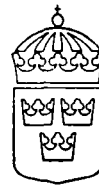


Regeringens proposition

1986/87:141

om ändringar i lagen (1985:571) om
värdepappersmarknaden



Prop.
1986/87:141

Regeringen föreslår riksdagen att anta de förslag som har tagits upp i bifogade utdrag ur regeringsprotokollet den 26 mars 1987.

På regeringens vägnar

Kjell-Olof Feldt

Bo Holmberg

Propositionens huvudsakliga innehåll

I propositionen föreslås ändringar i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden. Ändringarna har till syfte att mera effektivt än för närvarande motverka skadlig insiderhandel under den tid då ett offentligt uppköpserbjudande av aktierna i ett aktiemarknadsbolag (börsbolag och OTC-bolag) förbereds.

I dag inträder förbud för insiders att handla eller ge någon annan tips om handel med aktier vid den tidpunkt då frågan om ett offentligt erbjudande väcks i det erbjudande företagets styrelse. Förbudet omfattar handel med aktier både i erbjudande aktiemarknadsbolag och i det bolag, vars aktier det planerade erbjudandet gäller. Det föreslås att förbudet skall inträda redan då det hos det erbjudande företaget vidtagits någon åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande.

I fall då bestämmelserna om förbud mot insiderhandel kan antas ha överträtts får bankinspektionen i utredningssyfte begära in uppgifter av den som kan antas ha gjort överträdelsen, samt de av samgåendet berörda bolagen med moderföretag. Lagförslaget innehåller bestämmelser att bankinspektionen i sådana fall skall få begära in uppgifter även av fondkommissionärer och av dem som kan antas ha bedrivit aktiehandel, föranledd av otillåtet insidertips.

Lagförslaget i denna proposition har granskats av lagrådet. Propositionen innehåller därför tre huvuddelar: lagrådsremissen (s. 5), lagrådets yttrande (s. 35) och föredragande statsrådets ställningstagande till lagrådets synpunkter, m. m. (s. 36). Den som vill ta del av samtliga skäl för lagförslaget måste därför läsa alla tre delarna.

Lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs att 7, 9 och 24 §§ lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Har en svensk juridisk person beslutat att till en vidare krets lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag eller har frågan om ett sådant erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet, gäller följande. Den som fått kännedom om beslutet eller den väckta frågan i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller försäljning innan erbjudandet offentliggjorts eller den väckta frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall motsvarande gälla beträffande köp eller försäljning och föranledande till köp eller försäljning av aktie i detta bolag.

Föreslagen lydelse

7 §¹

Har det hos en svensk juridisk person vidtagits någon åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag gäller följande. Den som fått kännedom om en sådan förberedande åtgärd i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller försäljning innan erbjudandet offentliggjorts eller frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall motsvarande gälla beträffande köp eller försäljning och föranledande till köp eller försäljning av aktie i detta bolag. En förberedande åtgärd som nu sagts skall alltid anses ha vidtagits när

1. frågan om offentligt erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet,

2. företrädare för den juridiska personen kommit överens med företrädare för aktiemarknadsbolaget om att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande, eller

3. den juridiska personen gjort eller låtit göra en utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för ett offentligt erbjudande eller en

¹ Senaste lydelse 1986:313.

Första stycket gäller även annan fysisk person som känner till *beslutet eller den väckta frågan* och som har andelar eller aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget, om innehavet utgör minst fem procent av samtliga sådana andelar eller aktier eller har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av rösterna för samtliga sådana andelar eller aktier.

Vid beräkningen av innehav enligt andra stycket skall de andelar eller aktier som ägs av den som är andels- eller aktieägaren närstående enligt 11 § första stycket 1–3 räknas med. Även lott i samfällt aktie- eller andelsinnehav skall räknas med på det sätt som sägs i 4 § fjärde stycket.

9 §²

Bestämmelserna i 7 och 8 §§ gäller inte

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

2. för befattningshavare hos fondkommissionär i fråga om utfärdande, köp eller försäljning av aktieoption för fondkommissionärens räkning, om fondkommissionären i särskilt avtal utfäst sig att på begäran ange kurser på aktieoptioner och att till dessa kurser utfärda, köpa eller sälja aktieoptioner.

Bestämmelserna utgör inte heller hinder för

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

2. köp av annat än aktieoption då omständigheten är ägnad att sänka kursen eller försäljning av annat än aktieoption då omständigheten är ägnad att höja kursen,

3. försäljning av aktier som tillhör ett konkursbo,

4. innehavare av aktieoption att, den dag optionens löptid går ut, lösa de aktier optionen avser eller sälja optionen,

5. utfärdare av aktieoption att i samband med lösen sälja eller köpa de aktier som optionen avser,

6. köp, i fall som avses i 7 §, för den juridiska personens räkning av aktie i aktiemarknadsbolaget.

24 §

Om det finns anledning anta att en bestämmelse i 7 § eller 8 § överträtts, får bankinspektionen begära in uppgifter i utredningssyfte. Inspektionen får begära in sådana uppgifter av

1. den som finns anledning anta har gjort överträdelsen,

1. den som *det* finns anledning anta har gjort överträdelsen,

² Senaste lydelse 1986:313.

2. det aktiemarknadsbolag vars aktier överträdelsen gäller,
3. den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,
4. moderföretaget till det aktiemarknadsbolag som avses i 2 eller till den juridiska person som avses i 3.

