

EU:s marknadsmissbruksförordning och uppköpserbjudanden

Av advokaten ERIK SJÖMAN

En uppköpssituation avseende ett börsnoterat bolag aktualiserar tillämpning av flera bestämmelser i EU:s marknadsmissbruksförordning, såväl för budgivaren som för målbolaget och i viss mån för andra aktörer. Det är inte oproblemiskt att tolka och tillämpa förordningen i dessa hänseenden. Utgör information om ett förestående uppköpserbudande insiderinformation, och i så fall när? Hur ska budgivaren förhålla sig till förordningens bestämmelser vid marknadssonderingar och positionsbyggande? Hur påverkar förordningen målbolagets hantering av en uppköpssituation? I artikeln görs ett försök att bringa ökad klarhet beträffande några sådana frågor.

1 Inledning

EU:s marknadsmissbruksförordning (MAR)¹ började tillämpas i juli 2016. Viktiga regler på nivå 2 hann nått och jämt utfärdas i tid och Esmas riktlinjer om mottagande av marknadssonderingar² respektive uppskjutet offentliggörande av insiderinformation³ kom inte på plats förrän senare under 2016. Språkversionsrättelser utfärdades i oktober 2016 och svensk lagstiftning för genomförande av det tillhörande sanktionsdirektivet (MAD2)⁴ trädde inte i kraft förrän i februari 2017.⁵ Därefter har dammet lagt sig och såväl marknadsaktörer som tillsynsorgan och domstolar övergått i en tillämpningsfas där uppkommande tillämpningsproblem och tolkningsfrågor hanteras efter hand. Vissa problem har fått sin lösning, eller i vart fall har en marknadspraxis utvecklats. Andra problem kvarstår.

I denna artikel diskuteras tillämpningen av MAR vid offentliga uppköpserbjudanden, med ambitionen att bringa ökad klarhet beträffande några av de frågor som förordningen ger upphov till i en uppköpssituation.

Ett offentligt uppköpserbudande innebär för svenskt vidkommande att någon (budgivaren) offentligt erbjuder innehavarna av aktier i ett svenskt eller utländskt aktiebolag (målbolaget), vars aktier är noterade i Sverige, att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier till bud-

¹ Europaparlamentet och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning).

² Esma, Riktlinjer om MAR: Personer som mottar marknadssonderingar, november 2016.

³ Esma, Riktlinjer om MAR: Uppskjutet offentliggörande av insiderinformation, oktober 2016.

⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv).

⁵ Prop. 2016/17:22. Se dessförinnan prop. 2015/16:120.

givaren.⁶ Uppköpserbudandet syftar typiskt sett till att budgivaren ska förvärva hela målbolaget.⁷ Själva uppköpserbudandet är en fråga mellan budgivaren (köparen) och aktieägarna i målbolaget (säljarna). Det berör, rättsligt sett, inte målbolaget självt. Sådillvida skiljer sig inte ett förvärv genom uppköpserbudande från ett förvärv av aktierna i ett fåmansägt bolag. Den omständigheten att målbolagets ägande är spritt gör likväl det offentliga förvärvsförfarandet särpräglad. Inte minst får målbolagets styrelse en särskild roll. I ett budgivarperspektiv anses det nämligen ofta vara angeläget att dels erhålla målbolagsstyrelsens rekommendation (stöd) för erbjudandet, dels få göra en s.k. *due diligence*-undersökning av målbolaget inför erbjudandets offentliggörande. Detta ger målbolagsstyrelsen en plats vid förhandlingsbordet trots att uppköpserbudandet inte involverar målbolaget som part.⁸

Förberedelserna inför ett uppköpserbudande består vanligtvis av (i) preliminära interna överväganden och analyser på budgivarsidan, (ii) konkretare förberedelser på budgivarsidan, bl.a. avseende erbjudandets finansiering och analys av behovet av konkurrensmyndighetstillstånd, (iii) en underhandspropå till målbolagets styrelse (s.k. budbrev) med begäran om att få genomföra en *due diligence*-undersökning och önskemål om (eller krav på) målbolagsstyrelserekommendation, (iv) sondering med större aktieägare i målbolaget samt (v) *due diligence*-undersökning jämte fortsatta förberedelser. Därefter kan beslut fattas om att lämna erbjudandet, som då genast offentliggörs.

Nedan tas som utgångspunkt att budgivaren är ett onoterat bolag och att målbolagets aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige. Följande disposition tillämpas.⁹

- Utgör information om ett förestående uppköpserbudande (alltid) insiderinformation? (avsnitt 2)
- Marknadssonderingsreglerna inför ett uppköpserbudande (avsnitt 3)
- Budgivarens positionsbyggande inför erbjudandet (avsnitt 4)
- Målbolagets hantering av en budpropå (avsnitt 5)

⁶ Se, beträffande det närmare tillämpningsområdet, 2 kap. 1 § lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA). Observera dock att termen "uppköpserbudande" inte är definierad i MAR och att ett sådant erbjudande även kan avse ett bolag vars aktier t.ex. handlas på någon av MTF-plattformarna Nasdaq First North Growth Market, Nordic MTF eller Spotlight Stock Market. Jfr även de takeover-regler som Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdat för dessa marknadsplatser.

⁷ Här bortses från s.k. partiella erbjudanden.

⁸ Att målbolagsstyrelsen inte är fri att agera på vilket sätt som helst i en sådan situation är en annan sak. Se bl.a. det s.k. försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA och bestämmelsen om målbolagsstyrelsens skyldighet att agera i aktieägarnas intresse i punkten II.17 i de s.k. takeover-reglerna.

⁹ Framställningen behandlar inte frågor om erbjudandehandlingens innehåll, flaggning, tillämpning och tolkning av LUA eller takeover-reglerna, god sed på aktiemarknaden, marknadsmanipulation, straffrättsliga frågor, processrättsliga frågor och bevisfrågor eller påföljds- och sanktionsvägvalfrågor.

- Informationsläckage (avsnitt 6)
- Målbolagets informationslämnande till budgivaren (avsnitt 7)
- Erbjudandets offentliggörande (avsnitt 8)
- Stängd period i en uppköpsituation (avsnitt 9)
- Insynsrapportering (avsnitt 10)
- Avslutning (avsnitt 11)

2 Utgör information om ett förestående uppköpserbjudande (alltid) insiderinformation?

Med insiderinformation avses enligt artikel 7.1 a i MAR:

... [i]nformation av **specifik natur** som **inte har offentliggjorts**, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, **[s]annolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset** på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument. (fetstil tillagd)

Information har enligt artikel 7.2 specifik natur om:

... den anger **omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga** eller **en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa** och om denna information är **tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument** eller på relaterade finan[s]iella derivatinstrument, på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter. (fetstil tillagd)

Specificitetsrekvisitet kan vara uppfyllt även om det inte går att dra några slutsatser om kurseffektens riktning.¹⁰

I EU-domstolens dom i Geltl-målet konstateras att det ska finnas ”faktiska utsikter” (*realistic prospects*) för att en kommande händelse (t.ex. ett uppköpserbjudande) ska inträffa, för att informationen därom ska kunna uppfylla specificitetsrekvisitet. Ett steg i en över tiden pågående process, t.ex. förberedelserna för ett eventuellt uppköpserbjudande, kan i sig uppfylla specificitetsrekvisitet.¹¹

Specificitetsrekvisitet innebär förmodligen inte ett särskilt högt ställt krav. Det är dock väsentligt att observera att insiderinformation inte

¹⁰ Se EU-domstolens dom av den 11 mars 2015 i mål C-628/13, Lafonta.

¹¹ Se EU-domstolens dom av den 28 juni 2012 i mål C-19/11, Geltl. Artikel 7.2 andra meningen i MAR: ”I fråga om en över tiden pågående process som syftar till att förverkliga, eller som resulterar i, vissa omständigheter eller en händelse, kan i detta hänseende de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen och även de mellanliggande stegen i den processen som är knutna till förverkligandet av de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen anses vara specifik information.” Artikel 7.3 i MAR: ”Ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska anses vara insiderinformation om den i sig uppfyller de kriterier för insiderinformation som avses i denna artikel.” Se även skäl 16 till MAR.

föreligger enbart därför att informationen uppfyller specificitetsrekvisitet. Även rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset” måste vara uppfyllt. Detta är i själva verket, liksom före MAR, kärnan i insiderinformationsbedömningen.¹²

Med information som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument avses enligt artikel 7.4:

... information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.

Detta brukar benämnas *the reasonable investor test* (förnuftiga investerartestet).¹³

I denna uppsats görs inget försök att fullödigt utreda innebörden av insiderinformationsbegreppet i artikel 7 i MAR. Att i komplicerade fall fastställa vad som utgör, och vad som inte utgör, insiderinformation — och i så fall *när* — är den centrala utmaningen vid tillämpning av förordningen. Rättsläget är oklart och rättskällorna knapphändiga.¹⁴

Jämfört med många andra, mer svårbedömda fall är det emellertid oftast inte särskilt besvärligt att fastställa huruvida informationen om ett nära förestående — välförberett och seriöst — uppköpserbjudande utgör insiderinformation. Om vederlaget i det förestående erbjudandet innebär en betydande premie (säg, 30–40 procent i förhållande till aktiekursen) och erbjudandet i stort sett är färdigt att offentliggöras är normalt både specificitetsrekvisitet och prisinverkansrekvisitet (*the reasonable investor test*) uppfyllda. Som Stockholms tingsrätt med Svea hovrätts instämmande konstaterat i Axis och Transmode-målet ligger det närmast ”i sakens natur” att ett förestående uppköpserbjudande med stor premie utgör insiderinformation.¹⁵ Så är normalt fallet även om

¹² Se t.ex. Hansen, Den kvalitative karakter af intern viden — en analyse af Geltl og Lafonta, NTS 2015:1 s. 61.

