avser ett normalt uppköp av målbolaget, kan det vidare diskuteras om inte styrelsen bör vara mycket säker på att det inte finns andra budgivare, som kan tänkas lämna ett högre bud, innan det första budet rekommenderas. Styrelsen bör också överväga om det finns någon ännu icke-offentliggjord information om målbolaget som kan offentliggöras och som kan leda till att budpriset bör höjas. Sådana åtgärder i enlighet med styrelsens grundläggande uppgifter enligt aktiebolagslagen kan inte anses vara åtgärder som är ägnade att

[6] Ola Åhman, Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten, Iustus Förlag, 1997, s. 689.

äventyra budets avgivande eller vidhållande (jfr NBK:s Rekommendation).[7] Se vidare främst diskussionen i not 14, 28 och 29.

Kostnader för t. ex. biträde av investmentbank, värderare och andra som ett målbolag kan ådra sig i anledning av ovan diskuterade åtgärder får anses motiverade i enlighet med allmänna regler, om styrelsen gjort en normal affärsmässig bedömning att deras biträde behövdes i syfte att få ett bättre utfall till aktieägarna.

3. Gråzonsproblematiken

Insiderlagen kan vara utomordentligt svårtillämpad, inte minst när det gäller att avgöra om en viss icke-offentliggjord omständighet utgör insiderinformation, dvs. kan vara ägnad att väsentligt påverka kursen.[8] (Frågan om vad som är en väsentlig kurspåverkan anges få avgöras med hänsyn till samtliga relevanta omständigheter, och någon hjälpregel uppställs (numera) inte, jfr prop. 1995/96:215 s. 34 ff.)

Bristen på rättspraxis är besvärande. Inte ens det klassiska, enkla insiderfallet, där någon har fått förhandsinformation om att ett bud kommer att läggas på ett bolag, är problemfritt. Eftersom budet regelmässigt innebär en betydande premie är det uppenbart att informationen typiskt sett är ägnad att väsentligt påverka (höja) kursen i målbolaget vid offentliggörandet. Däremot är det inte alls lika antagligt att kursen på budgivarens aktier kommer att påverkas, i vart fall inte uppåt.[9] Generellt sett skulle detta indikera att

[7] I praktiken har också styrelserna i målbolag vidtagit åtgärder av detta slag i flera fall, och åtgärderna synes regelmässigt ha medfört höjningar av buden. Exempel är fallen Hasselfors (berört av Tor Jonsson i JT 96–97 s. 907) och Arjo 1995 samt TINA och Näckebro 1998. I fallet Företagsfinans (NJA 1985 s. 343) meddelade styrelsen att man sökte alternativa bud och att aktieägarna därför borde avvakta. Några dagar senare rekommenderade styrelsen ett konkurrerande bud från majoritetsägarna i målbolaget till samma pris som det första budet men där den första budgivaren uteslöts. Fallet får betraktas som speciellt och som exempel på ett anmärkningsvärt beteende av styrelsen.

[8] Andra tillämpningsproblem avser t. ex. begreppet ”handel på värdepappersmarknaden” och förhållandet att endast handel som kan antas ha betydelse för ”allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden” kan beivras. Innebörden av rekvisitet ”allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden” (vilket utformats som en straffrihetsregel) är inte alls diskuterat i förarbetena. Det kan kanske inte uteslutas att det innebär ett allmänt missbruksrekvisit, jfr not 29 nedan. Eftersom insiderlagen är en strafflagstiftning, med en straffskala för normalfallet som motsvarar t. ex. misshandel och vållande till annans död, är det stora antalet oklarheter särskilt betänkligt.

[9] Jfr t. ex. Copeland m. fl., Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley & Sons, 1996, s. 429 ff. Med stöd av empiriska undersökningar avseende aktiemarknadens reaktion på ett bud anförs att medan aktieägarna i målbolaget i genomsnitt får en premie på 20% i rekommenderade bud och 35% i fientliga, så får aktieägarna i budgivaren i rekommenderade bud — med typiskt sett lägre premium — ”small returns, which are not even statistically different from zero”. Skälet till detta anges vara att det pris som erbjuds ofta är så högt att alla eller merparten av de ekonomiska fördelarna med ett samgående betalas till aktieägarna i målbolaget — ”competition among acquirers forces the target’s price up to the point where little or no

förhandsinformation om ett offentligt bud normalt inte utgör insiderinformation avseende köp av aktier i budgivaren, men däremot kanske avseende försäljning (i det särskilda fallet kan det naturligtvis vara annorlunda).

Till denna osäkerhet om insiderlagens tillämpning kommer att den som misstänks för insiderhandel i vart fall i media riskerar att automatiskt hamna i ett försvarsläge, där det i praktiken kan bli fråga för den misstänkte att visa att han över huvud inte hade tillgång till icke-offentliggjord information, eller att den information han faktiskt hade inte utgjorde insiderinformation. Någon officiell procedur, som den agerande skulle kunna följa för att i efterhand kunna visa att allt gått rätt till, finns inte.[10] Den svenska insiderlagen uppställer inte heller krav på att berörda bolag samt sådana som typiskt sett kommer i kontakt med insiderinformation skall upprätta interna regler för att förhindra missbruk.[11]

Erfarenhetsmässigt är aktörerna på marknaden mot bakgrund av bl. a. det ovanstående mycket känsliga för vad som kan vara insiderinformation och för risken att utsättas för anklagelser om att ha agerat på grundval av sådan information.

4. Insiderlagen som försvarsmedel mot bud

Det anses vara av värde från allmän synpunkt att ägandet i och kontrollen över företag kan förändras.[12] Tidigare svenska hinder mot

benefit to acquiring shareholders is left". En analys i efterhand av ett antal företagsförvärvsprogram anges vidare visa att 61% av de analyserade programmen "ended in failure", och bara 23% i framgång, baserat på det finansiella utfallet för förvärvaren. Se även Bild, Valuation of Takeovers, Stockholm School of Economics, 1998, som efter en studie över ett längre tidsperspektiv på s. 214 ff. bl. a. anger att "My comprehensive survey suggests that companies that engage in merger activity do not earn a postmerger return that is significantly different than the average performance of their industry, or any other choosen benchmark", samt att en genomgång av studier över marknadsreaktioner "indicates that the stock market's reaction to a takeover announcement is predominantly insignificant, with a slight negative tendency". Jfr Johan Stennek i SOU 1998:98, bilagedel, s. 65 ff. och s. 146 f. Se även SOU 1970:38 s. 38 ("Beträffande det övertagande bolaget kan effekten däremot ofta bli att kursen på dess aktier sjunker..."). I Financial News, 26 oktober–1 november 1998, refereras på s. 6 f. en färsk studie av 115 europeiska företagsförvärv mellan 1993 och 1996 utförd av AT Kearney som anges visa att "58% of takeovers fail to add value" samt att "the failure rate rises to 75% of the mergers investigated if rated on whether a company achieved its strategic goals two to three years after they were announced".

[10] I SOU 1984:2 nämns bl. a. på s. 78 ett cirkulärbrev, som dåvarande Bankinspektionen utfärdade 1974, med en rekommendation att primära insiders avhöll sig från handel i bolagets aktier under minst 30 dagar före offentliggörande av delårsrapport, bokslutsrapport m. m. Såvitt framgår av SOU:n bröts det relativt allmänt mot denna rekommendation, se t. ex. s. 91.

[11] I Norge finns reglering som innebär att s. k. primära insiders (styrelsemedlemmar, ledande befattningshavare m. fl.) skall inhämta internt tillstånd före handel i bolagets aktier. I Danmark krävs bl. a. att aktiemarknadsbolag och vissa andra skall utarbeta interna regler avseende handel i aktier.