4. moderföretaget till det aktiemarknadsbolag som avses i 2 eller till den juridiska person som avses i 3,

5. *fondkommissionär,*

6. *någon annan som köpt eller sålt aktie i aktiemarknadsbolag, om det finns anledning anta att köpet eller försäljningen föranletts av otillåtet råd eller därmed jämförlig åtgärd som avses i 7 eller 8 §.*

Finns det anledning anta att någon har överträtt andra bestämmelser i denna lag och är överträdelsen belagd med straff, får bankinspektionen i utredningssyfte också infordra uppgifter av denne.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 1987.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 12 mars 1987.

Närvarande: statsministern Carlsson, ordförande, och statsråden Feldt, Sigurdson, Gustafsson, Hjelm-Wallén, Peterson, S. Andersson, Bodström, Göransson, Gradin, Dahl, R. Carlsson, Holmberg, Hellström, Wickbom, Johansson, Hultström, G. Andersson, Lönnqvist

Föredragande: statsrådet Johansson

Lagrådsremiss om ändringar i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden (VPL) innehåller bl. a. bestämmelser med förbud mot s. k. insiderhandel med aktier. Med aktier jämställs i detta sammanhang vissa andra värdepapper samt aktieoptioner. I 7 § behandlas det fall att en svensk juridisk person aktualiserar ett offentligt uppköpserbudande (take-over-bid) av aktierna i ett aktiemarknadsbolag, dvs. ett aktiebolag med aktier inregistrerade på Stockholms fondbörs eller med aktier som handlas på OTC-marknaden. Alltifrån det att frågan om erbjudande väcks i den juridiska personens styrelse och fram till dess att erbjudandet offentliggörs råder förbud för personer med viss anknytning till berörda bolag att handla med aktier i såväl det erbjudande bolaget som i det bolag erbjudandet gäller (målbolaget) och även att föranleda andra till sådan handel.

Bankinspektionen har i en skrivelse till regeringen den 27 november 1986 föreslagit att 7 § ändras så att förbud mot insiderhandel inträder på ett tidigare stadium, redan i och med att den juridiska personen vidtagit någon förberedelseåtgärd för ett uppköpserbudande. I skrivelsen har bankinspektionen också föreslagit ändring av lagens 24 § som innehåller bestämmelser om inspektionens rätt att begära in upplysningar i utredningssyfte.

Bankinspektionens skrivelse, som har remissbehandlats, bör fogas som *bilaga 1* till protokollet i detta ärende. En sammanställning av remissyttrandena har upprättats inom finansdepartementet och bör fogas som *bilaga 2* till protokollet i ärendet.

Riksdagen har hos regeringen begärt en vidare översyn av förhållandena på värdepappersmarknaden (NU 1986/87:4, rskr.20). Det har därvid förutsetts att utredningsarbetet bl. a. skall omfatta en översyn av reglerna om insiderhandeln. I utskottsbetänkandet har framhållits, att det kan visa sig erforderligt att någon fråga utreds i särskild ordning.

Det förslag till ändringar i lagen om värdepappersmarknaden som jag nu lägger fram syftar till att på grundval av bankinspektionens skrivelse den 27 november 1986 och remissutfallet skärpa förbudet mot insiderhandel

med aktier under den tid ett offentligt förvärvserbjudande förbereds. Dessutom föreslår jag vissa ändringar i lagens 24 §.

2 Bakgrund

De i Sverige gällande förbudsbestämmelserna mot insiderhandel i vissa fall har till ändamål att motverka det agerande på värdepappersmarknaden, som innebär att personer med viss ställning i eller anknytning till ett företag utnyttjar sin konfidentiella, kursdrivande företagsinformation till egen fördel (jämför prop. 1984/85:157 s. 26). Sådan insiderhandel anses skadlig och ägnad att rubba förtroendet för värdepappersmarknaden.

Fram till dess lagen om värdepappersmarknaden trädde i kraft den 1 oktober 1985 fanns bestämmelser till skydd mot missbruk av förtrolig företagsinformation i lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. Dessa bestämmelser föreskrev endast skyldighet för personer med viss anknytning till ett börsbolag att anmäla eget och vissa närståendes innehav av aktier m. m. i bolaget. Ett väsentligt syfte med den nya lagen om värdepappersmarknaden var att skadlig insiderhandel mera effektivt skulle motverkas. 8 § 2 innehåller således generella bestämmelser om att vissa företagsanknutna personer – angivna i 6 § – vilka fått förtrolig information om någon omständighet, som, när den blir allmänt känd, uppenbart är ägnad att väsentligt påverka aktiekursen, inte får handla med eller ge tips om handel med aktier i bolaget. I 7 § förbjuds insiderhandel för en vidare personkrets i det fall ett offentligt uppköpserbjudande aktualiseras beträffande ett aktiemarknadsbolag. Alltifrån det frågan om offentligt erbjudande väckts i styrelsen för eller hos någon annan beslutande i den erbjudande juridiska personen och fram till dess erbjudandet offentliggörs eller frågan förfallit råder förbud för insiderhandel. Förbudet gäller aktier i såväl målbolaget som ett erbjudande aktiemarknadsbolag. 28 § VPL stadgar böter eller fängelse i högst sex månader för den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet bryter mot förbud enligt 7 eller 8 §. För uppsåtligt brott som är grovt kan dömas till fängelse i högst två år.