¹³ Se vidare Upper Tribunals (UK) dom den 27 maj 2014 (Hannam): “... the reasonable investor is an investor who would take into account information which would be likely to have a significant effect on price. Conversely, he is an investor who would not take into account information which would have no effect on price at all or ... information which would have no prospect of significantly affecting the price of the investment.” Vidare: “Our view is that a ‘significant’ effect is one which is to be contrasted with an insignificant, in the sense of trivial, effect. What is, or is not, trivial will depend on the particular circumstances of the case: for instance, a 1p rise in a share worth £10 may be regarded as trivial but a 1p rise in a share worth 2p would not. There is, we accept, a certain inherent uncertainty in this approach but it provides a sensible way of reaching the essence of what is significant. The reasonable investor will surely take account of information which may have a non-trivial effect on price: such information may have an effect on price which is significant to the reasonable investor.” — Se även Norges Høyesteretts dom den 23 april 2012 i mål nr 2011/2045.

¹⁴ Finansinspektionen har dessutom på senare tid gjort egna bedömningar av vad som utgör insiderinformation och därvid åberopat domstolsavgöranden som bland praktiker allmänt anses vara ohållbart motiverade. Se Finansinspektionens beslut 2019-06-18 (FI Dnr 18-6639) (Hoylu), med hänvisning till Kammarrättens i Stockholm dom 2016-11-09 i mål nr 315-16 (Fingerprint Cards).

¹⁵ Se Stockholms tingsrätts dom 2017-04-12 i mål nr B 7217-15 och Svea hovrätts dom 2018-06-18 i mål nr B 4384-17 (Axis och Transmode).

budgivarens *due diligence*-undersökning av målbolaget ännu inte är slutförd och slutliga beslut på ömse sidor ännu inte är fattade, men det är just tidsfaktorn som komplicerar insiderinformationsbedömningen även i uppköpserbjudandefallen. Exakt *när* under de olika stegen fram till ett offentliggjort erbjudande som information om den eventuella transaktionen övergår till att utgöra insiderinformation är vanskligt att avgöra. Det är nämligen, mot den ovan redovisade bakgrunden, också klart att de tidiga faserna av utvärdering och överväganden beträffande ett eventuellt uppköpserbjudande *inte* utgör insiderinformation.

Att information om ett förestående uppköpserbjudande utgör ett typexempel på vad som kan utgöra insiderinformation illustreras av den särskilda uppmärksamhet som ägnades åt just budsituationer redan i äldre rätt. Enligt den gamla regeln i 7 § i 1985 års värdepappersmarknadslag (med ändrad lydelse 1987) inträdde handelsförbud i vart fall om frågan om ett eventuellt uppköpserbjudande hade väckts i budgivarens styrelse, om budgivare och målbolag kommit överens om att inleda överläggningar om ett eventuellt uppköpserbjudande eller om budgivaren gjort en utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för ett uppköpserbjudande eller en plan för erbjudandets genomförande.¹⁶ Vad som följde av den gamla regeln är förstås inte längre vägledande, men det är intressant att notera att insiderhandelsförbud enligt den regeln förmodligen i vissa fall inträdde tidigare än när insiderinformation anses ha uppkommit enligt MAR.^{17 18}

3 Marknadssonderingsreglerna inför ett uppköpserbjudande

Insiderinformation får inte olagligen röjas (se artikel 14 i MAR). Olagligt röjande av insiderinformation föreligger enligt artikel 10.1 i MAR när en person röjer insiderinformationen till en annan person *utom* då röjandet sker ”som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden”.¹⁹

För en budgivare är det ofta viktigt att redan innan uppköpserbjudandet offentliggörs veta att tongivande större aktieägare i målbolaget stöder erbjudandet. Ibland förvärvar budgivaren en eller flera aktieposter från större ägare i s.k. förfärrer (jfr punkten II.13 i takeover-reglerna) redan före erbjudandet. Vanligare är att budgivare före erbjudandets offentliggörande erhåller förhandsåtaganden att acceptera erbjudandet (s.k. *irrevocables*) från större ägare. Ibland får budgivaren

¹⁶ Se även prop. 1986/87:141 s. 10.

¹⁷ I Transatlantic-målet ansågs inte överläggningarna mellan budgivare och målbolag ha varit tillräckligt ”konkreta och målinriktade”, men insiderhandelsförbudet ansågs ändå ha inträtt eftersom ett ingående utrednings- och analysarbete hade utförts, se NJA 1994 s. 404 (Transatlantic) på s. 426.

¹⁸ Se, om situationerna att budgivarens intresse förutsätter stöd av målbolagets huvudägare eller att budgivaren gör sitt budintresse beroende av tillmötesgående på visst sätt av målbolagets styrelse, nedan not 21 i avsnitt 3 respektive vid not 47 i avsnitt 5.

¹⁹ Se även EU-domstolens dom av den 22 november 2005 i mål C-384/02, Grøngaard och Bang.

nöja sig med att större ägare inte gör några bindande dispositioner före budet, men att de likväl i förväg går med på att publikt uttala sig positivt om erbjudandet i samband med att det offentliggörs.

Gemensamt för dessa scenarier är att inget av dem kan inträffa om inte budgivaren vänder sig till den eller de större ägarna redan före det offentliga erbjudandet.²⁰ Ett sådant närmande blir vidare inte meningsfullt om budgivaren inte kan berätta vad som är i görningen. Under antagandet att insiderinformationstidpunkten passerats kommer därför sonderingen att medföra att aktieägaren ifråga blir innehavare av insiderinformation.²¹ Ibland sägs lite slarvigt att ägaren "blir insider". Detta får ske endast om det kan försvaras som ett tillåtet röjande av insiderinformation. Att genomföra sondering inför ett eventuellt uppköpserbjudande är ett typexempel på ett röjande som kan vara tillåtet. Men hur bör budgivaren gå tillväga vid genomförandet av sin sondering?

Bestämmelserna om marknadssonderingar i artikel 11 i MAR ger anvisningar i ämnet. Reglerna är tillämpliga bl.a. när ett noterat bolag sonderar terrängen med potentiella investerare inför en eventuell riktad nyemission eller när en ägare på motsvarande sätt sonderar med potentiella köpare av en större aktiepost inför en s.k. *bookbuilding*. Reglerna är enligt artikel 11.2 i MAR också tillämpliga vid sonderingar som genomförs av en potentiell budgivare inför ett eventuellt uppköpserbjudande, under förutsättning att:

a) informationen är nödvändig för att de parter som innehar värdepapperen ska kunna skapa sig en uppfattning om huruvida de är villiga att erbjuda dessa värdepapper, och

b) villigheten hos de personer som innehar värdepapperen att erbjuda dem är en rimlig förutsättning för beslutet att genomföra uppköpserbjudandet eller fusionen.

Reglerna är detaljerade.²² Innan information lämnas ska sonderingsmottagaren lämna sitt medgivande till att ta emot informationen. Vissa särskilda upplysningar ska lämnas till sonderingsmottagaren, bl.a.

²⁰ Se vidare avsnitt 4 nedan.

²¹ I vissa fall kan frågan om huruvida informationen om den eventuella transaktionen utgör insiderinformation vara beroende av sonderingsmottagarens svar. Anta t.ex. att målbolaget har en enskild, mycket stor kontrollerande aktieägare, kanske bolagets grundare tillika styrelseordförande. För många budgivare är det uteslutet att offentliggöra ett uppköpserbjudande utan att först ha säkerställt huvudägarens stöd. Det finns helt enkelt ingen potentiell transaktion om inte huvudägaren ställer sig positiv. Se Ventoruzzo & Mock (red.), *Market Abuse Regulation — Commentary and Annotated Guide*, 2017, s. 291.

²² Se även kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/960 av den 17 maj 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 avseende tekniska standarder för tillsyn vad gäller lämpliga arrangemang, system och förfaranden för marknadsaktörer som lämnar information vid genomförande av marknadssonderingar.

beträffande mottagarens sekretesskyldighet. Detaljerade dokumentationskrav gäller.