[12] "Företagsförvärv utgör en naturlig och viktig del i en fortlöpande marknadsekonomisk strukturomvandling, och förvärven bidrar till att olika sektorer

sådana förändringar, avseende främst utländska förvärv, har successivt tagits bort. På senare tid har vikten av en stark ägarfunktion framhållits tydligt.[13] NBK:s Rekommendation stadgar också ett principiellt förbud mot att målbolagets styrelse vidtar konkreta åtgärder syftande till att förhindra ett bud. I linje med detta innehåller insiderlagen det nämnda undantaget som i vart fall innebär att budgivarens kunskap om sina egna budplaner inte hindrar budgivaren från att köpa aktier i målbolaget över börsen. Sådana köp sker typiskt sett för att förbättra möjligheterna till framgång för budet. Om *ett* allmänt intresse således är att inte försvåra kontrollförändringar i företag, är *ett annat* allmänt intresse att bevara förtroendet för värdepappersmarknaden genom att motverka insiderhandel.

Dessa två intressen kan komma i direkt motsatsställning. Antag t. ex. att en budgivare inleder överläggningar med målbolagets styrelse avseende ett eventuellt bud. Från och med denna tidpunkt är målbolagets styrelse och ledning enligt NBK:s Rekommendation förhindrad att vidta åtgärd som är ägnad att äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande.[14] Budgivaren ställer vissa frågor angå-

i ekonomin utvecklas och anpassas till marknadens ändrade förutsättningar", prop. 1992/93:56 s. 38.

[13] Jfr t. ex. prop. 97/98:99 s. 75, allmänt, och s. 87 f., avseende byte av styrelse efter ägarskifte.

[14] Det kan diskuteras om inte även den aktiebolagsrättsliga vinstmaximeringsprincipen lägger hinder i vägen för styrelsen/ledningen att motarbeta ett bud, om syftet inte är att få upp budpriset eller att få in konkurrerande budgivare och dessa mål framstår som möjliga att uppnå. Den närmare innebörden av förbudet i NBK:s Rekommendation mot att vidta åtgärd som är ägnad att äventyra budets vidmakthållande kan diskuteras. Vägledning bör kunna hämtas från City Code, som i Regel 21 preciserar förbudet mot "frustrating action" till att avse emissioner av aktier, aktieoptioner och konvertibla instrument, köp eller försäljning av väsentlig tillgång samt ingående av avtal utanför bolagets normala drift. Styrelsen i målbolaget torde i vart fall inte vara förhindrad att arbeta aktivt för att få budgivaren att höja det erbjudna priset, eller för att få konkurrerande, högre, bud. Tvärtom kan det hävdas att styrelsen har en skyldighet att undersöka eller utvärdera om det t. ex. kan finnas andra budgivare som kan betala mer. Om sådana sonderingar leder till att det första budet återtas utan att en annan budgivare lägger ett högre bud kan emellertid styrelsen hamna i en besvärande situation i förhållande till sina aktieägare, även om något brott mot NBK:s Rekommendation inte föreligger. Ett skäl mot att styrelsen skulle vara förhindrad att vidta sådana åtgärder som berörs ovan skulle kunna vara att budet måste vara öppet för accept under minst tre veckor. Potentiella andra intressenter får därigenom tillfälle att presentera konkurrerande bud. I praktiken kan dock detta vara svårt i brist på indikationer på intresse från målbolaget, samt med hänsyn till att den förste budgivaren kan ha möjlighet att snabbt kan bygga upp en stark position genom förvärv över marknaden och/eller från enskilda större aktieägare. En intressant fråga i detta sammanhang är effekten av s. k. poison pills, en form av motåtgärd mot bud. En färsk amerikansk studie (Georgeson & Company Inc, The M&A Lawyer, September 1998) resulterade bl. a. i slutsatserna att aktieägare i bolag med poison pills fick mer betalt i publika bud än aktieägare i andra bolag, samt att förekomsten av poison pills inte ökade sannolikheten för att ett fientligt bud skulle misslyckas eller minskade sannolikheten för att bolaget skulle bli målbolag. För aktieägarna i målbolaget skulle med detta resultat poison pills vara fördelaktiga.

ende bolaget. Målbolaget väljer att lämna informationen, med uttryckligt stöd av undantaget för att selektivt lämna potentiellt kursdrivande information under vissa omständigheter. Målbolaget anger att man anser informationen vara insiderinformation, och dessutom företagshemlig. Budgivaren kan knappast själv offentliggöra informationen, eftersom han fått ingå sekretessåtagande och eftersom den angivits vara företagshemlig. Det är inte säkert att målbolaget kan förmås att offentliggöra informationen, eller att börsen ålägger bolaget att offentliggöra. Målbolaget kan anse att man inte vidtagit någon försvårande åtgärd enligt NBK:s Rekommendation, eftersom den potentielle budgivaren bett att få information och eftersom man följt vad som föreskrivs för att selektivt få ge information.

Om det antas att målbolaget inte kan övertygas om att det borde offentliggöra den påstådda insiderinformationen, står budgivaren inför att själv komma fram till att informationen inte är insiderinformation, trots vad målbolaget angivit, och därmed riskera att anklagas för insiderbrott om man ändå köper aktier eller lägger ett bud; att försöka köpa aktier privat och avvakta med andra åtgärder intill dess informationen inte längre är aktuell (om denna tidpunkt över huvud kan bedömas); eller att avstå från budet. Båda de första alternativen innebär att budgivaren står risken att bl. a. i media förklara sitt ställningstagande mot bakgrund av insiderlagen. Slutresultatet kan bli att aktieägarna går miste om den premie budet skulle ha inneburit, dessutom utan att aktiepriset påverkas positivt genom att den påstådda insiderinformationen offentliggörs.

5. Selektivt lämnande av potentiellt kursdrivande information[15]

Punkt 1 i Bilaga 1 till Avtalet förbjuder selektivt lämnande av information som är ägnad att ”i inte oväsentlig grad” påverka värderingen av bolagets aktier. Sådan potentiellt kursdrivande information får dock lämnas ”i särskilda fall”. Innebörden av undantaget för ”särskilda fall” utvecklas i Börsinformation. Där anges att det skall vara *affärsmässigt betydelsefullt för bolaget* att lämna informationen, samt att det skall vara säkerställt att mottagaren av uppgifterna behandlar dem *konfidentiellt.*[16] En ytterligare viktig

[15] Styrelsen i målbolaget avgör själv om den vill lämna information eller inte. Men om styrelsen väljer att lämna information till en budgivare får den anses skyldig att även lämna information till en annan budgivare, jfr Hård (not 4 ovan) s. 65. Styrelsen bör inte kunna gynna en budgivare. För en annan uppfattning, se Samuelsson i Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2 uppl., 1998, s. 242 och s. 247.

[16] Hänvisningen avser betydelsen ur bolagets synvinkel. Det skulle alltså inte spela någon roll om en enskild stor aktieägare, som kanske är representerad i bolagets styrelse, anser det affärsmässigt betydelsefullt att informationen lämnas eftersom den kan leda till ett attraktivt bud på aktierna. Sannolikt kan det dock sättas likhetstecken mellan bolaget och aktieägarna i denna situation,

förutsättning, som antyds i Börsinformation — att informationen *kommer att offentliggöras vid senare tillfälle* — har utvecklats av Edhammar, se nedan. Undantaget skall enligt Börsinformation tillämpas med stor restriktivitet. Exempel på situationer när selektivt lämnande av potentiellt kursdrivande information kan vara tillåten anges bl. a. vara i samband med förhandlingar om offentligt uppköpserbjudande. Börsinformation framhåller att insiderlagen kan bli tillämplig och att det kan vara lämpligt att målbolaget erinrar mottagaren om detta.