Vid tillkomsten av lagen om värdepappersmarknaden ifrågasattes, med avseende på bestämmelsen i 7 §, om förbudet borde inträda först från det frågan om erbjudande väckts i beslutande organ. Det gjordes därvid gällande att frågan om ett offentligt erbjudande kunde ha diskuterats och i realiteten avgjorts långt innan den togs upp i styrelsen. Förbudsbestämmelsens anknytning till tidpunkten för styrelsebehandlingen kom dock att betingas av bl. a. rättsäkerhetsskäl och av bedömningen att ett så konstruerat förbud skulle fungera tillfredsställande.

Det ankommer på bankinspektionen att övervaka efterlevnaden av lagen om värdepappersmarknaden. Enligt 24 § VPL får bankinspektionen, i syfte att undersöka om någon överträdelse av 7 eller 8 § förekommit, begära in uppgifter av involverade juridiska personer samt av den som det finns anledning anta har överträtt bestämmelserna. Vitesföreläggande får enligt 27 § användas gentemot de juridiska personerna om de inte fullgör sin upplysningsskyldighet. Såvitt gäller de juridiska personerna kan, enligt

3 Bankinspektionens skrivelse

I den inledningsvis nämnda skrivelsen har bankinspektionen föreslagit att 7 § VPL ändras så att den tidpunkt, från vilken insiderhandel med aktier i målbolaget är förbjuden, tidigareläggs. Förslaget har motiverats med att ett handelsförbud relaterat till styrelsebehandlingen av frågan om ett uppköpserbjudande inte är verkningfullt. Beslutsprocessen i uppköpsfrågan har nämligen mestadels visat sig vara sådan, att styrelsen först på ett sent stadium föreläggs planerna om förvärvserbjudande. Bankinspektionen har redovisat fyra fall av uppköpserbjudande som visar att styrelsebehandling har ägt rum i nära anslutning till börsstopp och offentligt erbjudande. Eftersom det i de flesta fall redan före styrelsebehandlingen torde stå klart att ett uppköpserbjudande skall komma till stånd är det, enligt bankinspektionens mening, helt nödvändigt att vidga tillämpningsområdet för 7 §. Inspektionen har ansett den lämpligaste lösningen vara att förbudsbestämmelsen görs tillämplig redan från det att en förberedelseåtgärd för uppköpserbjudande vidtagits i det erbjudande företaget.

En motsvarande skärpning av förbudet för handel med aktier i ett erbjudande aktiemarknadsbolag är enligt bankinspektionen inte motiverad. För att den legitima handeln med sådana aktier inte onödigtvis skall försvåras, har föreslagits att den skall regleras av den allmänna förbudsbestämmelsen i 8 § första stycket 2.

Bankinspektionen har i sin skrivelse också föreslagit ändring i 24 § VPL. Bankinspektionen säger sig vid sina undersökningar ha funnit indikationer på insiderspekulation i förestående kursuppgång. Det har då inte varit fråga om personer som omfattats av lagens förbudsbestämmelser, utan om sådana som kunnat antas ha fått s. k. insidertips. Så länge bankinspektionen saknar befogenhet att begära in uppgifter av dem som föranletts till aktieköp av en insider, är inspektionen förhindrad att fullt ut undersöka ett ifrågasatt otillåtet insiderförfarande. Enligt förslaget bör därför den frågerätt som bankinspektionen har enligt 24 § utsträckas till att omfatta sådana andrahandsinformerade aktörer (internationellt benämnda tippees).

Fondkommissionärerna har enligt 21 § VPL en skyldighet att lämna bankinspektionen uppgift om innehållet i upprättade avräkningsnotor. Eftersom det kan finnas behov av ytterligare upplysningar med avseende på insideraffärer, bör enligt förslaget den uppgiftsskyldiga kretsen i 24 § utökas även med fondkommissionärer.

Bankinspektionen har föreslagit att varken vitesföreläggande eller straffansvar skall kunna komma i fråga för de nytillkomna upplysningsspersonerna.

Praktiskt taget alla remissinstanser har anslutit sig till bankinspektionens uppfattning att nuvarande förbudsbestämmelser i 7 § VPL inte tillräckligt effektivt förmår motverka insidertransaktioner i tiden före offentliga förvärvserbjudanden. Man har också allmänt välkomnat eller godtagit ett tidigareläggande av den tidpunkt från vilken handelsförbud för insiders skall gälla. Några remissinstanser har dock ifrågasatt om förhållandena i någon avgörande mån försämrats i förhållande till dem som var kända vid lagens tillkomst, och om det således finns tillräckliga skäl att göra ändringar i lagen så kort tid efter dess tillkomst. Den invändning som annars allmänt framförts går ut på att bankinspektionen med den föreslagna utformningen av 7 § inte i tillräcklig mån beaktat rättssäkerhetsintresset. Det använda begreppet "förberedelseåtgärd" anses alltför vagt för att kunna tas till utgångspunkt för ett förbud som är straffsanktionerat. Dessa remissinstanser menar att det bör tydligare anges under vilka förutsättningar och därmed vid vilken tidpunkt förbudet inträder. Om kriterierna inte kan preciseras i lagtexten bör i vart fall klargöranden ske i motiven.

Bankinspektionens förslag till särreglering av insiderhandel med aktier i det erbjudande bolaget har föranlett få kommentarer i sak. Den lagtekniska lösningen har däremot mött viss kritik. Bl. a. har det ifrågasatts om 8 § i praktiken ger vidare möjligheter till handel än de föreslagna reglerna i 7 §. Det har också anmärkts att bankinspektionens hänvisning till 8 § skapar osäkerhet om vilken personkrets som omfattas av förbudet för handel med aktier i erbjudande bolag.