Enligt artikel 11.4 i MAR ska, vid tillämpningen av artikel 10.1 (om olagligt röjande, se ovan), röjande av insiderinformation som sker i samband med en marknadssondering anses ske som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden om den marknadsaktör som lämnar informationen följer marknadssonderingsbestämmelserna. Det rör sig således om ett slags *safe harbour* från röjandeförbudet.²³ Inga självständiga sanktioner är kopplade till marknadssonderingsbestämmelserna som sådana och det är fullt tänkbart att en sondering kan vara tillåten enligt artikel 10.1 även om den genomförs utan fullödlig tillämpning av artikel 11.²⁴ Det är visserligen klokt att iaktta artikel 11 om detta bedöms möjligt, men det är också viktigt att notera att förhållandena i ett enskilt fall mycket väl kan vara sådana att det i praktiken inte går att kontakta en viss ägare enligt det starkt formaliserade förfarande som förutsätts i artikel 11.²⁵

Att observera är vidare att sonderingsreglerna i artikel 11 inte är tillämpliga om *målbolaget* för egen del skulle vilja sondera med sina större ägare hur de skulle ställa sig till ett visst uppköpserbudande. Det utesluter inte att sådana sonderingar ändå kan vara motiverade och tillåtna.²⁶ ²⁷ När ett noterat bolag selektivt delar med sig av sin insiderinformation — inom ramen för en sondering eller annars — följer av artikel 17.8 i MAR att detta endast får ske om mottagaren är bunden av

²³ Se skäl 35 till MAR. Se även artikel 4.2 i MAD2. Det har hävdats att artikel 11.3 i MAR utgör en självständig förpliktelse vid sidan av *safe harbour*-konstruktionen, se t.ex. Market Abuse Regulation (EU MAR) Q&A (Updated 22 May 2018), Prepared by the City of London Law Society and Law Society Company Law Committees' Joint Working Parties on Market Abuse, Share Plans and Takeovers Code, del B fråga 5. Se vidare Ventrizzo & Mock (red.), Market Abuse Regulation — Commentary and Annotated Guide, 2017, s. 306 (jfr s. 291), och Klöhn, Marktmissbrauchverordnung, 2018, s. 367, 392, 395 och 398. — På liknande sätt är återköpsreglerna i artikel 5 i MAR en *safe harbour* från förbuden i artiklarna 14 och 15, se skäl 12 till MAR.

²⁴ Det förhållandet att den som sonderar förutsätts iaktta marknadssonderingsreglerna även när den information som lämnas vid sonderingen *inte* utgör insiderinformation är något udda, eftersom någon röjande av insiderinformation då definitionsmässigt inte sker. Att iaktta bestämmelserna också i sådana fall innebär dock att *safe harbour*-verkan erhålls även om sonderaren skulle visa sig ha gjort en felbedömning i insiderinformationsfrågan.

²⁵ Oavsett hur budgivaren planerar att gå tillväga gör budgivaren klokt i att kontrollera om de tänkta sonderingsmottagarna på sina webbplatser eller annars anvisar någon särskild kontaktperson eller lämnar några andra anvisningar i fråga om marknadssonderingar, jfr Esmå, Riktlinjer om MAR: Personer som mottar marknadssonderingar, november 2019.

²⁶ Se även handledningstexten till punkten 3.1 i Nasdaq Stockholms emittentregelverk, som bland exemplen på situationer där ett selektivt röjande av insiderinformation kan vara tillåtet nämner "information till större aktieägare ... vid sondering inför planerad nyemission".

²⁷ Det förekommer att såväl budgivare som målbolag önskar att, kort före budets offentliggörande, informera vissa nyckelpersoner, ägare eller andra intressenter om vad som komma skall. Syftet brukar anges vara att personerna i fråga "inte ska behöva läsa om saken i tidningen" och att det är en professionellt motiverad vänlig gest att ge personerna viss förhandsinformation kort före offentliggörandet. Enbart det anförda skälet torde emellertid mer sällan vara skäl nog för ett selektivt röjande av insiderinformation ens om det är kortfristigt.

konfidentialitet, jfr även artikel 11.6 d i MAR och se vidare avsnitt 7 nedan.

Det finns ingen regel av innebörd att högst ett visst antal personer får erhålla information om det eventuella uppköpserbjudandet. Erfarenhetsmässigt ökar dock läckagerisken (se vidare avsnitt 6 nedan) med antalet involverade personer och kretsen av personer bör självklart begränsas till ett minimum. Här kan erinras om den s.k. *six person rule* som tillämpas inom ramen för den brittiska takeover-koden.²⁸

4 Budgivarens positionsbyggande inför erbjudandet

Som berördes i föregående avsnitt vill en budgivare ofta bana väg för ett framgångsrikt uppköpserbudande genom att i förväg försäkra sig om att kunna förvärva större aktieägares aktier i målbolaget, ofta genom att skaffa s.k. *irrevocables* men ibland genom att helt enkelt förvärva aktierna redan före uppköpserbudandets lämnande. Det förekommer också att en budgivare inför ett uppköpserbudande vill köpa så många aktier över börs som budgivaren kan komma över, åtminstone upp till den första flaggningsgränsen (5 procent).^{29 30}

Har budgivaren ingen insiderinformation rörande målbolaget hindrar förstås inte förbudet mot insiderhandel budgivaren från att förvärva aktier i målbolaget. Under andra omständigheter uppkommer dock ett par frågor.

1. Anta att informationen om det eventuella uppköpserbudandet *har* nått insiderinformationstidpunkten. Hindrar redan den informationen, dvs. budgivarens vetskap om sitt eget eventuella uppköpserbudande, att budgivaren köper aktier i målbolaget?
2. Anta att budgivaren erhållit insiderinformation rörande målbolaget, t.ex. inom ramen för en *due diligence*-undersökning inför uppköpserbudandet? I vilken mån hindrar innehavet av sådan information att budgivaren köper aktier i målbolaget? Får budgivaren ens lämna ett uppköpserbudande om budgivaren har insiderinformation rörande målbolaget?

Svaret på den *första* frågan är nekande. Enbart budgivarens egen vetskap om att budgivaren överväger ett uppköpserbudande, dvs. att erbjuda sig att köpa aktier i målbolaget, hindrar inte att budgivaren köper aktier i målbolaget. Artikel 9.5 i MAR:

Vid tillämpningen av artiklarna 8 och 14 [dvs. förbudet mot insiderhandel] ska enbart det faktum att en person utnyttjar sin egen vetskap om att han eller hon har beslutat att förvärva eller avyttra finansiella instrument i

²⁸ Se den brittiska takeoverpanelens Practice Statement No. 20 Rule 2 — *Secrecy, possible offer announcements and pre-announcement responsibilities*, punkt 8.2, och t.ex. Ker-shaw, *Principles of Takeover Regulation*, 2016, s. 157 f.

²⁹ Flaggningsreglerna finns i 4 kap. lagen om handel med finansiella instrument.

³⁰ Om någon förvärvar aktier i sådan utsträckning att vederbörande når ett ägande som motsvarar tre tiondelar eller mer av röstetalet i bolaget utlöses budplikt (se 3 kap. LUA). Från budpliktsaspekter bortses i det följande.

samband med förvärv eller avyttring av de finansiella instrumenten, inte utgöra utnyttjande av insiderinformation.

Bestämmelsen ska läsas tillsammans med skäl 31 till MAR: ”Agerande på grundval av egna planer och strategier för handel bör inte betraktas som utnyttjande av insiderinformation.”

Om budgivaren *dessutom* har vetskap om, t.ex., att målbolagsstyrelsen ställer sig positiv och har beslutat att bevilja tillträde till en *due diligence*-undersökning, eller att en större ägare åtagit sig att acceptera erbjudandet, är informationsläget inte lika renodlat och tillämpligheten av artikel 9.5 därmed osäker.³¹ Ett vanligt förhållningssätt, som är tillrådligt för den budgivare som vill undvika att inträda i en gråzon, är att avbryta eventuella aktieförvärv från och med att budgivaren vänder sig till målbolaget med ett s.k. budbrev eller vänder sig till större aktieägare i målbolaget i sonderingssyfte.

Vid bedömningen av den *andra* frågan — angående budgivarens möjligheter att förvärva aktier i målbolaget trots innehav av annan insiderinformation rörande bolaget än enbart vetskapen om de egna förvärvsplanerna — kan budgivaren inte luta sig mot artikel 9.5. Utgångspunkten är tvärtom att sådana aktieförvärv är otillåtna. Det bör dock observeras att det likväl finns ett visst utrymme för en innehavare av insiderinformation att förvärva aktier *trots* informationsinnehavet. Exempelvis kan en budgivare i en förfärd förvärva aktier från en aktieägare i målbolaget trots att budgivaren har insiderinformation rörande målbolaget, under förutsättning att säljaren också har den informationen. I artikel 14 i MAR förbjuds insiderhandel. Enligt artikel 8.1 i MAR avses med insiderhandel att någon som förfogar över insiderinformation utnyttjar denna genom att för egen eller annans räkning direkt eller indirekt förvärva eller avyttra ett finansiellt instrument som informationen rör. Förbudet mot insiderhandel innebär alltså att det är otillåtet att *utnyttja* insiderinformationen. I skälen till MAR anges att det bör underförstås (presumeras) att en person som har insiderinformation och som utför eller försöker utföra en transaktion relaterad till denna information också utnyttjar insiderinformationen (skäl 24). Det klargörs dock samtidigt att denna presumtion inte påverkar personens rätt till försvar och möjlighet att påvisa att någon insiderinformation *inte* utnyttjades vid transaktionen.³² Synsättet bygger på EU-domstolens dom i Spector Photo-målet.³³ Frågan huruvida en person har överträtt eller försökt överträda förbudet mot insiderhandel bör enligt skälen till MAR bedömas mot bakgrund av syftet med MAR, dvs. att skydda finansmarknadernas integritet och att stärka investerarnas förtroende för dessa marknader. Detta förtroende bygger i sin tur på

³¹ Jfr Borgarting lagmannsretts (Norge) dom 2019-06-26 i mål nr LB-2018-26726 (Hexagon).