Hans Edhammar, chef för börsens informationsövervakning, har i ett föredrag den 6 november 1997 (tryckt i FAR, Börs & Värdepapper, 1998, del II, s. 564 ff.) angivit att en ytterligare allmän förutsättning för att selektivt få lämna potentiellt kursdrivande information är att informationen kommer att offentliggöras vid ett senare tillfälle, t. ex. i en delårsrapport.[17] Edhammar anger vidare att ”det bör göras klart för mottagaren att han blir insider innan informationen lämnas”, samt att mottagaren bör få klart för sig när informationen offentliggörs. (Mottagaren blir bara ”insider” i här relevant bemärkelse om informationen är insiderinformation i insiderlagens mening.) Selektiv informationsgivning har vidare diskuterats av Hård, se not 4 ovan.

Förutsättningen om senare offentliggörande innebär att undantaget endast är ett undantag för selektivt *förhandslämnande* av potentiellt kursdrivande information. Budgivaren skulle alltså få ett rent temporärt informationsförsteg framför allmänheten. Detta torde kraftigt begränsa antalet fall då regeln blir tillämplig, och innebär i princip att den information det rör sig om skall vara konkret etc. i enlighet med de krav som ställs på information som skall offentliggöras enligt börsreglerna, se nedan. Förutsättningen minskar möjligheterna för målbolaget att utnyttja informationslämnandet som ett försvar mot bud, eftersom den innebär att målbolaget dels måste identifiera vilken information som målbolaget anser vara potentiellt kursdrivande, dels när den kommer att offentliggöras. Om målbolaget inte vill ange vilken information som kan vara insiderinformation kan fråga uppkomma om målbolaget därigenom motarbetar budet, samt om målbolaget har förmåga att upp-

och informationen bör kunna lämnas om aktieägarna i gemen kan förväntas komma i åtnjutande av ett förmånligt bud, oavsett om någon särskild affärsmässig betydelse för bolaget som sådant av att ett bud lämnas till dess aktieägare kan påvisas. Den generella tillåtligheten av att selektivt lämna information torde regleras av likhetsprincipen i ABL (jfr prop. 1990/91:42 s. 84) och/eller 8 kap. 13 § ABL för det fall mottagaren är aktieägare, och annars av regeln i 8 kap. 13 § ABL avseende åtgärd som är ägnad att bereda otillbörlig fördel åt annan till nackdel för bolaget. Om informationslämnandet uppfyller kravet på affärsmässig betydelse torde dessa regler normalt inte utgöra hinder.

[17] Om informationen är en intern prognos och bolaget har som policy att inte offentliggöra prognoser (och inte ändrar denna policy) innebär detta att budgivaren inte under några omständigheter får ta del av prognosen.

fylla börsmässiga krav på informationsgivning. Jfr prop. 1990/91:42 s. 84: ”Det måste förutsättas att den ursprunglige innehavaren [av insiderinformationen] vid vidarebefordran av uppgifter som han erhållit i tjänsten klargör för mottagaren att det är icke offentliggjorda uppgifter som lämnas”.

Anslaget i ovan refererade uttalanden är att den selektiva information som kan lämnas nästan undantagslöst utgör insiderinformation.[18] Tanken ligger naturligtvis nära till hands, eftersom undantaget för selektivt lämnande av information rätteligen endast blir tillämpligt då informationen är potentiellt kursdrivande och senare skall offentliggöras. Skillnaden mellan kraven på potentiell kurspåverkan enligt börsreglerna och enligt insiderlagen utgörs vidare av en gradskillnad som kan vara svår eller omöjlig att bedöma på förhand. Emellertid finns det en risk för att undantaget för selektiv information tillämpas mer eller mindre slentrianmässigt i samband med att t. ex. en budgivare begär information, och alltså utan någon bedömning av informationens kvalitet i detta avseende.

Någon generell presumtion för att icke-offentliggjord information också är insiderinformation i lagens mening kan inte uppställas. Det finns istället skäl för att det motsatta gäller, se nedan. Mycket eller det mesta av den information en budgivare är intresserad av torde vidare vara andra omständigheter än sådana som kan antas ha vare sig en inte oväsentlig eller en väsentlig kurspåverkan. I vart fall har en budgivare ett eget intresse av att inte få del av insiderinformation i egentlig bemärkelse. En budgivares undersökning torde normalt vara inriktad på verifiering av vissa offentliggjorda omständigheter (av betydelse för det pris budgivaren kan erbjuda och budgivarens vilja att över huvud lämna ett bud), lokal branschinformation, okulärbesiktning av anläggningar och kontakter med ledningen, skattesituation etc., i huvudsakligt syfte att dels få bekräftat budgivarens prisidé, dels få bättre underlag inför en eventuell framtida samordning av målbolaget med sin egen verksamhet.[19]

Edhammar anger som exempel på sådan information som får lämnas i enskilda kontakter med analytiker, och som alltså typiskt sett inte anses kursdrivande och inte omfattas av börsreglernas krav på samtidigt offentliggörande, bl. a. (i) ”kött på benen” till tidigare

[18] Jfr även i samma riktning Klahr i Karnov, kommentaren till insiderlagen n. 22.

[19] Med hänsyn till intresset att undvika ryktesspridning — som bl. a. kan påverka aktiekursen och försvåra ett offentligt bud — torde undersökningar inför ett eventuellt offentligt bud normalt inte vara lika ingående och tidskrävande som i en transaktion avseende ett icke-marknadsbolag. För en annan uppfattning, se Klahr (not 18) n. 33. Omfattningen av undersökningen kan naturligtvis variera beroende på situationen, t. ex. om det redan finns ett annat bud och det därför råder påtaglig tidsbrist, om det är bolaget självt som inbjuder vissa potentiella köpare att lägga bud m. m.

offentliggjord information, (ii) rättande av missförstånd, (iii) påpekande av felaktiga slutsatser, tankefel och räknefel, samt (iv) branschstatistik.

Mycket av detta torde vara just sådan information och verifiering som en budgivare söker, och som alltså inte alls — i vart fall inte typiskt sett — anses vara potentiellt kursdrivande information som bara kan lämnas enligt undantaget för selektiv informationsgivning. Undantaget för selektiv information blir således över huvud inte tillämpligt om den undersökning budgivaren vill göra inriktas på denna typ av information. Målbolaget kan därför utan vidare åtgärder delge budgivaren rätt omfattande icke-offentlig information om bolaget, närmare bestämt minst samma information som kan delges analytiker.

I många fall kan det naturligtvis vara så att undantaget enligt börsreglerna för lämnande av selektiv information faktiskt är tillämpligt, t. ex. avseende (förhands-) information om periodresultat.[20] För att insiderlagens krav skall vara uppfyllt krävs emellertid att informationen är ägnad att ”väsentligt påverka” kursen, och så torde typiskt sett endast vara fallet om periodresultatet avviker på ett mer betydande sätt från marknadens bedömning och bolagets tidigare lämnade information. Jfr avgöranden från Stockholms Fondbörs disciplinkommitté i not 32 nedan samt av börsens styrelse i not 33 nedan.