Den föreslagna utvidgningen av kretsen upplysningspersoner i 24 § har i huvudsak tillstyrkts eller lämnats utan erinran.

5 Föredragandens överväganden

5.1 Tidpunkten för insiderförbudets inträde

Då frågan om skärpning av 7 § VPL aktualiseras är det av vikt att effektivitetshänsyn i lagtillämpningen vägs mot de krav som rättssäkerheten ställer. Å ena sidan skall förbudsreglerna så långt möjligt förhindra att den som sitter inne med särskild information om ett förestående uppköpserbjudande utnyttjar sin kunskap till handel för egen vinning. Målsättningen måste här vara att insidern skall avstå från all befattning med aktierna i berörda bolag, så snart han fått sådan information som, då den blir känd, kan komma att påverka kursen. Å andra sidan måste gränser sättas för det område inom vilket ett förbud råder. Den enskilde skall kunna förutse huruvida hans aktietransaktioner vid ett visst tillfälle är straffbara eller ej.

Vissa remissinstanser har ifrågasatt om det finns tillräckligt vägande skäl för ändringar i lagen så kort tid efter dess tillkomst. Det har hävdats att det påtalade förfarandet, med styrelsebehandling först på ett sent stadium, varit känt då förbudsbestämmelsen utformades. Vidare har anmärkts att

bankinspektionens redovisning inte ger klara belägg för att insidermissbruk förekommit.

Bankinspektionens erfarenheter visar att styrelsebehandlingen av en uppköpsfråga ofta äger rum i ett sent skede och att det dessförinnan finns utrymme för initierade att spekulera i det förvärvserbjudande som med säkerhet kommer att genomföras. Beskrivningen av detta beslutsförfarande som det normala har inte mött någon invändning vid remissbehandlingen av bankinspektionens skrivelse. Det har i stället allmänt uttalats att förhållandena i och för sig motiverar effektivare insiderregler.

Det står därför enligt min mening klart att 7 § i dag ger ett otillräckligt skydd mot ej godtagbara insideraffärer.

Det är i sig inte till nackdel i detta sammanhang att tiden mellan styrelsebehandlingen av en uppköpsfråga och dess offentliggörande tenderar att krympa. Detta innebär nämligen att den kurspåverkande bolagsinformationen under längre tid kan begränsas till ett fåtal personer. Risken för läckage minskar alltså. Med denna beslutsmodell är det å andra sidan möjligt för de invigda att tillgodogöra sig vinster av den kurshöjning som nästan alltid blir resultatet av ett offentligt erbjudande. Eftersom en sådan spekulering är praktiskt taget riskfri för insidern, måste det befaras att missbruk kommer att ske.

Mot den bakgrund som nu tecknats bör en skärpning av 7 § VPL övervägas.

Som inledningsvis nämnts har en vidare översyn av förhållandena på värdepappersmarknaden initierats. Jag ser det inte som uteslutet att reformarbetet kan komma att resultera i en ny utformning av insiderlagstiftningen i stort, ett system som ligger närmare de betydligt mer långtgående och generella regleringar som vissa andra länder i dag tillämpar mot insiderspekulation. En sådan regelanpassning kan f.ö. visa sig angelägen som en följd av värdepappershandelns ökade internationalisering. Innan den nämnda översynen slutförts bör inga andra ingrepp i den nuvarande regelkonstruktionen ske än sådana som är omedelbart påkallade. Den praxis i förfarandet vid uppköpserbjudanden som nu uppmärksammas och de därmed förbunda möjligheterna till insiderspekulation riskerar att redan på kort sikt allvarligt rubba förtroendet för börshandeln. Enligt min mening måste lagstiftningsåtgärder i denna del redan nu vidtas. Jag avser därför att ta upp frågan om ett tidigareläggande av förbudspunkten i 7 § och därutöver endast bankinspektionens förslag om vissa ändringar i 24 §. De ytterligare reformförslag som några remissinstanser aktualiserat, bl. a. om utvidgning av insiderkretsen och omdisposition av 7 och 8 §§, får behandlas i det större sammanhanget.

Bankinspektionen har föreslagit att förbudsbestämmelsen i 7 § görs tillämplig redan från det att en förberedelseåtgärd för uppköpserbjudande vidtagits i det erbjudande företaget. Denna lagtekniska lösning har mött kritik från många remissinstanser. Genomgående har man invänt att ett så allmänt angivet förbudskriterium inte i tillräckligt hög grad tillgodoser rättssäkerhetsintresset.

Även jag anser att förberedelsebegreppet måste preciseras bättre för att kunna tas till utgångspunkt för ett kriminaliserat förbud. Till en början

måste det redan i lagtexten göras klart, att idéskisser och allmänna utkast till ekonomisk analys och diskussionstrevare normalt inte skall konstituera något förbud att handla med aktier. Sådana tidiga uppslag är ju typiskt sett ointressanta för aktiekurserna. Men så snart förberedelserna fått en sådan karaktär att de med fog kan förväntas leda till ett offentligt erbjudande bör i princip ett förbud slå till. Åtgärderna skall med andra ord vara såväl konkreta som målinriktade. Hovrätten för Nedre Norrland har förordat en förtydligande komplettering av lagtexten, innebärande att insiderförbudet börjar gälla när det vidtagits en förberedelseåtgärd "som syftar till och är ägnad att leda till" ett offentligt erbjudande. Enligt min mening innebär ett sådant tillägg en väl avvägd precisering av förutsättningarna för handelsförbudets inträde.