³² Jfr även den uttryckliga utnyttjandepresumptionsregeln i 2 kap. 2 § andra stycket lagen om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

³³ Se EU-domstolens dom av den 23 december 2009 i mål C-45/08, Spector Photo Group och Van Raemdonck.

att investerarna tillförsäkras likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation. Enkelt uttryckt anses alltså insiderinformation utnyttjas om den används på ett förtroendeskadligt sätt. De ändamålsresonemang som ligger bakom utnyttjanderekvisitet kommer till uttryck i de uttryckliga bestämmelserna i artikel 9 i MAR. Det är emellertid möjligt att undgå ansvar för insiderhandel även i andra situationer, dvs. uppräknningen av legitima beteenden i artikel 9 är i den meningen inte uttömmande.³⁴ Artikel 9 upptar några särskilda situationer där utnyttjandepresumtionen i Spector Photo inte gäller, men MAR upprätthåller samtidigt Spector Photo-principen såtillvida att även andra ageranden kan vara tillåtna om personen i fråga förmår bryta den utnyttjandepresumtion som då gäller. Det innebär bl.a. att transaktioner mellan s.k. likställda insiders (dvs. parter som har samma insiderinformation),³⁵ transaktioner mot insiderinformationens riktning (dvs. förvärv av finansiella instrument när informationen är ägnad att negativt påverka priset på instrumenten och vice versa),³⁶ och vederlagsfria transaktioner, är undantagna från det otillåtna området utan att det uttryckligen framgår av MAR.³⁷ ³⁸ Möjligheten att utan hinder av insiderhandelsförbudet handla mot insiderinformationens riktning kan dock i detta sammanhang lämnas därhän. Informationen om ett förestående uppköpserbjudande är normalt positivt kurspåverkande och då kan inte den möjligheten åberopas till stöd för att ett förvärv av aktier skulle vara tillåtet. Möjligheten att utan hinder av insiderhandelsförbudet förvärva aktier vederlagsfritt är normalt inte heller praktiskt relevant i här diskuterade sammanhang.

Beträffande budgivarens möjlighet att *lämna själva uppköpserbjudandet* trots innehav av insiderinformation tillhandahåller artikel 9.4 i MAR uttryckligen den erforderliga flexibiliteten:

4. Vid tillämpningen av artiklarna 8 och 14 ska enbart det faktum att en person förfogar över insiderinformation inte anses innebära att den personen har utnyttjat den informationen eller därmed har ägnat sig åt insiderhandel när en sådan person har fått den insiderinformationen i samband med genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande eller fusion med ett företag och använt den insiderinformationen endast i syfte att förverkliga denna fusion eller detta uppköp, förutsatt att vid den tidpunkt då företagets aktieägare godkänner fusionen eller uppköpserbjudandet all eventuell insider-

³⁴ Jfr Schmauch, EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. — en kommentar, 2018, s. 107.

³⁵ Se även EU-domstolens dom av den 10 maj 2007 i mål C-391/04, Georgakis.

³⁶ Se även undantaget i 2 kap. 2 § första stycket marknadsmissbrukslagen.

³⁷ Se vidare t.ex. Sjöman, Marknadsmissbruksdirektivets utnyttjanderekvisit, JT 2009–10 s. 672, Knuts, Insiderhandelsförbudet i Norden — efter Spector-avgörandet, JT 2010–11 s. 683, och prop. 2016/17:22 s. 271 f.

³⁸ MAR läst i ljuset av Spector Photo och Georgakis bör också innebära att det är möjligt att utan hinder av insiderhandelsförbudet förvärva aktier från en säljare som visserligen inte har samma (positiva) insiderinformation som köparen, men där säljaren gjorts medveten om att köparen har insiderinformation och säljaren förklarat sig acceptera detta (s.k. *big boy letter*). Jfr vad som i anknytande hänseende uttalades i kommentaren till punkten II.2 i takeover-reglerna i dess lydelse före februari 2015.

information har offentliggjorts eller att sådan information på annat sätt har upphört att utgöra insiderinformation.

Denna punkt ska inte tillämpas på positionsbyggande.

En budgivare som fått insiderinformation rörande målbolaget inom ramen för sin *due diligence*-undersökning kan alltså, utan hinder av den informationen, offentliggöra uppköpserbudandets. En förutsättning är dock att insiderinformationen blivit offentliggjord (eller annars upphört att utgöra insiderinformation) senast ”vid den tidpunkt då företags aktieägare godkänner ... uppköpserbudandets”. Bestämmelsens utformning är besynnerlig i denna del, eftersom den närmast synes utgå ifrån att det sker något slags omröstning bland målbolagets aktieägare beträffande om erbjudandet ska ”godkännas”. Såvitt avser ett offentligt uppköpserbudande enligt svenska regler får bestämmelsen, mot bakgrund av dess syfte att säkerställa att aktieägarna inte tar bindande ställning till erbjudandet på ofullständigt informationsunderlag, antas innebära i vart fall att en avgiven accept inte får bli bindande för den aktieägare som lämnat accepten om inte insiderinformationen dessförinnan offentliggjorts. När, närmare bestämt, den senast möjliga tidpunkten för offentliggörande infaller är dock oklart. För svenskt vidkommande lär emellertid frågan inte ställas på sin spets, eftersom punkten II.20 andra stycket i takeover-reglerna kräver att insiderinformationen offentliggörs ”så snart som möjligt”. I praktiken innebär detta att informationen normalt offentliggörs i direkt anslutning till uppköpserbudandets offentliggörande. För budgivaren är det typiskt sett angeläget att försäkra sig om att informationen offentliggörs redan vid denna tidiga tidpunkt, för att inte riskera att bli beroende av målbolagets informationsgivning i ett senare skede. Rimligtvis måste visserligen budgivaren ytterst kunna ta sig ur problemet genom att själv offentliggöra informationen,³⁹ men budgivaren har all anledning att undvika att en sådan situation alls uppkommer. Normalt torde även *målbolaget* ha ett intresse av att den insiderinformation som målbolaget lämnat till budgivaren blir offentliggjord så snart som möjligt, se bl.a. den i takeover-reglernas inledning angivna principen d).⁴⁰ Vidare rör det sig definitionsmässigt om insiderinformation som är föremål för ett uppskjutet offentliggörande (se härom avsnitt 5 nedan). Huruvida uppskjutandeförutsättningarna i artikel 17.4 i MAR förblir uppfyllda i en budsituation måste prövas efter omständigheterna i varje enskilt fall.

³⁹ Jfr Aktiemarknadsnämndens uttalanden 2004:31 (VLT) och 2004:09 (Hoist International) och se Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, Takeover-reglerna — en kommentar, 5 uppl. 2018, not 8 till punkten II.20. Artikel 9.4 i MAR måste bygga på samma synsätt. Annars skulle budgivarens efterlevnad av insiderhandelsförbudet i en budsituation vara beroende av hur tredje man (målbolaget) agerar vid en tidpunkt som infaller efter att budgivaren redan vidtagit sin bindande disposition (uppköpserbudandets lämnande).

⁴⁰ ”d) Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudandet eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionsätt snedvrids.”

Att bestämmelsen i artikel 9.4 inte innebär något utökat utrymme för en budgivare med insiderinformation att köpa aktier *utanför* uppköpserbudandets klargörs i artikelns andra stycke.^{41 42 43 44}

Att erhålla ett förhandsacceptåtagande är över huvud taget inte en sådan disposition som kan utgöra otillåten insiderhandel.

5 Målbolagets hantering av en budpropå

Som berörts i avsnitt 2 ovan utgör information om ett förestående uppköpserbudande normalt insiderinformation, men det är många gånger svårt att bedöma exakt *när* informationen övergår från att inte utgöra insiderinformation till att utgöra insiderinformation. För budgivaren är frågan av betydelse för att bedöma bl.a. sådana frågor som diskuterats i avsnitten 3 (marknadssonderingar) och 4 (positionsbyggande). För målbolaget aktualiseras frågor om målbolagets efterlevnad av de bestämmelser i MAR (och börsens emittentregelverk) som gäller för noterade bolag.^{45 46}

Författarens erfarenhet är att målbolag ofta försiktigtvis gör bedömningen att insiderinformation föreligger redan från och med erhållandet av budgivarens underhandspropå till målbolagets styrelse (det s.k. budbrevet). Per den tidpunkt den bedömningen görs åligger det

⁴¹ Med ”positionsbyggande” (s.k. *stakebuilding*) avses, enligt artikel 3.1.31 i MAR, ”ett förvärv av värdepapper i ett företag som inte ger upphov till en skyldighet enligt lag eller andra bestämmelser att lämna ett offentligt uppköpserbudande med avseende på det företaget”.

⁴² Möjligheterna för en budgivare att med hjälp av finansiella kontrakt bygga en position i målbolaget utan att faktiskt förvärva aktier diskuteras inte här. Se t.ex. Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, Takeover-reglerna — en kommentar, 5 uppl. 2018, not 12 till punkten II.13, med vidare hänvisningar.

⁴³ I takeover-reglerna (dåvarande punkten II.2) fanns tidigare ett särskilt handelsförbud som träffade budgivare som fått kurspåverkande information i *due diligence*-undersökningen. Bestämmelsen utmönstrades ur takeover-reglerna år 2015.