Interna prognoser[21] och budgetar som målbolaget upprättat utan syfte att offentliggöra, kan typiskt sett utgöra kurspåverkande omständigheter. Mot bakgrund av bl. a. börsreglernas allmänna krav på information om kurspåverkande omständigheter, och eftersom det får förutsättas att målbolaget följt sin informationsskyldighet enligt börsreglerna, kan dock även detta diskuteras. Beträffande i vart fall långsiktiga interna prognoser — som inte omfattas av informationsplikt enligt börsreglerna — kan noteras att prognosinformation typiskt sett ofta är dels osäker, dels snabbt blir föråldrad. Vidare, om bolaget valt att offentliggöra prognoser har det en skyldighet att offentliggöra väsentliga prognosavvikelser, oavsett vad de beror på. Bolaget har även en skyldighet att offentliggöra resultatavvikelser om de påverkar den information bolaget tidigare har lämnat (oavsett om den tidigare informationen lämnats i form av en prognos eller inte). Framförallt när bolaget själv offentliggör prognoser skall det således enligt börsreglerna i princip inte finnas någon insiderinformation hänförlig till dessa. Beträffande budgetar gäller enligt börsreglerna ett krav på offentliggörande avseende bl. a. viktigare investeringsbeslut. Vidare, en

[20] Oavsett om undantaget för selektiv informationsgivning är tillämpligt eller ej ligger det naturligtvis i målbolagets intresse att träffa ett sekretessavtal.

[21] Prognoser som upprättas enbart för internt bruk behöver enligt Avtalet inte offentliggöras.

budgivare i samma bransch som målbolaget torde lätt med utnyttjande av offentlig information om börsbolaget och sin egen branschkännedom kunna göra tillförlitliga bedömningar om målbolagets utveckling.

Sammanfattningsvis kan man nog utgå från att mycket eller det mesta av den information som normalt och kanske slentrianmässigt anses vara insiderinformation inte är det i insiderlagens mening.

6. Insiderlagen

6.1 Handel som omfattas

6.1.1 Regleringen

Insiderlagens skyddsintresse är i stort att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknadens funktionssätt, varigenom en grund skall skapas för en effektiv marknad och en god riskkapitalförsörjning, jfr bl. a. prop. 1990/91:42 s. 38 samt inledningen till EG:s insiderdirektiv (89/592/EEC). Vanliga obligationsrättsliga och straffrättsliga regler anses otillräckliga med hänsyn till att handel över marknaden sker anonymt, och då insiderhandel anses vara klandervärd oavsett om någon enskild lidit skada eller inte, jfr t. ex. SOU 1989:72 s. 176 och SOU 1984:2 s. 55 (”Motsvarande möjlighet saknas inom börshandeln, där insidern s. a. s handlar anonymt...Den särskilda risk för insiderspekulation som anonymiteten medför föreligger...också...då affär görs av mellanhand som uppträder i eget namn”).[22]

Insiderlagen omfattar i enlighet därmed handel över marknadsplats/börs eller genom t. ex. fondkommissionär (oavsett om fondkommissionären agerar i kommission eller mot eget lager, och oavsett om fondkommissionären endast förmedlat kontakten mellan parterna eller ”i annat fall” medverkat). Av förarbetena, prop. 1990/91:42 s. 50, framgår att med handel på marknaden även avses alla affärer som görs där parten saknar anledning att ta reda på vem som är motpart och på affärer som avslutas vad gäller bl. a. likvid och leverans på för marknaden ifråga sedvanligt sätt.[23]

[22] Möjligheterna enligt avtalslagen m. m. diskuteras i SOU 1970:38 s. 24 ff. och SOU 1984:2 s. 69 f. Jfr Wood, International Loans, Bonds and Securities Regulation, Sweet & Maxwell, 1995, där det på s. 351 anges att ”The counterparty does not know who he is dealing with and is not induced to enter into the transaction by the trader. Unlike a face-to-face transaction, the dealer cannot make a direct enquiry of his counterparty or rely on the normal misrepresentation or non-disclosure rules.” Se även Samuelsson (not 15), s. 268 f.

[23] I den mån sätten för likvid och leverans varierar mellan olika marknader skulle således även bedömningen av om affären gjorts upp på sedvanligt sätt variera. En transaktion som avslutas på ett sätt som i och för sig är sedvanligt på en marknad, skulle alltså kunna falla utanför begreppet handel på värdepappersmarknaden om den marknad där den aktuella aktien handlas tillämpar en annan avvecklingsmekanism.

Eftersom skyddsintresset är att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden — vitt definierad — omfattar insiderlagen inte affärer som sker mellan ”parter som är kända för varandra och som föregås av mer eller mindre omfattande förhandlingar och upprättande av skriftliga avtal”.[24] HD uttalade i sin dom i Transatlanticmålet (NJA 1994 s. 404), där affären gjordes via en fondkommissionär, att mäklaren inte nämnt namnet på sin uppdragsgivare, att diskussioner avseende priset inte förts med annan än mäklaren, att avslutet skett med mäklaren och att avräkningsnotan visade att aktierna köpts i kommission av fondkommissionären. Med hänvisning till detta fann HD:s majoritet (3 justitieråd) att handeln skett på värdepappersmarknaden.[25]

Som framgått är den närmare betydelsen av insiderlagens avgränsning till handel på värdepappersmarknaden oklar, främst genom att förarbetsuttalandena inte är tillräckligt precisa. Om saken ställs på sin spets framstår det dock som rimligt att anonymitetsaspekten får avgörande betydelse. Om parterna i en affär är kända för varandra då affären görs upp — och därmed vanliga civil- och straffrättsliga regler kan tillämpas — är insiderlagen inte tillämplig. Med en sådan avgränsning behöver ingen värdering göras av förhandlingar etc. mellan parterna. Insiderlagens tillämplighet bör inte heller avgöras av den rena formsaken huruvida skriftligt avtal upprättats eller inte. Om parterna är kända för varandra bör det heller inte ha någon betydelse om bank eller annan medverkat i affären.

Insiderlagens 7 § 4 anger att köp får ske för budgivarens räkning när åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt

[24] Man kan tänka sig att ett större antal aktieägare i ett börsbolag efter privata förhandlingar med en intressent gemensamt kommer överens om att sälja aktier i bolaget till intressenten och att parterna i samband därmed upprättar ett avtal och genomför försäljningen. I ett sådant fall kan det vara praktiskt att låta en fondkommissionär/bank hantera de efterföljande praktiska detaljerna, såsom utväxling av likvid mot omregistrering av aktierna samt upprättande av avräkningsnotor. Trots att denna medverkan i exemplet sker efter det att parterna själva har träffat avtal om försäljningen och är av rent administrativ art kan Finansinspektionen anse att fondkommissionärens/bankens medverkan i form av upprättande av avräkningsnotor innebär att handeln har skett över värdepappersmarknaden. En sådan ståndpunkt kan ifrågasättas, bl. a. mot bakgrund av att ”medverkan vid transaktioner” i 1 kap. 3 § lag om värdepappersrörelse avser mer kvalificerade tjänster än rena back-office funktioner, se prop. 1990/91:142 s. 108. Jfr Afrell m. fl., Insiderlagen — en lagkommentar, Publica 1991, där det på s. 30 anförs att det är tveksamt om insiderlagen är tillämplig på en affär som förhandlas och görs upp direkt mellan parterna men som initierats genom förmedling av en fondkommissionär. Jfr även Klahr (not 18), not 6, där det anges att handel anses ha skett genom fondkommissionär om denne (i) varit part, (ii) agerat som mäklare, eller (iii) agerat som ombud.

[25] HD:s minoritet delade uppfattningen att affären objektivt sett skett på värdepappersmarknaden, eftersom den skett genom en fondkommissionär. Minoriteten ansåg emellertid inte visat att köparen insett att det var fråga om en ”sedvanlig transaktion på värdepappersmarknaden, där säljaren bjuder ut aktierna till vem som helst som är beredd att betala det begärda priset”.

erbjudande vidtagits, utan hinder av förbudet i 4 § mot att handla över marknaden med kännedom om insiderinformation.