För klarhets skull kan det vara lämpligt att redan i lagtexten exemplifiera huvudregeln med tre typfall, då förbud under alla förhållanden skall inträda. Först kan lämpligen nämnas det förbudskriterium som gäller i dag. Oavsett om planerna på ett offentligt erbjudande tagit fastare form måste de anses högintressanta och kurspåverkande om de tagits upp i styrelse eller annat beslutande organ.

Ett andra fall då den kritiska förberedelsepunkten måste anses vara uppnådd är då initiativ tagits till ett s. k. vänskapligt bud. Då det gått dithän att företrädare för en juridisk person kommit överens med företrädare för ett aktiemarknadsbolag om att inleda överläggningar som direkt syftar till ett offentligt erbjudande skall insiderhandel vara förbjuden. Jag vill understryka att det skall vara fråga om ändamålsbestämda överläggningar. Samtal som ägt rum mer eller mindre av en tillfällighet och som innefattar till intet förpliktande sonderingar angående intresset för ett företagssamgående skall inte utlösa något insiderförbud. Det bör vidare anmärkas att till "företrädare" inte skall hänföras endast behöriga firmatecknare, utan även andra anställda eller fristående konsulter som agerar enligt givna direktiv.

En tredje typsituation tar i första hand fasta på det s. k. fientliga budet, dvs. ett offentligt erbjudande som lämnas utan föregående överläggningar med det tilltänkta målbolagets företrädare. I det fall det erbjudande bolaget, eller någon annan på bolagets uppdrag, gjort antingen en utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för ett offentligt erbjudande eller en plan för erbjudandets genomförande skall en förberedelseåtgärd i lagens mening anses vidtagen. Löst skisserade kalkyler och liknande uppslag skall som nämnts inte i sig föranleda ett förbud, men en promemoria eller ett instrument, som kan läggas till grund för en allmän uppskattning av de finansiella och marknadsmässiga konsekvenserna av ett samgående, bör alltid utlösa förbudet.

Med den lagtekniska lösning jag föreslagit borde det för de berörda aktörerna ytterst sällan behöva uppkomma någon tvekan om förbudspunkten uppnåtts eller ej. Jag vill ändå ta upp några gränsdragningsfrågor i situationer som inte kan hänföras till något av de tre nyss nämnda typfallen.

Som jag framhållit måste förbudsregeln bygga på huvudtanken att förtroelig information inte skall få utnyttjas för privat aktiehandel, så snart det

med fog kan antas att ett offentligt erbjudande kommer att realiserats. Härav följer bl. a. att enskilda initiativ på lägre nivå i företagsstrukturen i allmänhet inte skall utlösa förbud. För att så skall ske bör normalt krävas att utredningsdirektiven kan härledas till någon ledningsfunktion på i vart fall en avdelning med ansvar för utvecklingsfrågor. Har sådana direktiv utgått bör insiderhandeln avbrytas när utredningsarbetet avsatt resultat som skäligen – eventuellt i kombination med andra faktorer – kan antas leda till ett förvärvserbjudande. Har frågan om ett samgående väckts direkt av företagens eller koncernens verkställande ledning, bör ett sådant initiativ vanligen ses som en indikation på att ett offentligt bud är förestående. I sådant fall bör alltså redan själva initiativet normalt ge anledning till förbud.

För närvarande gäller enligt 7 § samma förbudsregler för insiderhandel med aktier i målbolag och erbjudande aktiemarknadsbolag. Bankinspektionen har anfört att den föreslagna ändringen av förbudsbestämmelsen alltför mycket skulle beskära möjligheten till handel med aktier i det erbjudande bolaget. I expansiva företag kan ofta uppkomma frågor om samgående med andra bolag. Skulle ett förbud mot handel med det "egna" erbjudande bolagets aktier föreligga så snart utredning förekom om uppköp av aktier i *något* aktiemarknadsbolag, kunde det som temporärt avsedda förbudet i vissa fall kunna få karaktär av permanent förbud. Mot bakgrund av dessa synpunkter har bankinspektionen föreslagit en relativ uppmjukning av 7 § såvitt gäller det erbjudande bolagets aktier. Enligt inspektionen är det lämpligast att låta den allmänna förbudsbestämmelsen i 8 § ta över regleringen av rätten till handel med dessa aktier. Bankinspektionens förslag i denna del har inte föranlett några väsentliga erinringar i sak. Flera remissinstanser har dock varit kritiska emot att aktiehandeln i erbjudande bolag och målbolag behandlas i olika lagrum. Det har bl. a. ifrågasatts om förbudsrekvisitet i 8 § faktiskt ger vidare ramar för laglig handel med erbjudande bolags aktier. Vidare har framkommit tvekan om vilken personkrets som skulle omfattas av insiderförbudet avseende det erbjudande bolagets aktier.

Redan osäkerheten i sistnämnda hänseende gör att jag inte är beredd att godta bankinspektionens förslag i denna del. Jag vill även ifrågasätta om det finns sakliga skäl för skilda förbudsrekvisit. Även om insiderhandeln vid en uppköpsituation i första hand koncentreras på köp av målbolagets aktier, vars blivande uppköpskurs med större säkerhet kan uppskattas, påverkas också det erbjudande bolagets aktier typiskt av ett förvärvserbjudande. Det finns därför fog för restriktioner även vad gäller insiderhandel med dessa aktier.