⁴⁴ I vad mån den (positiva) insiderinformation rörande målbolaget som budgivaren må ha erhållit från målbolaget kan anses konsumeras av det sedermera offentliggjorda (högre) uppköpserbudandet måste avgöras efter en bedömning av omständigheterna i det enskilda fallet. Se EU-domstolens dom av den 23 december 2009 i mål C-45/08, Spector Photo Group och Van Raemdonck, punkt 59, och Ventoruzzo & Mock (red.), Market Abuse Regulation — Commentary and Annotated Guide, 2017, s. 228 f.

⁴⁵ Budgivaren kan förstås själv vara ett noterat bolag och måste då ställa sig frågan om — och i så fall *när* — informationen om det planerade uppköpserbudandet utgör insiderinformation rörande *budgivarbolagets* aktier. Om det rör sig om insiderinformation rörande budgivaren måste *budgivaren* förstås för egen del iakttä de bestämmelser i MAR och andra börsregler som må vara tillämpliga. Vad budgivaren måste iakttä till följd av att informationen utgör insiderinformation rörande *målbolaget* (se avsnitten 3 och 4 ovan) gäller däremot oberoende av om budgivaren är noterad eller onoterad. På motsvarande sätt gäller att *målbolaget* oberoende av sin egen status har att iakttä de restriktioner (handelsförbud, röjandeförbud etc.) som följer av att informationen må utgöra insiderinformation rörande *budgivarbolaget*.

⁴⁶ Enligt punkten 3.4.1 i Nasdaq Stockholms emittentregelverk ska ett noterat bolag, som fått veta att ett offentligt uppköpserbudande avseende aktierna i bolaget planeras, underrätta börsen därom, om det finns ”skälig anledning att anta att planen kommer att realiseras”. Det är vanligt att målbolag hör av sig till börsen i ett relativt tidigt skede, ibland redan i nära anslutning till erhållandet av budbrev och ofta när målbolagets styrelse beslutat att bevilja budgivaren tillträde till genomförande av en *due diligence*-undersökning. Notifieringen till börsen har inget med MAR att göra.

målbolaget att antingen så snart som möjligt offentliggöra informationen eller, om förutsättningarna för detta är uppfyllda, besluta om uppskjutet offentliggörande av informationen (se artikel 17.1 och 17.4 i MAR). I så fall ska målbolaget också upprätta ett nytt avsnitt i sin insiderförteckning (loggbok) (se artikel 18.1 i MAR).

Det målbolag som försiktigtvis gör bedömningen att insiderinformation föreligger redan per erhållandet av ett budbrev från budgivaren kan visserligen knappast kritiseras. Därmed är dock inte sagt att en konservativare hållning inte också kan vara försvarbar. Anta t.ex. att budgivaren i budbrevet förklarar sig vara intresserad av att lämna det offentliga erbjudandet endast om målbolagets styrelse enhälligt ställer sig bakom det och rekommenderar aktieägarna att acceptera det redan i samband med dess offentliggörande (ett s.k. rekommenderat erbjudande). Under sådana förhållanden finns det inte, annat än om målbolagsstyrelsen ställer sig positiv, förutsättningar ens för att budgivare och målbolag ska gå vidare med *due diligence* eller andra förberedelser och diskussioner. Ätminstone om det under hand indikerade priset är så lågt att målbolagsstyrelsen genast, dvs. utan att närmare utvärderingsarbete erfordras, avvisar förslaget, finns det således inget potentiellt uppköpserbjudande. Då föreligger, kan hävdas, inte de ”faktiska utsikter” och övriga förutsättningar som krävs för att specificitetsrekvisitet ska anses uppfyllt och i vart fall kan på goda grunder antas att informationen inte uppfyller *the reasonable investor test*.⁴⁷ Om budgivaren sedermera skulle återkomma med ett förbättrat förslag, eller förklara sig trots allt vara beredd att gå vidare även utan styrelsens stöd, får saken prövas på nytt i ljuset av de nya förutsättningarna.

Anta nu åter att målbolaget gör bedömningen att budpropån utgör insiderinformation. Alternativet att så snart som möjligt offentliggöra informationen, dvs. att agera i enlighet med huvudregeln i artikel 17.1 i MAR, kommer i praktiken nästan aldrig i fråga. En budgivare är normalt mycket angelägen om att information om den eventuella transaktionen inte kommer ut redan på planeringsstadiet och brukar i budbrevet uttryckligen förklara att dennes intresse är villkorat av att så inte sker.⁴⁸ Informationsgivning i ett sådant skede löper alltså betydande risk att omintetgöra transaktionen med följd att aktieägarna inte alls får ett erbjudande att ta ställning till. Preliminärinformation av innebörden att ett uppköpserbjudande *kanske* kommer att lämnas riskerar vidare att vålla osäkerhet och uppståndelse på marknaden — snarare än att bringa någon reda eller medföra några andra angelägna fördelar i

⁴⁷ Se avsnitt 2 ovan och jfr, angående relevansen av en sonderingsmottagarens inställning till erbjudandet, not 21 i avsnitt 3 ovan.

⁴⁸ En annan sak är att en budgivares eventuella försök att i budbrevet ålägga målbolaget en *sekretesskyldighet* beträffande propån från budgivaren inte bör röna någon framgång. Dels kan målbolaget inte disponera över sina förpliktelser enligt MAR och börsens emittentregelverk genom att åta sig sekretess gentemot tredje man, dels har målbolaget ingen anledning att acceptera att dess frihet att informera marknaden efter vad bolaget bedömer lämpligt kringskärs (jfr punkten II.17a i takeoverreglerna).

informationshänseende — och är i så fall till föga gagn för en aktie-
marknad vars intresse av transparens typiskt sett anknyter till erhål-
lande av information som är av erforderlig substans och relevans.⁴⁹

Mot denna bakgrund är det av stor betydelse att ett noterat bolag
inte undantagslöst måste offentliggöra insiderinformation så snart den
uppkommer. Enligt artikel 17.4 i MAR får det noterade bolaget *skjuta
upp* offentliggörandet av insiderinformation, förutsatt att följande tre
villkor är uppfyllda:⁵⁰

- a) Omedelbart offentliggörande skadar sannolikt legitima intressen för emit-
tenten.
- b) Det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmän-
heten.
- c) Emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

Uppskjutandeförutsättningarna a) och b) är normalt uppfyllda i en
situation som den ovan skisserade.⁵¹ I händelse av informationsläckage
— se uppskjutandeförutsättning c) — ställer sig förstås saken annor-
lunda, se härom avsnitt 6 nedan.⁵²

Till reglerna om uppskjutet offentliggörande av insiderinformation
anknyter bestämmelserna om förande av insiderförteckning (s.k. logg-
bok) i artikel 18 i MAR.⁵³ Ett noterat bolag eller personer som handlar

⁴⁹ Jfr takeover-reglernas negativa inställning till offentliggörande av testballonger,
indikativa bud och andra s.k. *pre-announcements*, se bl.a. kommentarerna till punk-
terna II.1 och II.3 i takeover-reglerna.

⁵⁰ Före MAR fanns en liknande regel i det tidigare marknadsmissbruksdirektivet,
genomförd i Sverige genom en bestämmelse i 15 kap. 7 § i 2007 års lag om värde-
pappersmarknaden. Den tillämpades dock i praktiken mycket sällan, eftersom re-
gelverket därutöver ansågs innefatta en s.k. *realitetsprincip*. Realitetsprincipen inne-
bar, förenklat, att insiderinformation visserligen mycket väl kunde uppkomma i ett
visst skede av ett ännu icke fullbordat förlopp, men att offentliggörandeskyldighet
ändå inte inträdde förrän saken hade blivit en fullbordad realitet. Realitetsprinci-
pen avskaffades genom MAR. Någon avsikt att i grunden förändra börsbolagens in-
formationsgivning förelåg emellertid inte. Realitetsprincipens fundamentala bety-
delse för regelverkets funktion kom i stället att ersättas av uppskjutandemöjligheten
i artikel 17.4. — Enligt den tidigare uppskjutanderegeln i värdepappersmarknads-
lagen skulle marknadsplatsen underrättas när ett uppskjutande hade beslutats. Enligt
nuvarande ordning ska Finansinspektionen (inte marknadsplatsen) underrättas
och detta ska ske först vid offentliggörandet av den information som varit föremål
för ett uppskjutet offentliggörande, se artikel 17.4 sista stycket i MAR och 2 kap. 2 §
lagen med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning,
samt vidare avsnitt 8 nedan.

⁵¹ Se Esma, Riktlinjer om MAR: Uppskjutet offentliggörande av insiderinformation,
oktober 2016, punkt 8 a. Jfr punkt 9 i riktlinjerna.

⁵² En annan sak är att det är viktigt att göra skillnad mellan informationsläckage och
rykten, se avsnitt 6 nedan.