6.1.2 Tillämpning i budsituationer

Den första frågan är om förvärv av aktier till fullgörande av ett lämnat offentligt erbjudande utgör *köp på värdepappersmarknaden.* Vare sig insiderlagen eller dess förarbeten berör denna fråga. Frånsett att bank regelmässigt medverkar vid likvid och leverans samt från att några förhandlingar mellan budgivaren och andra än möjligen de större aktieägarna inte sker — och ingen av dessa omständigheter borde i sig ha avgörande betydelse — finns det inget som pekar på att förvärv av aktier under ett offentligt erbjudande skulle anses utgöra handel på värdepappersmarknaden.[26] Köpen sker inte anonymt över börsen, utan ”avslut” (avtal) träffas mellan varje enskild aktieägare och budgivaren genom att anmälningssedlar ges in varigenom budgivarens anbud accepteras. Eftersom parterna är kända kan vanliga regler i t. ex. avtalslagen och brottsbalken tillämpas (jfr prop. 1990/91:42 s. 50 och prop. 1990/91:142 s. 86). I vart fall säljaren kan ha ett konkret intresse för vem som är motpart (särskilt om vederlag utgår i aktier i budgivaren, men även, med hänsyn till finansieringsförmåga, vid kontantbud). Budgivaren riktar budet direkt och individuellt till varje aktieägare, som får ett prospekt och en anmälningssedel. Likvid och leverans torde inte heller ske på för börsen sedvanligt sätt. Ett framgångsrikt bud avseende hela bolaget leder till att aktierna i bolaget avregistreras från handel. Skyddsintresset bakom insiderlagen — allmänhetens förtroende för värdepappersmarknadens funktion — torde inte vara särskilt påtagligt när det gäller ett offentligt bud.[27]

[26] I insiderlagens definition av de mellanmän vilkas medverkan skall anses innebära att köpet skett över marknaden ingår sådana som har tillstånd för medverkan vid erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets, 2 § 1 st. 1 insiderlagen och 1 kap. 3 § 1 st. 5 lag om värdepappersrörelse. Detta betyder dock inte i sig att handeln skall anses ha skett över värdepappersmarknaden bara för att en mellanman med sådant tillstånd figurerar, jfr Samuelsson (not 15 ovan), s. 280. Annan mening, Anjou (not 4 ovan), s. 22. Det faktum att lagstiftaren i lag om värdepappersrörelse behandlar ”handel med finansiella instrument” och ”medverkan vid erbjudanden” i separata punkter antyder snarast att lagstiftaren inte ansett ett offentligt erbjudande vara ”handel”.

[27] Om budet är rekommenderat av styrelsen för målbolaget ligger fokus istället på aktieägarnas förtroende för sina sysslomän i bolaget, styrelsen, som enligt aktiebolagslagen har en allmän plikt i förhållande till aktieägarna att maximera bolagets vinst, vilket även torde innefatta en plikt att så långt omständigheterna tillåter maximera värdet på aktierna. En brist i NBK:s Rekommendation är att det inte krävs att eventuella kontakter mellan budgivaren och målbolaget före budet skall beskrivas i budprospektet, trots att Rekommendationen förutsätter att sådana kontakter sker. Sådana beskrivningar återfinns ofta i amerikanska prospekt, samt i en del svenska prospekt avseende ”Merger of equals” med amerikanska parter som följer amerikansk mall (t. ex. Upjohn — Pharmacia 1995 s. 18 ”sekretessavtal innehållande de närmare bestämmelserna för utbyte

I utländsk litteratur har Wymeersch (i Wymeersch & Hopt, se not 5 ovan) på s. 102 angivit att medlemsländernas möjligheten enligt Artikel 2 p. 3 i EG:s insiderdirektiv att undanta handel som skett ”without the involvement of a professional intermediary outside a market” innebär att ”*unusual transactions*, such as...*take-overs* could be exempted by the member states...In these cases, the transaction is effected ‘outside the market’” (markerat här). Möjligheten till undantag för handel utanför marknaden har som nämnts utnyttjats i den svenska insiderlagen.

I prop. 1995/96:215 refereras på s. 37 ett remissyttrande av advokatsamfundet av innebörd att den som får kännedom om ett förväntat bud av någon annan inte får handla med aktier i det blivande målbolaget utan antingen har att offentliggöra budplanerna eller att själv lämna ett bud. Regeringen — som inte kunnat bereda frågan — uttalade att handelsförbudet kunde få denna konsekvens. Även detta skulle indikera att kunskap om annan insiderinformation än egna budplaner inte hindrar att ett bud lämnas.

Sammanfattningsvis bör förvärv av aktier genom att accepter ges in under ett offentligt bud inte anses utgöra handel på värdepappersmarknaden. Insiderlagen torde således inte lägga hinder i vägen för att ett bud lämnas och aktier förvärvas i enlighet med budet, trots förekomsten av eventuell insiderinformation. Detta bör gälla oavsett om bank medverkar i budet genom att hjälpa till att ta fram prospekt etc.

Nästa fråga avser *omfattningen av insiderlagens undantag avseende köp* för budgivarens räkning över marknaden. Enligt sin ordalydelse avser undantaget hela handelsförbudet i 4 § insiderlagen. Köp över marknaden får ske ”utan hinder” av handelsförbudet. Eftersom insiderlagen är en strafflag finns det desto större skäl att också uppfatta texten på detta sätt. Detta skulle betyda att insiderlagen över huvud inte är tillämplig på en budgivare, som vidtagit åtgärder syftande till och ägnade att leda till ett offentligt bud, alldeles oavsett eventuell annan insiderkunskap hos budgivaren. Vidare kan anföras att de intressen lagen skall skydda, huvudsakligen allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, inte är tillämpliga i en budsituation, som istället regleras bl. a. av NBK:s Rekommendation, de skyldigheter målbolagets styrelse har gentemot aktieägarna och allmänna avtalsrättsliga och straffrättsliga

av konfidentiell och företagsspecifik information” samt Morton — Autoliv 1997 s. 14 ”...började utbyta finansiell och annan information angående sina verksamheter”). En sådan beskrivning, varav bl. a. framgår om budgivaren fått tillgång till information om målbolaget före budet, är naturligtvis värdefull för aktieägarna i målbolaget. Jfr även Hård (not 4 ovan), s. 65.

regler.[28] En sådan regel skulle även lösa en konflikt mellan insiderlagen och intresset av att inte försvåra kontrollförändringar.

Argumentet att det vore ”fel”, allmänt sett, om budgivaren får köpa i marknaden trots insiderinformation, när andra inte får det och de aktieägare som säljer får ett lägre pris jämfört med budpriset, framstår inte som särskilt starkt när lagstiftaren uttryckligen tillåter budgivaren att köpa aktier innan budet offentliggjorts. Det kan förefalla svårt att se annorlunda på situationen bara därför att budgivaren även råkat få annan insiderinformation (än kunskapen om sina egna budplaner).[29]