Mitt nyss beskrivna förslag till ändring av reglerna i 7 § innebär i förhållande till bankinspektionens förslag en viss precisering av de förbudsgrundande förberedelseåtgärderna. Bestämmelserna bör göra det möjligt för en insider att bedöma när handelsförbud råder. Om uppköpsförhandlingar strandar eller en utredning om offentligt erbjudande av någon annan anledning läggs ner bör det vara i de berörda bolagens intresse att snarast avbryta handelsförbudet genom att förklara att frågan om samgående förfallit. Farhågorna för att det skulle kunna uppkomma ett permanent

handelsförbud med avseende på det erbjudande bolagets aktier är därför enligt min mening överdrivna. Jag kan sammanfattningsvis inte nu se tillräckliga skäl för en särskild reglering av insiderhandel med aktier i erbjudande bolag.

Nämnden för aktiemarknadsfrågor har i sitt remissvar bl. a. anmärkt att förbudet i 7 § för insiders att handla för annans räkning träffar även den handel som sker för det erbjudande bolagets räkning. Enligt nämndens mening strider detta mot de ändamålsöverväganden som ligger bakom bestämmelsen. Om en arbets- eller uppdragstagare hos det erbjudande bolaget inte skulle ha laglig rätt att handla för bolagets räkning, skulle en konsekvens vara att ett förfarande som regelmässigt tillämpas vid offentliga erbjudanden inte skulle vara tillåtet. Vad nämnden hänsyftar på är de särskilda överenskommelser mellan det erbjudande bolaget och någon aktieägare i målbolaget vilka sägs normalt föregå ett offentligt erbjudande. Denna ordning är förutsatt i de rekommendationer som Näringslivets börskommitté 1971 utfärdat rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Punkt II. 4. av dessa rekommendationer anger att om det inom ett bolags styrelse allvarligen övervägs ett samgående med annat bolag och om det i anslutning därtill träffas överenskommelse med viss eller vissa aktieägare i det andra bolaget om förvärv av aktier, ett därmed till tid och syfte sammanhängande generellt erbjudande till övriga aktieägare får ske endast på villkor som är minst likvärdiga med villkoren i den tidigare överenskommelsen.

Jag vill för min del klargöra att förbudsbestämmelserna i 7 § inte har till syfte att lägga hinder i vägen för de aktieköp som det erbjudande bolaget gör för att jämna vägen för ett offentligt erbjudande. Det förtjänar dock påpekas att en sådan aktiehandel redan i dag kan stå i konflikt med 7 § i så måtto att säljarna kan vara insiders på målbolagssidan. Jag är inte beredd att nu föreslå några särskilda bestämmelser, betingade av intresset att främja eller underlätta det erbjudande bolagets förvärv av målbolagsaktier innan det offentliga erbjudandet sker. Om några särskilda olägenheter yppas till följd av den föreslagna skärpningen av insiderreglerna i 7 §, så förutsätter jag att förhållandena uppmärksammas vid den allmänna översyn av lagstiftningen som skall ske.

Riksskatteverket har ifrågasatt om inte samtliga förberedelseåtgärder såväl som alla informerade personer borde obligatoriskt dokumenteras. Jag bedömer det dock inte som realistiskt att i lagen ta in ett krav på en sådan fullständig dokumentation.

5.2 Vidgad frågerätt för bankinspektionen

I dag gäller enligt 24 § VPL att bankinspektionen får begära in uppgifter i utredningssyfte, om det finns anledning anta att insiderbestämmelserna i 7 eller 8 § har överträtts. Uppgifter får begäras in av erbjudande bolag och målbolag samt av deras moderföretag, vidare av den som antas ha gjort överträdelsen. Frågerätten är nödvändig för att bankinspektionen skall kunna fullgöra sin skyldighet att övervaka insiderreglernas efterlevnad.

I det fall det kan förmodas att en insider handlat genom bulvan eller i

övrigt genom ett otillåtet tips föranlett någon annan till aktiehandel är frågerättsinstitutet ett otillräckligt utredningsinstrument. Den som kan misstänkas för sådan handel är ju inte personligen straffansvarig och han är inte åtkomlig för upplysningar om sitt agerande med mindre en polisutredning satts i gång. Jag finner det otillfredsställande att bankinspektionens undersökningsmöjligheter är på detta sätt inskränkta inom ett område där riskerna för ett kringgående av förbudet mot insiderhandel är uppenbara.

Bankinspektionen har påpekat att det möjligen skulle kunna inge betänkligheter utifrån integritetshänsyn, om dessa andrahandsinformerade personer skulle fogas till kretsen upplysningspersoner i 24 § VPL. Inspektionens förslag, som i denna del överensstämmer med mitt eget, har anpassats efter dessa överväganden. Det skall således framhållas att frågerätten får utövas mot de ifrågavarande personerna endast om det föreligger särskilda indicier på att insidertips utnyttjats. Enbart den omständigheten att en person agerat på marknaden vid ett tillfälle då förbud mot insiderhandeln varit rådande är alltså inte en tillräcklig förutsättning. Till detta kommer att den utvidgade frågerätten, enligt mitt förslag, inte skall kunna förenas med vitesföreläggande. Straffansvar bör inte heller kunna utkrävas av denna kategori upplysningspersoner.

Jag föreslår således att frågerätten enligt 24 § VPL utsträcks att omfatta dem som kan antas ha bedrivit aktiehandel, föranledd av otillåtet råd från en insider.