⁵³ Det finns ingen uttrycklig länk mellan uppskjutanderegeln i artikel 17.4 och logg-
boksbestämmelserna i artikel 18, men reglernas utformning och inbördes förhål-
lande ger vid handen att skyldigheten att öppna ett nytt loggboksavsnitt med avse-
ende på viss insiderinformation uppkommer först i det ögonblick bolaget väljer att
inte tillämpa huvudregeln i artikel 17.1 (offentliggörande så snart som möjligt) utan
i stället (om förutsättningarna härför är uppfyllda) väljer att skjuta upp offentliggö-
randet. Se även Schmauch, EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. — en kom-
mentar, 2018, s. 196ö (jfr s. 226ö). Den som har tillgång till insiderinformation un-
der den normalt mycket korta tiden ("så snart som möjligt") mellan insider-

på dess vägnar eller för dess räkning ska enligt artikel 18.1 i MAR upprätta en förteckning ”över alla personer som har tillgång till insiderinformation, och som arbetar för dem, genom anställningskontrakt eller på annat vis utför uppgifter genom vilka de har tillgång till insiderinformation, såsom rådgivare, revisorer eller kreditvärderingsinstitut (insiderförteckning)”.⁵⁴

Ett vanligt missförstånd rör vilka individer som ska tas in i loggboken. Det är inte det noterade bolagets ansvar att loggboksföra motparter och andra utomstående, t.ex. personer på budgivarsidan. I loggboken ska enbart upptas individer på den egna sidan, dvs. anställda, styrelseledamöter, rådgivare etc.^{55 56}

Målbolagsstyrelsens rekommendation till aktieägarna enligt punkten II.19 i takeover-reglerna är inte en sådan investeringsrekommendation som avses i artikel 20 i MAR.⁵⁷

6 Informationsläckage

Om ett noterat bolag gjort bedömningen att insiderinformation som rör bolaget föreligger och enligt artikel 17.4 i MAR beslutat om uppskjutet offentliggörande måste bolaget fortlöpande övervaka att uppskjutandeförutsättningarna alljämt är uppfyllda. Om så upphör att vara fallet kan ett uppskjutande av informationens offentliggörande inte längre upprätthållas och ett pressmeddelande måste släppas.

I artikel 17.7 i MAR anges vad som i och för sig följer redan av artikel 17.1 jämförd med artikel 17.4, nämligen att när den tredje uppskjutandeförutsättningen i artikel 17.4 (att konfidentialitet kan säkerställas) inte är uppfylld ska emittenten så snart som möjligt offentliggöra insiderinformationen i fråga.

I artikel 17.8 anges vidare att om en emittent selektivt röjer insiderinformation till en utomstående ska informationen offentliggöras samtidigt, eller så snart som möjligt om det rör sig om ett oavsiktligt röjande. Undantag görs endast om mottagaren är skyldig enligt lag eller

informationens uppkomst och dess offentliggörande enligt artikel 17.1 är förstås ändå underkastad insiderhandelsförbud, röjandeförbud etc.

⁵⁴ Se även kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/347 av den 10 mars 2016 om fastställande av tekniska standarder för genomförande med avseende på det exakta formatet för insiderförteckningar och för uppdatering av insiderförteckningar i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

⁵⁵ En annan sak är att ett noterat bolag som genomför en marknadssondering eller annars selektivt delar med sig av sin insiderinformation, t.ex. till en budgivare, ändå bör hålla noggrann överblick över vem som får informationen. Se artikel 11.5 andra stycket i MAR, kommentaren till punkten II.20 i takeover-reglerna och vidare avsnitt 7 nedan. Det är dock i dessa fall inte fråga om förande av insiderförteckning i den mening som avses i artikel 18 i MAR.

⁵⁶ Se, beträffande rådgivares självständiga skyldigheter i loggbokshänseende, Esma, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), mars 2019, frågorna 10.1 och 10.2.

⁵⁷ Se t.ex. Market Abuse Regulation (EU MAR) Q&A (Updated 22 May 2018), Prepared by the City of London Law Society and Law Society Company Law Committees' Joint Working Parties on Market Abuse, Share Plans and Takeovers Code, del A fråga 32.

avtal att inte röja informationen.⁵⁸ En ytterligare förutsättning är att den selektiva informationsgivningen inte strider mot røjandeförbudet i artikel 10.

Om insiderinformationen läcker måste det noterade bolaget alltså informera marknaden så snart som möjligt. Detta gäller oavsett hur informationen kommit i orätta händer.

En hjälpsam distinktion som har brukat göras i detta sammanhang är den mellan "läckage" och "enbart rykten/spekulation", varvid omedelbar informationsgivning erfordras om bedömningen är att insiderinformation läckt ut, medan så inte är fallet om det som cirkulerar enbart är rykten eller spekulationer utan indikationer på läckage. Frågor i anledning av rykten eller spekulation bemöts, vid behov, med det korta konstaterandet att "vi kommenterar aldrig rykten".

I MAR (artikel 17.7 andra stycket) används en något annorlunda terminologi, som utgår ifrån ett det finns olika slags rykten och att offentliggörande krävs även i händelse av ett rykte som är "tillräckligt tydligt för att påvisa att det inte längre kan säkerställas att informationen förblir konfidentiell." Någon skillnad i sak jämfört med den traditionella distinktionen innebär dock detta sannolikt inte. Om ett "rykte" är så träffsäkert och omständigheterna i övrigt är sådana att det sammantaget föranleder slutsatsen att insiderinformation har kommit ut, så är det ju i själva verket fråga om ett läckage.⁵⁹

I de beredskapsåtgärder som målbolaget måste vidta vid beslut om uppskjutet offentliggörande ingår — såväl i budsituationer som annars — att förbereda ett s.k. läckagepressmeddelande.⁶⁰

Vissa regler av relevans i läckagesituationer finns även utanför MAR.⁶¹

⁵⁸ Av regelns utformning torde följa att det inte är tillfyllest att ett røjande träffas av røjandeförbudet i artikel 10.

⁵⁹ Skyldighet att avbryta ett uppskjutet offentliggörande inträder inte redan av den anledningen att *risk* för läckage föreligger. Vid uppskjutet offentliggörande finns alltid en risk för läckage, jfr Schmauch, EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. — en kommentar, 2018, s. 213.

⁶⁰ Se artikel 4.1 c ii kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014. — Även utan samband med läckage av insiderinformation kan omständigheterna i exceptionella fall bli sådana att det noterade bolaget i praktiken ändå måste lämna en klargörande kommentar i pressmeddelandets form. MAR kan knappast läggas till grund för någon sådan skyldighet, men punkten 3.3.14 i Nasdaq Stockholms emittentregelverk ger börsen möjlighet att, om den anser att "särskilda omständigheter orsakar väsentlig osäkerhet gällande emittenten eller prissättningen av emittentens finansiella instrument", kräva att det noterade bolaget offentliggör "den ytterligare information som börsen anser är nödvändig för att kunna tillhandahålla rättvis och välordnad handel i de finansiella instrumenten." Det kan vara lämpligt att det noterade bolaget har viss beredskap även för sådan informationsgivning.

⁶¹ Se 2 kap. 2 § andra stycket LUA om budgivarens upplysningsskyldighet till Finansinspektionen vid offentliggörande av information om ett planerat uppköpserbjudande. Se vidare punkten II.3 i takeover-reglerna. Att observera är att takeover-reglerna i detta hänseende inte tar sikte på informationsgivning från målbolaget.

7 Målbolagets informationslämnande till budgivaren

Offentliggörandet av ett uppköpserbjudande föregås, som berörts ovan, nästan alltid av att budgivaren granskar viss information som målbolaget tillhandahåller på budgivarens begäran (en *due diligence*-undersökning). En bestämmelse om vad målbolaget har att iaktta finns i punkten II.20 i takeover-reglerna och målbolagets informationslämnande kan också ha aktiebolagsrättsliga implikationer.⁶² I ett *MAR-perspektiv*, dvs. det perspektiv som anläggs i denna uppsats, är emellertid den information som målbolaget låter budgivaren få del av intressant endast i den mån den utgör insiderinformation.

Målbolaget får lämna insiderinformation till tredje man, t.ex. en potentiell budgivare, endast om informationslämnandet inte kommer i konflikt med förbudet mot röjande av insiderinformation (se artikel 10.1 i MAR och, vidare om röjandeförbudet, ovan avsnitt 3). Att ett målbolag ger en seriös budgivare tillträde till viss insiderinformation för att bana väg för ett uppköpserbjudande som målbolagets styrelse bedömer vara attraktivt för aktieägarna att få ta ställning till, är dock närmast skolexempelmässigt ett tillåtet förfogande. Frågan vållar därmed i praktiken sällan några problem. Även Nasdaq Stockholms emittentregelverk erinrar om saken och nämner just informationsdelning med en potentiell budgivare som ett exempel på vad som kan vara tillåtet:

I speciella fall, där information ges som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åläggande [se artikel 10.1 i MAR] och den person som mottar informationen är skyldig att inte röja den [se artikel 17.8 i MAR] kan dock information lämnas ut innan offentliggörandet till sådana personer som aktivt deltar i beslutsprocessen eller till följd av sin yrkesroll tar del i arbetet med att ta fram informationen. Det kan exempelvis avse information till större aktieägare eller tilltänkta aktieägare vid sondering inför planerad nyemission, till rådgivare som emittenten anlitar för t.ex. prospektarbete inför en planerad emission eller annan affär av större omfattning, till tilltänkt budgivare eller målbolag i samband med förhandlingar om uppköpserbjudande, till s.k. ratinginstitut inför kreditvärdering eller till kreditgivare inför viktiga kreditbeslut.⁶³

När ett noterat bolag selektivt delar med sig av sin insiderinformation — t.ex. inom ramen för en budgivares *due diligence*-undersökning inför ett eventuellt uppköpserbjudande — följer av artikel 17.8 i MAR att detta endast får ske om mottagaren är bunden av konfidentialitet.⁶⁴ Som konstaterats ovan (avsnitt 5) ingår inte personer på budgivarsidan

Bestämmelsen riktar sig till *budgivaren* och tillhandahåller en möjlighet (inte en skyldighet) att göra avsteg från huvudregeln om att s.k. *pre-announcements* inte är tillåtna. I kommentaren till bestämmelsen erinras även om målbolagets förpliktelser som noterat bolag.