[28] Styrelsen och ledningen får förutsättas ha fullständig information om bolaget. I en budsituation torde styrelsen ha en skyldighet att se till att aktieägarna får ett fullständigt beslutsunderlag, jfr t. ex. Paul Krüger Andersen och Nis Jul Clausen, Introduktion til Börsretten — Börsreform II, Jurist- og Ökonomförbundets förlag, 1996, s. 186 och s. 211 ff., Lennart Lynge Andersen och Nis Jul Clausen i UfR 1997 B s. 374 f. (”ledelsen har pligt til att varetage alle aktionaerernes intresser og pligt til at fremkomme med en udtalelse om det fremsatte tilbud”) samt Jan Schans Christensen, Contested Takeovers in Danish law, Gads Forlag, 2 uppl., 1991, s. 300 ff. Detta innebär att styrelsen kan ha anledning att offentliggöra tidigare intern information avseende målbolaget. Om styrelsen rekommenderar budet får det förutsättas att det inte finns någon information vars offentliggörande skulle kunna höja kursen över budpriset. Om styrelsen inte rekommenderar budet har den konkret anledning att ange varför det erbjuda priset är otillräckligt, och i samband därmed offentliggöra eventuell information till stöd för sin uppfattning. Vare sig styrelsen är för eller mot budet bör det krävas att styrelsen ger sin uppfattning till känna. Uttalandet i NBK:s Rekommendation om att styrelsen har möjlighet att offentliggöra sin uppfattning bör nog numera — mot bakgrund av generellt skärpta krav på styrelsen — uppfattas som att styrelsen skall offentliggöra sin uppfattning. Styrelsens bedömning kan förutsättas alltid vara ett viktigt led i den bedömning aktieägarna skall göra av budet. Jfr även punkt 14 i det reviderade förslaget till 13 bolagsdirektiv (”The board...shall draw up a document setting out its opinion...” samt Rule 21 i City Code on Take-Overs and Mergers (”The board...must circulate its views on the offer...”). Att NBK:s Rekommendation inte kräver att styrelsen skall offentliggöra sin inställning framstår som märkligt mot bakgrund bl. a. av att NBK i inledningen till Rekommendationen understryker att det är av ”grundläggande betydelse” att aktieägarna får en fullständig och tillförlitlig information till grund för sitt ställningstagande. En sådan fullständig och tillförlitlig information kan knappast föreligga utan att styrelsen i målbolaget offentliggör sin inställning.

[29] Motsvarande fråga, alltså avseende en budgivare som har annan insiderinformation utöver kunskapen om sina egna budplaner, har diskuterats i engelsk litteratur, där Begg, Corporate Acquisitions & Mergers, Graham & Trottman, volume 1, s. 10.5 ff., beträffande köp före offentliggörande av budet menar att läget i brist på klargörande i rättspraxis är oklart för engelsk del. Beträffande köp efter budets offentliggörande skiljer Begg på ett rekommenderat och ett fientligt bud. Om budet rekommenderats av styrelsen i målbolaget, som får förutsättas ha kunskap om all eventuell insiderinformation, menar Begg att budgivaren inte kan ha tillgång till potentiellt kursdrivande information. Om budet är fientligt och den icke-offentliggjorda informationen skulle kunna leda till att aktiepriset höjs över budet anser Begg situationen vara mindre klar. Regel 4.1 i City Code innehåller bl. a. ett förbud för andra än budgivaren, som känner till det förestående budet, mot att köpa aktier i målbolaget. I kommentaren till detta förbud anges att även budgivaren ”may” vara förhindrad att köpa aktier i målbolaget t. ex. före offentliggörande av budet om målbolaget försett budgivaren med insiderinformation. Jfr även Reed, Straffbar innsidehandel, ad Notam Gyldendal, 1996, s. 75 och s. 122, där det för norsk rätts del anförs att missbruk av insiderinformation inte föreligger

Ett mer vägande argument mot att undantaget i 4 § verkligen skulle ha den vida innebörd det ser ut att ha enligt sin ordalydelse är den möjlighet som då skulle kunna öppnas för mindre nogräknade att lagligt genomföra insiderhandel genom att se till att det finns dokumentation som visar att åtgärder vidtagits som syftar till och är ägnade att leda till ett offentligt erbjudande. Utrymmet härvidlag begränsas dock av rekvisitet ”ägnat att”, vilket i detta sammanhang måste innebära att budgivaren har de finansiella och andra resurser som krävs för att faktiskt kunna genomföra ett bud.

Det skulle också kunna argumenteras för att budgivaren kan köpa aktier över marknaden trots kännedom om målbolagsrelaterad insiderinformation på den grunden att insiderinformationen upphört att ha betydelse. Antag att bolagets aktier handlas i 100, att det finns insiderinformation i insiderlagens mening, som en budgivare fått kännedom om under sin undersökning av målbolaget före budet, samt att offentliggörande av denna insiderinformation, allt annat oförändrat och med tillämpning av de metoder ifrågavarande aktie värderas enligt, kan förväntas innebära att bolagets aktie stiger till ett pris som ligger väl över 100 men under det pris budgivaren tänker erbjuda i det offentliga budet. Budgivaren erbjuder alltså i budet en premie även på den teoretiskt högre kurs som skulle kunna nås om insiderinformationen offentliggörs.

Mot detta kan anföras bl. a. följande. Eftersom ett offentliggörande av insiderinformationen före offentliggörande av budet kan antas väsentligt höja kursen på aktien har informationen inte upphört att ha betydelse för kurssättningen för marknaden, utan endast för budgivaren. Beträffande aktier är vidare handelsförbudet absolut, och det har ingen betydelse om insiderinformationen använts vid — utgört skäl för — handeln eller inte (läget är annorlunda beträffande andra finansiella instrument, jfr 7 § 8 insiderlagen, jfr dock angående EG:s insiderdirektiv nedan). Transatlanticdomen bekräftar att det inte har någon betydelse om syftet med affären varit ett annat än att göra en vinst med utnyttjande av insiderinformationen.

Å andra sidan skulle det kunna hävdas att insiderinformationen upphört att ha betydelse om den planenligt inte kommer att offentliggöras av bolaget förrän efter det budet lagts (och bolaget har en skyldighet att meddela budgivaren om när informationen kommer att offentliggöras). Eftersom det är den förväntade kurspåverkan vid offentliggörandet som är avgörande skulle budgiva-

om budet läggs på en sådan nivå att insiderkunskapen inte ger budgivaren någon väsentlig kursfördel, och att missbruk endast kan föreligga om insiderinformationen skulle höja kursen över budkursen. Ett missbruksrekvisit innefattas även i den svenska insiderlagen, genom att förbudet att handla med insiderinformation inte gäller om handeln avser köp när informationen är negativ eller försäljning när informationen är positiv.

ren enligt denna argumentationslinje vara oförhindrad att handla över marknaden trots insiderkunskap, då aktiekursen vid offentliggörandet av informationen kommer att bestämmas av det faktum att budet offentliggjorts. Det kan även ifrågasättas om budgivarens aktieförvärv över marknaden i denna situation har ”betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden” (20 § insiderlagen) med hänsyn till att deras syfte är att jämna marken för ett bud samt till att de regelmässigt inte överskrider 5% av aktierna eller rösterna i målbolaget (eftersom annars flaggning måste ske, vilket kan sätta igång spekulationer om ett förestående bud). Vidare kan noteras att EG:s insiderdirektiv (Artikel 2, punkt 1) anger att insidern är förbjuden att ”take advantage”, dvs. dra fördel, av sin insiderkunskap.[30] En budgivare i ovan angiven situation kan tyckas inte dra fördel av sin insiderinformation genom köp inför ett bud, där det erbjudna priset kommer att överstiga börskursen både med och utan hänsyn till effekten av ett offentliggörande av insiderinformationen, och som skulle skett oavsett eventuell kurspåverkan av insiderinformationen.

Även om insiderinformationen kommer att offentliggöras innan budet lagts skulle det vidare kunna hävdas att den saknar betydelse, om budgivaren nämligen på grund av sin kännedom om insiderinformationen och dess offentliggörandetidpunkt höjer sitt planerade bud så att det blir attraktivt även efter den uppgång i aktiekursen som kan förväntas följa av offentliggörandet av informationen.

Situationen är oklar men försiktigtvis — inte minst med hänsyn till risken att offentligt utpekas som att ha agerat i strid med insiderlagen — bör en budgivare nog avhålla sig från köp över marknaden om han är i besittning av annan insiderkunskap än kunskapen om de egna budplanerna.