Fondkommissionärer har för närvarande skyldighet enligt 21 § VPL att lämna uppgift till bankinspektionen om de avräkningsnotor som upprättats. För övervakningen av insiderförhållandena kan det finnas behov av kompletterande upplysningar om exempelvis de närmare handelsinstruktioner som fondkommissionären fått av sin uppdragsgivare. Jag förordar därför att även fondkommissionärer skall omfattas av bankinspektionens frågerätt enligt 24 §. Inte heller fondkommissionärerna bör kunna drabbas av vites- eller straffpåföljd.

6 Upprättat lagförslag

I enlighet med det anförda har i finansdepartementet upprättats ett förslag till lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

Förslaget bör fogas till protokollet i detta ärende som *bilaga 3*.

7 Hemställan

Jag hemställer att lagrådets yttrande inhämtas över lagförslaget.

8 Beslut

Regeringen beslutar i enlighet med föredragandens hemställan.

KUNGL. BANKINSPEKTIONEN 1986-11-27
Allmänna avdelningen
Direktör Göran Svensson

Finansdepartementet

Ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

Förslag

Bankinspektionen föreslår att 7 § lagen om värdepappersmarknaden ändras så att den blir tillämplig så snart en svensk juridisk person inlett förberedelse för att lämna ett förvärvserbjudande. Genom en sådan lagändring blir det möjligt att ingripa mot s. k. insiderspekulation som skett innan frågan om förvärvserbjudande tagits upp i den juridiska personens styrelse. Enligt förslaget skall bestämmelsen gälla beträffande aktier som avses med förvärvserbjudandet. Frågan om tillåtligheten av handel med aktier i det erbjudande bolaget regleras enligt förslaget i den allmänna förbudsbestämmelsen i 8 §.

Bankinspektionen föreslår vidare att 24 § ändras så att inspektionen även får begära in uppgifter av den som kan antagas ha föranletts till sådan handel med aktier som en insider inte får göra själv. Därigenom får man en effektivare kontroll av eventuellt förekommande otillåten tipsning och handel genom bulvaner. Härutöver föreslås, att inspektionen också i insiderärenden får begära in uppgifter från fondkommissionär.

Bankinspektionens lagförslag framgår av *bilaga I*.

Bankinspektionen är angelägen om att detta ärende beredes så, att lagändringen kan träda i kraft snarast möjligt.

Allmänt om förbudsbestämmelserna

Lagen om värdepappersmarknaden trädde i kraft den 1 oktober 1985. Dess 7 § innefattar förbud att under vissa omständigheter handla med aktier då ett s. k. take-over-bid aktualiserats. Bestämmelsen är endast tillämplig på erbjudanden som görs av svensk juridisk person och som riktar sig till aktieägarna i ett aktiemarknadsbolag. Frågan om erbjudande skall ha väckts i den juridiska personens styrelse eller hos annan som kan fatta beslut om erbjudandet för att förbudet skall gälla. Den personkrets som omfattas av förbudet är arbetstagare eller uppdragstagare hos något av de involverade företagen eller hos något av dessa företags moderföretag. Vidare omfattas större aktie- eller andelsägare i något av de av erbjudandet berörda företagen. Har någon ur den nu angivna personkretsen kännedom om väckt fråga om förvärvserbjudande får denne inte handla med de aktier som avses med erbjudandet eller med aktier i det erbjudande bolaget, om detta också är ett aktiemarknadsbolag. Det är heller inte tillåtet att med råd

eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon till sådant köp eller försäljning. Förbudet gäller fram till dess att erbjudandet offentliggjorts eller frågan om erbjudandet förfallit.

Vid sidan av det nu berörda förbudet mot insiderspekulation i en take-over-bid-situation finns i lagen ett mera allmänt förbud mot handel (8 §). Detta förbud gäller då det inträffat en annan omständighet i ett aktiemarknadsbolags verksamhet som uppenbart är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier då omständigheten blir allmänt känd.

Under remissbehandlingen av lagförslaget ifrågasattes om inte det mer allmänna förbudet borde vara huvudbestämmelse och inte, som utredningen föreslagit, förbudet mot handel vid offentligt erbjudande. Vid disponeringen av lagens bestämmelser sköts likväl – på det sätt utredningen föreslagit – förbudet mot handel i take-over-bid-situationen i förgrunden. Förklaringen var att detta förbud tog sikte på den situation som ansågs innefatta de största riskerna för insiderspekulation (se SOU 1984:2 s. 111 och prop. 1984/85:157 s. 31). Dessa risker berodde i sin tur på att ett förvärvserbjudande på ett eller annat sätt måste "sockras" för att ha utsikter till framgång. Anbudsgivaren måste sålunda i allmänhet erbjuda sig att betala ett högre pris för aktien än enligt gällande kurs. Dessutom framhöll departementschefen att köp av aktie som planeras bli föremål för ett förvärvserbjudande i allmänhet kan ske utan förlustrisk. De gynnsamma vinstmöjligheterna och de minimala förlustriskerna i förening ansågs alltså utgöra en påtaglig frestelse till aktieförvärv innan ett erbjudande offentliggörs.