⁶² Se Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, Takeover-reglerna — en kommentar, 5 uppl. 2018, II.20, med vidare hänvisningar.

⁶³ Se handledningstexten till punkten 3.1 i emittentregelverket.

⁶⁴ Se även kommentaren till punkten II.20 i takeover-reglerna.

i den krets som målbolaget ska föra insiderinförteckning (loggbok) över.⁶⁵

8 Erbjudandets offentlighöörande

Om budgivaren är ett onoterat bolag och inte fått någon insiderinformation rörande målbolaget har budets offentlighöörande inte några särskilda implikationer för budgivaren enligt MAR (jfr ovan avsnitt 4).⁶⁶

Om budgivaren genomfört en marknadssondering inför erbjudandet förutsätter artikel 11.6 i MAR att sonderingsmottagarna notifieras om att den information de mottagit inte längre utgör insiderinformation.⁶⁷

I sammanhanget, men utanför MAR:s ramar, kan erinras om budgivarens skyldighet enligt 2 kap. 1 § LUA att innan erbjudandet lämnas åta sig gentemot börsen att följa takeover-reglerna och underkasta sig börsens sanktioner, samt budgivarens anknytande skyldighet enligt 2 kap. 2 LUA att i samband med att budet offentliggörs informera Finansinspektionen om erbjudandet och åtagandet gentemot börsen.⁶⁸

När insiderinformation som varit föremål för ett uppskjutet offentliggöörande sedermera offentliggörs åligger det börsbolaget att underrätta Finansinspektionen om att så varit fallet.⁶⁹ Eftersom skyldigheten att offentliggöora insiderinformation enligt artikel 17.1 i MAR — och möjligheten att skjuta upp offentliggöörandet enligt artikel 17.4 — endast åvilar noterade bolag omfattas inte budgivaren (i den egenskapen) av några sådana skyldigheter. Budgivaren ska därmed inte heller infoga någon särskild "MAR-etikett" i pressmeddelanden som innehåller insiderinformation.⁷⁰

Om viss insiderinformation, t.ex. information om ett nära förestående uppköpserbjudande, upphört att utgöra insiderinformation finns inte längre någon offentliggöörandeskyldighet enligt artikel 17.1 och därmed inte heller någon underrättelseskyldighet till Finansinspek-

⁶⁵ Av punkten II.20 i takeover-reglerna (se kommentaren till den bestämmelsen) följer dock en skyldighet för målbolaget att dokumentera vad som lämnas ut, till vilka personer det skett och när informationen lämnats ut. En vanlig ordning är att målbolaget i det sekretessavtal som träffas med budgivaren inför *due diligence*-undersökningens påbörjande ålägger budgivaren att föra förteckning över vilka på budgivar sidan som erhåller information och att förse målbolaget med den förteckningen på begäran. Se vidare not 55 i avsnitt 5 ovan.

⁶⁶ Hur information ska offentliggööras i en budsituation, inklusive att informationen också ska tillställas Aktiemarknadsnämnden, regleras i punkten I.4 i takeover-reglerna.

⁶⁷ Jfr strax nedan som "stängning" av målbolagets loggbok.

⁶⁸ Nasdaq Stockholm ser gärna att åtagandet ges in till börsen några dagar före budets offentliggöörande.

⁶⁹ Se artikel 17.4 sista stycket i MAR och 2 kap. 2 § lagen med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning.

⁷⁰ Jfr, för de noterade bolagens vidkommande, artikel 2.1 b i kommissionsförordningen 2016/1055. — Att även budgivaren vid offentliggööranden i en budsituation ska iaktta punkten I.4 i takeover-reglerna, inklusive att ange "vid vilken tidpunkt [information] lämnades för offentliggöörande samt kontaktperson och telefonnummer", är en annan sak.

tionen.⁷¹ En särskild fråga är hur ett målbolag ska förhålla sig till det sagda i samband med offentliggörandet av ett uppköpserbjudande. I anslutning till budgivarens offentliggörande av sitt erbjudande offentliggör målbolaget antingen målbolagsstyrelsens rekommendation till ägarna eller ett kort pressmeddelande som refererar till uppköpserbjudandet och informerar om att styrelsen kommer att återkomma med sin rekommendation. Ett sätt att se på saken är att informationen i målbolagets pressmeddelande har upphört att utgöra insiderinformation i samband med budgivarens budoffentliggörande några minuter tidigare, och att målbolagets pressmeddelande därför inte ska förse med någon MAR-etikett och Finansinspektionen inte underrättas om det tidigare uppskjutna offentliggörandet. Det är svårt att invända mot det synsättet — annat än, förstås, om målbolagets pressmeddelande innehåller någon annan insiderinformation som inte redovisats i budgivarens budpressmeddelande. Likväl väljer många målbolag att, inte minst eftersom budgivarens och målbolagets offentliggöranden ofta i princip är samtidiga, MAR-etikettera sina pressmeddelanden och underrätta Finansinspektionen. Även det förhållningssättet måste vara godtagbart.

När insiderinformation som varit föremål för uppskjutet offentliggörande och därmed förande av insiderförteckning (loggbok) upphör att vara insiderinformation, t.ex. genom att ett planerat uppköpserbjudande offentliggörs, ska det noterade bolaget också uppdatera sin insiderförteckning i enlighet därmed. Ibland sägs att loggboken ”stängs”, vilket i praktiken innebär att det aktuella avsnittet i insiderförteckningen avslutas genom att kolumnen ”Upphörd” fylls i med datum och klockslag för var och en av de införda personerna. Det är vanligt och ofta lämpligt — men inte ett krav enligt MAR — att de som införts i loggboken informeras om att den avslutats.

9 Stängd period i en uppköpssituation

Det är vanligt att personer i ledande ställning i målbolaget också är aktieägare i målbolaget och därmed också för egen del mottagare av uppköpserbjudandet. Sådana personer måste iakttä det handelsförbud som enligt artikel 19.11 i MAR gäller under s.k. stängda perioder trettio kalenderdagar före finansiella rapporter från målbolaget.⁷²

Handelsförbudet är absolut, dvs. det är knutet till innehav av viss befattning och gäller oberoende av om individen i fråga faktiskt har tillgång till insiderinformation. Enligt artikel 19.12 i MAR kan dock undantag från förbudet under vissa omständigheter beviljas av det noterade bolaget.⁷³

⁷¹ Se Esmā, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), mars 2019, fråga 5.2.

⁷² Se, ang. s.k. insynsrapportering, avsnitt 10 nedan.

⁷³ Ett sådant undantag utgör i så fall ett undantag från just trettiodagarshandelsförbudet men ger givetvis inte den som innehar insiderinformation något undantag från förbudet mot insiderhandel, se skäl 61 till MAR och Esmā, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), mars 2019, fråga 7.8. Inte heller

12. Utan att det påverkar tillämpningen av artiklarna 14 och 15 får en emitent tillåta en person i ledande ställning hos denne att handla för egen räkning eller för tredje parts räkning under en stängd period som avses i punkt 11, antingen

a) från fall till fall på grundval av exceptionella omständigheter, såsom allvarliga finansiella svårigheter, som kräver omedelbar försäljning av aktier, eller

b) på grund av särdragen för den handel som sker med anledning av transaktioner som utförs inom ramen för eller är relaterade till aktieoptions- eller sparprogram för anställda, aktierelaterade villkor eller rätter eller transaktioner där det underliggande intresset i det berörda värdepappret inte ändras.

Till undantagsbestämmelsen i artikel 19.12 anknyter artiklarna 7–9 i kommissionsförordningen 2016/522.⁷⁴

En situation som kan aktualisera undantag är att acceptfristen för ett lämnat uppköpserbjudande sammanfaller med en stängd period före en finansiell rapport från målbolaget. Det framstår mot bakgrund av handelsförbudets skyddssyften inte som motiverat att en person i ledande ställning ska vara förhindrad att acceptera ett uppköpserbjudande i samband med att acceptfristen löper ut.⁷⁵ Undantagsmöjligheten i artikel 19.12 a i MAR har tillämpats i sådana fall. Enligt artikel 7.2 i kommissionsförordningen ska i dessa fall undantagsprövningen grundas på en motiverad skriftlig begäran. Undantag får beviljas enbart om omständigheterna för den planerade transaktionen anses vara exceptionella (artikel 8.1 i kommissionsförordningen). Personen i ledande ställning måste visa att den planerade transaktionen inte kan utföras vid en annan tidpunkt än under den stängda perioden (artikel 7.1 b i kommissionsförordningen).

Anta nu att acceptfristen bara *delvis* sammanfaller med en stängd period och att personerna i ledande ställning *kan* avge sina accepter innan den stängda perioden inträtt. Innebär det att transaktionen ”kan utföras vid en annan tidpunkt än under den stängda perioden” och att undantag därför inte får beviljas, och då f.ö. inte heller erfordras? Mycket talar för att svaret är jakande. För att handelsförbudet ska fylla sin funktion bör det hindra att ledningspersoner *vidtar värdepappersdispositioner* under stängda perioder. När transaktionen sedermera blir *verkställd* bör vara av underordnad betydelse. Den aktieöverlåtelse-

innebär det något undantag från skyldigheten att insynsrapportera transaktionen, se vidare avsnitt 10 nedan, eller, t.ex., från eventuell flaggningsskyldighet.