Efter det budet lagts kommer i exemplet ovan den icke offentliggjorda omständigheten typiskt sett att sakna betydelse för priset på aktien. Kursen blir istället beroende av marknadens förväntningar om huruvida budet går igenom, sannolikheten för konkurrerande, högre bud samt tidsvärdet på det erbjudna priset per aktie fram till beräknad likvidtidpunkt. Detta borde i vart fall innebära att budgivaren, oavsett insiderinformationen, bör vara oförhindrad att handla i aktien efter offentliggörande av budet (och före offentliggörande av informationen), eftersom insiderinformationen då upphört att ha betydelse för kurssättningen.

6.2 ”Information eller kunskap om omständighet”

6.2.1 Regleringen

[30] Detta skulle möjligen kunna ha betydelse för tolkningen av begreppet ”allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden” i 20 § insiderlagen.

Insiderlagen anger endast att informationen eller kunskapen skall röra en ”omständighet”. Omständigheten skall ha förmåga att påverka kursen, att kunna offentliggöras, samt att kunna upphöra att ha betydelse för kurssättningen. Detta innebär att en ganska betydande grad av konkretion krävs. Jfr även EG:s insiderdirektiv, där Artikel 1 anger att informationen skall vara ”of a precise nature”.[31]

Varken insiderlagen eller dess förarbeten diskuterar de närmare kraven på informationen i sig, utöver ett angivande av att rena rykten utesluts (prop. 1990/91:42 s. 87). De exempel som anges i lagtexten avseende bolagsrelaterad information är (i) konkreta åtgärder avseende ett offentligt erbjudande och (ii) information som normalt skall lämnas i årsredovisning, pressmeddelande m. m. (t. ex. köp eller försäljning av företag eller verksamhet, samarbetsavtal, större investeringsbeslut, vinstprognoser, uppgifter om väsentliga dolda reserver, viktigare förvärv eller avyttringar, omsättning och resultat per verksamhetsgren, m. m., se Börsinformation p. 2.2.2, 2.3.1, 2.21). Vidare framgår av lagtextens förtydliganden i 6 § av åtgärd syftande till ett offentligt uppköp ett ganska betydande krav på konkretion. Förarbetena (prop. 1990/91:42 s. 46 och s. 81) nämner därutöver tillståndsgivning av myndigheter, räkenskaper, information om offentlig upphandling och information avseende omstrukturering av en koncern med köp och försäljningar av dotterbolag. Detta ger en viss indikation avseende kraven på informationens kvalitet.

Mer konkret vägledning gavs i SOU 1970:38, s. 37 ff., där utgångspunkten angavs vara att exemplifiera sådana faktorer som — då — erfarenhetsmässigt ansågs kunna påverka kursen vid offentliggörande:

1. Konkreta resultatuppgifter.

Kurseffekten på kort sikt bedömdes större ju större den aktuella förändringen var för bolaget ifråga. Mer generellt hållna uppgifter (”resultatet blir betydligt bättre än förra året”, ”vinsten blir nog något mindre än vi tidigare räknat med”) ansågs mindre intressanta utom så länge ett offentliggörande av uppgifterna förberedes.

2. Uppgift om förestående fond- eller nyemission.

[31] Av någon anledning återfinns inte kravet på ”precis” information i insiderlagen. Det finns i den norska motsvarigheten, där det anses betyda att informationen skall uppfylla vissa krav på bl. a. konkretion, klarhet och trovärdighet, se Reed (not 29 ovan), s. 123 ff. Kravet innebär att spekulationer och rykten utesluts.

3. Företagsförvärv, inklusive försäljning av dotterbolag och samarbetsavtal med annat företag.

4. Företagsekonomiska och tekniska nyheter avseende bolaget, t. ex. att tillgång som tidigare inte lämnat avkastning blivit räntabel, allvarlig likviditetsförsämring, rationalisering av produktionen, uppfinningar, nya produkter.

Uppgifter som ansågs vara alltför allmänna för att bli ”verkligt känsliga”, och från vilka man i det närmaste helt kunde bortse, angavs vara uppgifter avseende produktions- och försäljningsvolym, priser på råvaror eller produkter, kapacitetsutnyttjande, orderläge och nyinvesteringar. Detta dock med förbehåll för att ju bredare sektor av företagets verksamhet uppgifterna avser, desto mer betydande blir informationsvärdet.

Beträffande bedömningen av om informationen är av beskaffenhet att kunna väsentligt påverka kursen finns en diskussion i SOU 1984:2 s. 122 f., som framstår som klargörande:

”I ett aktiemarknadsbolag i allmänhet och ett börsbolag i synnerhet förekommer en strid ström av uppgifter rörande bolagets verksamhet. En del av dessa uppgifter kan, om de närmare analyseras, vara ägnade att påverka kursen. Det är utredningens åsikt, att *några ingående överväganden om händelsernas kurspåverkande beskaffenhet inte skall behöva göras*...Som en följd av väsentlighetsrekvisitet skall förbudet gälla endast då händelsens betydelse för bedömningen av bolaget kan sägas vara *iögonenfallande och lika påtagligt kan vara kursdrivande*...Det måste vara möjligt för bolagsledningen — eller insidern själv — att på ett någorlunda säkert sätt bedöma, när information av här diskuterat slag skall föranleda uppmärksamhet i aktiehandeln” (markerat här).

Eftersom även dåvarande börsregler tillämpade den lägre ribban ”icke oväsentlig grad påverka” framstår därnäst följande uttalande i betänkandet — att förbudet mot insiderhandel typiskt sett skall gälla i och med att informationsskyldighet enligt börsreglerna inträder — som påtagligt mindre klargörande.

6.2.2 Rättspraxis

Rättspraxis, som är mager, avser bl. a. följande omständigheter:

1. Kännedom om ett förestående bud (med en premie om 20%) från annan än köparen, NJA 1989 s. 404.

2. Uppgifter i bokslutskommuniké avseende det påbörjade räkenskapsåret om försäljningsökning på 40%, resultatförbättring kvartal

till kvartal från ca 0 till MSEK 9 och prognos om ”väsentligt bättre” årsesultat än föregående år. Aktien steg med nära 40% vid offentliggörandet. Svea HovR 96-12-18, B 2917/95.

3. Uppgifter i delårsrapport om försämrat resultat samt en prognos för årsresultatet innebärande en halvering av föregående års resultat. Kursen föll ca 16% efter offentliggörandet. En presskommuniké drygt tre månader före delårsrapporten hade prognosticerat ett årsresultat som skulle bli något sämre än föregående år. Denna kommuniké hade inte påverkat kursen. Göta Hovrätt 91-05-03, B 320/90 (Kalmar tingsrätt 90-03-09).

Det finns ett intresse av att marknaden inte belastas med information som huvudsakligen består av spekulationer eller förhoppningar. I bilaga 1 p. 1 till Avtalet anges därför att informationen skall vara korrekt, relevant och tillförlitlig.

Rimligen finns ett samband mellan börsbolags informationsskyldighet enligt börsreglerna och insiderlagen på så sätt, att information som börsbolag inte har en skyldighet att offentliggöra enligt börsreglerna (med undantag för sådan information som uttryckligen undantas, såsom interna prognoser) och inte heller bör offentliggöra för att det skulle kunna skapa förvirring på marknaden, normalt inte heller kan vara ”information” i insiderlagens mening. Omvänt uttryckt borde det gälla ett krav på omständighetens kvalitet enligt insiderlagen som i princip överensstämmer med börsreglerna. Jfr insiderlagen 5 § 2 avseende omständighet rörande ett bolag ”som det normalt lämnas upplysning om” samt prop. 1990/91:42 s. 52 angående de högre kraven på informationens karaktär i insiderlagen jämfört med börsreglerna.[32]

[32] Avgöranden av Stockholms Fondbörs styrelse respektive disciplinkommitté (se Börsinformation) ger konkret vägledning avseende börsreglernas informationskrav. En värdeminskning av en tillgång med ett belopp som motsvarade mer än 25% av koncernens egna kapital och nästan 1,5 gånger koncernens föregående helårsresultat ansågs uppenbart vara av sådan karaktär att den i icke oväsentlig grad påverkade den bild av koncernen som tidigare givits och skulle omedelbart offentliggöras (1983-06-22 § 5). En ökning av en koncerns egna kapital per aktie om 30% och av soliditeten med 9% ansågs i inte oväsentlig grad påverka den bild av koncernen som tidigare givits (1986-05-29 § 3 p. III). Ett beslut att informera om övervärden i tillgångar om ca SEK 1,5 miljard ansågs uppenbarligen vara av sådan karaktär att den i ej oväsentlig grad påverkade den bild av bolaget som tidigare givits och skulle offentliggöras utan obehörigt dröjsmål (1987-06-04 § 2). Ett preliminärt styrelsematerial som visade att en tidigare prognosticerad vinst om minst MSEK 100 kunde bli en förlust på samma belopp ansågs stå i stark kontrast till den resultatbild som senast offentliggjorts och skulle omedebart offentliggöras (1990-11-07 § 2). Ett antal faktorer som kunde innebära att tidigare prognosticerat resultat skulle komma att understigas skulle omedelbart offentliggöras (1992-09-11 § 9 p II; faktorerna summerade till MSEK 440, det redovisade resultatet kom att understiga det prognosticerade med MSEK 109, motsvarande –18%). Ett beslut om nedskrivning av tillgångar från ca MSEK 170 med ca MSEK 128, innebärande en halvering av eget kapital, skulle offentliggöras så snart det kunde ske (1994:2). En prognos som, till skillnad från tidigare information, innebar att resultatet med marginal skulle överstiga föregående års resultat ansågs kunna

6.2.3 Tillämpning i budsituationer

Insiderinformation avgränsas av att den skall kunna ha en väsentlig kurspåverkan. En omständighet utgör inte insiderinformation bara för att den inte är offentliggjord. Normalt torde finnas en stor mängd icke-offentliggjord information som kan vara mycket intressant för bolaget liksom för en budgivare, särskilt en budgivare i samma bransch (t. ex. avseende produktionskapacitet, enstaka kunder, information som berör möjligheterna att samordna målbolagets och budgivarens verksamheter m. m.) men som inte kan antas ha något påtagligt intresse för marknaden och värderingen av bolagets aktier. Man får alltså skilja på information som har intresse för en eller några specifika intressenter, men som marknaden inte skulle fästa något särskilt avseende vid, och sådan som har intresse för marknaden och därmed kan (men inte behöver) vara insiderinformation. Marknaden kan från tid till annan fästa avseende vid olika omständigheter, beroende på t. ex. konjunkturläge och den etablerade uppfattningen om målbolagets situation, och gränsen mellan de två kategorierna av information kan således förändras.

Vid en undersökning av målbolaget kan budgivaren få möjlighet att träffa ledningen för bolaget. Allmänt hållna uttalanden av enskilda ledningspersoner avseende deras egna uppfattningar om verksamheten och dess framtidsutsikter, teoretiskt möjliga eller lämpliga företagsförvärv m. m., torde p. g. a. bristande konkretion sällan kunna utgöra insiderinformation.[33] Sådan information finns det heller ingen skyldighet att offentliggöra enligt börsreglerna. Information som anges i Edhammar, se ovan, kan naturligtvis normalt inte heller utgöra insiderinformation.

Vidare gäller att sådan information som kan utläsas eller härledas ur offentliga källor respektive budgivarens egna kunskap inte utgör insiderinformation, jfr t. ex. prop. 1990/91:42 s. 81. Framförallt en budgivare i samma bransch som målbolaget kan ofta ha eller i vart fall lätt kunna skapa sig en mycket god bild av målbolaget. (Å andra sidan innebär detta att en sådan budgivare särskilt lätt kan utsättas för misstankar om insiderhandel, om t. ex. budgivaren med användande av egen och offentlig information bedömt att målbolaget skulle komma att visa ett bättre resultat än

komma att påverka aktiekursen i icke oväsentlig grad (1994:5). En omsättningsökning med 20% och därtill relaterad väsentlig resultatförbättning ansågs i inte oväsentlig grad kunna påverka värderingen av bolagets aktier (1994:6).

[33] Jfr avgörandet av Stockholms Fondbörs styrelse 1984-02-02 § 1, där en VD inte ansågs ha lämnat en sådan prognos som avsågs i då gällande IRK i en journalistintervju. Börsen hade upplysts om att det inte fanns någon fastställd prognos, att VD:n inte lämnat någon prognos utan gett uttryck för en uppfattning samt att uttalandet/uppfattningen låg i linje med bedömningar i media och därför inte var särskilt uppseendeväckande.

marknaden i allmänhet bedömt och därför handlat aktier över marknaden före offentliggörandet av informationen.)

Vidare torde gälla att insiderinformation typiskt sett är en färskvara. Ju längre fram i tiden man kommer, desto större är möjligheten att andra faktorer påverkar kursen, jfr prop. 1995/96:215 s. 67.

6.3 Presumtion mot insiderinformation?

Som framgått är insiderlagen svårtillämpad. I praktiken kan den osäkerhet som föreligger leda till betydande problem i en uppköpssituation och även tänkas utnyttjas av målbolaget för att förhindra eller försvåra ett uppköp. Sannolikt finns det vidare en allmän tendens att p. g. a. de osäkerheter som råder anse i princip all icke-offentliggjord information som potentiell insiderinformation.

Emellertid krävs det för att insiderinformation skall föreligga att informationen är ägnad att väsentligt påverka kursen. I varje bolag finns det en stor mängd information som inte är offentliggjord, som kanske betraktas och behandlas som konfidentiell och som kanske t. o. m. anses utgöra företagshemligheter.[34] Inget av detta innebär dock i sig att informationen även är insiderinformation.

Frågan är då om en presumtion mot att viss icke-offentliggjord information är insiderinformation kan uppställas. Det finns flera goda grunder för en sådan presumtion. Börsreglerna kräver omedelbart offentliggörande av beslut eller händelser som i icke oväsentlig grad är ägnade att påverka värderingen av bolagets aktier. Så länge det inte finns någon konkret anledning att tro annat får dessa regler antas ha följts. Ledningen i bolaget har ofta själv aktier i bolaget, och därmed ett eget intresse av att potentiellt kurspåverkande information offentliggörs för att inte drabbas av onödigt långvariga handelsförbud. Oavsett börsreglerna har bolagen ett intresse av att förse marknaden med information, i syfte att bevara förtroendet för bolaget och därmed dess framtida möjligheter att dra in kapital m. m.

Sammantaget borde detta innebära att en budgivare som får möjlighet att undersöka målbolaget före budet generellt borde kunna utgå från att den information han får del av inte utgör insiderinformation. Det kan tänkas att målbolaget helt allmänt uppger att den information budgivaren får del av utgör insiderinformation. En sådan allmänt hållen upplysning borde inte tillåtas bryta presumtionen.

[34] Medlemmar i företagsledning och styrelse löper särskilt stor risk att anklagas för insiderhandel, eftersom de får antas ha tillgång till all insiderinformation avseende bolaget. Som anges i SOU 1989:72, s. 184 f., torde de även nästan alltid känna till information om eller ha kunskaper om inte offentliggjorda omständigheter som kan komma att påverka kursen på bolagets aktier. Oavsett att sådan information inte behöver vara insiderinformation i lagens mening har dessa personer särskilt stor anledning att vara försiktiga i sina aktieaffärer.