⁷⁴ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/522 av den 17 december 2015 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller undantag för vissa tredjeländers offentliga myndigheter och centralbanker, indikatorer på marknadsmanipulation, tröskelvärden för offentliggörande, den behöriga myndigheten för anmälningar av uppskjutna offentliggöranden, tillstånd att handla under stängda perioder och typer av anmälningspliktiga transaktioner för personer i ledande ställning.

⁷⁵ Jfr, angående ledningspersoners teckning med stöd av tilldelade teckningsrätter i företrädesemission, Finansinspektionens Frågor och svar om handelsförbud (senast ändrat 2018-06-28), fråga 1.6. Jfr även fråga 1.7.

aktion som kan bli följden av en accept av ett uppköpserbjudande bör därför anses strida mot handelsförbudet om stängd period råder vid den tidpunkt då ledningspersonen vidtar den frivilliga disposition som (utan att han eller hon behöver vidta några ytterligare åtgärder) leder till den ifrågavarande transaktionen, dvs., kort sagt, när accepten avges. Det bör dock också observeras att en accept normalt får återkallas (dvs. inte är bindande) till dess att budgivaren offentliggjort att samtliga fullföljandevillkor som budgivaren ställt upp (och förbehållit sig rätten att frånfalla) uppfyllts eller acceptfristen löpt ut (se punkten II.8 i take-over-reglerna). Om man skulle fästa avseende vid *bundenhetstidpunkten* för accepten skulle emellertid frågan huruvida en ledningspersons accept av ett uppköpserbjudande kommer i konflikt med handelsförbudet bli beroende av omständigheter som ledningspersonen inte råder över och som inträffar efter att den egna dispositionen (accepten) vidtagits. Klargörande rättspraxis eller annan auktoritativ vägledning saknas.

En fråga på samma tema är hur handelsförbudet ska tillämpas när en person i ledande ställning avger ett förhandsacceptåtagande avseende ett kommande uppköpserbjudande. Med ovan förespråkats synsätt bör ett förhandsacceptåtagande inte få avges när stängd period råder. Huruvida stängd period råder vid den senare tidpunkt då åtagandet infrias genom att accept avges, eller när aktieöverlåtelsetransaktionen faktiskt inträffar, bör däremot sakna betydelse för handelsförbudets vidkommande.⁷⁶

Om en ledningsperson i stället gör en s.k. föraffär med budgivaren redan innan uppköpserbjudandet offentliggörs är det dock givetvis avtalstidpunkten för den affären som avgör om den skett inom eller utom en stängd period.

En implikation av det sagda är att tidsplaneringen för en sådan föraffär — liksom tidpunkten för avgivandet av ett förhandsacceptåtagande — kan erbjuda en svårbemästrad utmaning. Det är nämligen vanligt att budgivare och målbolag föredrar att ett uppköpserbjudande offentliggörs samtidigt som eller i nära anslutning till offentliggörandet av en finansiell rapport från målbolaget, så att det finansiella informationsunderlaget är så färskt som möjligt när budet läggs. Anta t.ex. att erbjudandets offentliggörande planeras till dag 0, vilket också är den schemalagda dagen för en delårsrapport från målbolaget. En ledningsperson kan då inte, som annars är brukligt, ingå sitt föraffärsaktieöverlåtelseavtal (eller göra sitt förhandsacceptåtagande) på kvällen dag -1. Sådana dispositioner skulle nämligen komma i konflikt med trettio-dagarshandelsförbudet. Budgivaren är å andra sidan inte utan vidare beredd att offentliggöra sitt erbjudande utan att ha de framförhandlade föraffärerna eller acceptåtagandena på plats. En lösning kan då

⁷⁶ Se t.ex. Market Abuse Regulation (EU MAR) Q&A (Updated 22 May 2018), Prepared by the City of London Law Society and Law Society Company Law Committees' Joint Working Parties on Market Abuse, Share Plans and Takeovers Code, del A fråga 4 och del B frågorna 8 och 9. Se även artikel 9.3 i MAR.

vara att låta delårsrapporten offentliggöras på morgonen dag 0 (precis som planerat), varefter aktieöverlåtelseavtal eller accepttåtaganden omedelbart ingås, följt av omedelbart offentliggörande av uppköps-erbjudandet. Allt detta kan ske under samma minut på morgonen dag 0, så länge det sker i rätt ordningsföljd. Modellen kan tyckas vara — och är — tämligen konstruerad, men i avsaknad av tydligt stöd för att undantag från handelsförbudet kan beviljas, eller att en mer normal tågordning på annan grund kan godtas, är det oklokt av ledningspersonen att vidta sin disposition under stängd period och därmed riskera att anses ha överträtt handelsförbudet.

10 Insynsrapportering

Som diskuterats i föregående avsnitt måste personer i ledande ställning i målbolaget iaktta trettiogardarshandelsförbudet före finansiella rapporter om inte undantag erhålls. Personer i ledande ställning — och deras närstående — måste därutöver rapportera de transaktioner de gör i värdepapper utgivna av det bolag där de är befattningshavare (se artikel 19.1 i MAR). Dessa regler, om s.k. *insynsrapportering*, är undantagslösa inom sitt tillämpningsområde och gäller därför också t.ex. vid avyttringar i budsituationer, även om de skulle genomföras på grundval av ett beviljat undantag från trettiogardarshandelsförbudet.⁷⁷

Om en ledningsperson i en budsituation avyttrar aktier över börs eller annars, gäller som vanligt att insynsrapportering ska ske senast tre affärsdagar från transaktionsdagen.⁷⁸ Mindre självklart är från vilken tidpunkt tredagarsfristen räknas när en ledningsperson avyttrar aktier genom att *acceptera* uppköpserbjudandet. En åtskillnad måste därvid göras mellan villkorade och ovillkorade uppköpserbjudanden. Om budgivaren ställt upp villkor för uppköpserbjudandets fullföljande och förbehållit sig rätten att frånfalla dessa, vilket är mycket vanligt,⁷⁹ uppkommer inget avtal om aktieöverlåtelse mellan budgivaren och en aktieägare som accepterat erbjudandet förrän villkoren uppfyllts eller budgivaren efter acceptfristens utgång meddelat att samtliga villkor fullföljts eller frånfallits (fullföljandedagen). Rapporteringsfristen kan då inte börja löpa förrän vid den tidpunkten.⁸⁰ I ett sanktionsärende avseende för sen insynsrapportering vid accept av ett uppköpserbjudande har Finansinspektionen och förvaltningsrätten dock godtagit uppgift, styrkt genom en avräkningsnota, om att transaktionen genom-

⁷⁷ I tillägg till insynsrapporteringsreglerna och trettiogardarshandelsförbudet måste ledningspersoner förstås också, när de har insiderinformation, respektera förbudet mot insiderhandel och vad som i övrigt gäller för envar som har tillgång till insiderinformation.

⁷⁸ Se artikel 19.3 i MAR och 2 kap. 4 § lagen med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning.

⁷⁹ Erbjudanden pga. reglerna om budplikt i 3 kap. LUA får villkoras endast av erhållande av erforderliga myndighetstillstånd (se punkten II.21 i takeover-reglerna).

⁸⁰ Annorlunda förmodligen vid prövning av när en viss disposition måste vidtas för att inte komma i konflikt med trettiogardarshandelsförbudet, se avsnitt 9 ovan.

fördes först två dagar *efter* fullföljandedagen.⁸¹ Förmodligen var det per denna senare dag som den s.k. apportreserveringen av de aktier som omfattades av accepten upphörde och aktierna flyttades till budgivarens konto.

Ett förhandsåtagande om att acceptera ett uppköpserbudande utlöser inte i sig någon insynsrapportering, utan så blir fallet (sedan åtagandet infriats) först när erbjudandet blir ovillkorat enligt vad som beskrivits strax ovan.⁸²

11 Avslutning

Sedan MAR började gälla fullt ut sommaren 2016 har förordningsbestämmelserna tillämpats i samband med åtskilliga uppköpserbudanden. Som brukligt när nya regler introduceras är det först i praktisk tillämpning som eventuella oklarheter och andra brister framträder tydligt. Det är också först då som det blir tydligt vilka de verkliga praktiska tillämpningsutmaningarna är och, omvänt, vilka frågor som måhända på sin höjd är teoretiskt intressanta. Ovanstående framställning visar att en uppköpssituation aktualiserar tillämpning av flera bestämmelser i MAR, såväl för budgivaren som för målbolaget och i viss mån för andra aktörer. Det råder ingen tvekan om att tolkningen och tillämpningen av MAR i dessa hänseenden fortfarande erbjuder vissa utmaningar. Att eliminera dem är knappast görligt, men den fortsatta utvecklingen kan förväntas gradvis skapa ytterligare klarhet och stadga på området.⁸³

⁸¹ Se Förvaltningsrättens i Stockholm dom 2019-05-15 i mål nr 16464-18 (Roos).

⁸² Se, om villkorade insynstransaktioner, artikel 10.2 i kommissionsförordningen 2016/522.

⁸³ I någon mån skulle också den kommande obligatoriska översynen av förordningen (se artikel 38) kunna innebära vissa klarlägganden.