Tidsrekvisitet

Som 7 § nu är utformad utgör det alltså inte brott att utnyttja kännedom om planer på ett uppköpserbjudande innan frågan därom väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet. I förarbetena till lagen diskuterades frågan om förbudets tidsmässiga avgränsning. I betänkandet (s. 112 f) anfördes bl. a. följande:

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

Utredningen föreslår, att förbudet skall gälla från det att fråga om lämnande av ett offentligt erbjudande väckts i det erbjudande företagets styrelse eller hos annan som har befogenhet att fatta beslut om erbjudandet. Då, såsom i normalfallet, det erbjudande företaget är ett aktiebolag, inträder förbudet sålunda så snart frågan om ett offentligt erbjudande tagits upp i styrelsen. Utredningen är medveten om att missbruk av kännedomen om företagets planer också kan ske dessförinnan. Den situationen kan

t. ex. föreligga, att den verkställande direktören i företaget samrått i saken med ordföranden och några till i sin egen styrelse och sedan fört diskussioner med vissa "tunga" företrädare för det andra företaget, därvid en positiv inställning visat sig vara för handen från bägge håll. Den som är informerad om vad som sålunda förevarit har naturligtvis ett informationsförspång i förhållande till andra investerare som skulle kunna missbrukas. På samma sätt skulle planer på fientligt take-over-bid som vunnit stöd hos några få, särskilt inflytelserika personer i det övertagande företagens ledning i något fall kunna leda till insiderspekulation. Emellertid bedöms risken vara förhållandevis liten för att missbruk sker i fall som de nämnda, då endast en handfull personer fått del av planerna och då realiserandet av dessa ändå måste framstå som osäkert. För att få gränsdragningen i denna del av bestämmelsen så klar som möjligt har utredningen funnit den angivna lösningen lämpligast."

Av remissinstanserna ansåg LO att det föreslagna tidsrekvisitet gjorde bestämmelsens tillämpningsområde alltför snävt. LO anförde (prop. s. 159):

"Vad som kan erinras mot förslaget är den tidpunkt då förbudet mot handel i samband med ett take-over-bid träder i kraft. Det borde ses över om det inte går att finna kriterier som ytterligare utsträcker den tiden, eftersom take-over-bid kan ha diskuterats och frågan i realiteten vara avgjord långt innan den kommer upp till behandling i styrelsen."

Departementschefen anslöt sig till utredningsförslaget och anförde (prop. s. 29):

"För att ett förbud av den typ varom nu är fråga skall fungera tillfredsställande måste det inte minst av rättssäkerhetsskäl finnas en klar och entydig tidpunkt vid vilken förbudet börjar gälla. Den tid som förbudet omfattar får inte heller vara alltför lång. Mot denna bakgrund saknas anledning att frånga utredningens förslag i denna del."

Tidpunkten för styrelsebehandling i praktiken

Professor Ulf af Trolle anför i *Effektivt styrelsearbete*, andra upplagan, 1981, s. 81 f följande:

"Som utgångspunkt för diskussionen kan tas beslutsgången i en fråga om företagsköp eller fusion för ett tiotal år sedan. Verkställande direktören tog då vanligen upp frågan i lös form med styrelsen för att höra om det fanns anledning undersöka frågan eller också var det någon i styrelsen som väckte tanken. Om styrelsen fann frågan värd en undersökning och motparten visade sig ha samma uppfattning, startades utredningar som ibland kunde ta flera månader. Under tiden hemlighölls frågan helt, vilket normalt var fullt möjligt.

Som exempel kan nämnas fusionen mellan de båda bryggerijättarna Pripps och Stockholms Bryggerier, där det tog fyra månader från första utredningsdag till dess fusionen tillkännagavs på börsen utan att någonting sipprade ut dessemellan. Då styrelserna slutligen fattade sina beslut, var frågan synnerligen väl förberedd.

Ett sådant förfarande är i dag omöjligt, och detta såväl av börsetiska skäl som med hänsyn till de anställdas lagfästa rätt till information och förhandling.

När en VD i dag överväger att föreslå ett företagsförvärv eller en fusion har han bara en möjlighet att från början gardera sig mot den oundvikliga kritik som kan väntas från alla håll. Det gäller att kunna styrka att alla fått informationen samtidigt. Undvika kritik kan han inte göra. Den kommer som ett brev på posten. Men han kan försvara sig med att alla behandlats lika.

Följden har blivit att styrelserna numera ofta ställs inför tvånget att fatta principbeslut, t. o. m. i för företagen livsavgörande frågor, efter att ha fått sin första information endast några timmar tidigare. Det har då kunnat visa sig, att de anställda redan informerats via sina utsedda förtroendemän, vilket är en försiktighetsåtgärd från VD:s sida. Börsen har informerats omedelbart efter principbeslutet och massmedia strax därefter vid en presskonferens.”

Vad af Trolle anför om att tiden mellan styrelsebehandling och offentliggörande av ett uppköpserbjudande krympt på ett anmärkningsvärt sätt styrks av det som framkommit om förfarandena vid de uppköpserbjudanden som bankinspektionen haft anledning att undersöka. Här lämnas kortfattade uppgifter om fyra förvärvserbjudanden som bankinspektionen undersökt.

1. Volvo AB:s erbjudande till aktieägarna i Cardo AB och Hilleshög AB. Frågan om erbjudandena väcktes i styrelsen för Volvo den 21 november 1985. Samma dag rådde börsstopp i de involverade företagens aktier. Offentliggörande av erbjudandet skedde också denna dag. Som svar på inspektionens förfrågan konstaterade Volvos VD i skrivelse den 5 december 1985 ”att ingen kan ha fått kännedom om erbjudandena på sätt som kunnat påverka börshandeln mellan frågans väckande och dess offentliggörande.”

2. Skåne-Gripen AB:s erbjudande till aktieägarna i Järnbron AB. VD för Skåne-Gripen anförde i skrivelse till bankinspektionen den 18 februari 1986 bl. a. följande: ”Först under november kom regelrätta förhandlingar igång. Slutförhandling skedde i slutet av vecka 49. Först då blev priset per aktie, 360 kr., slutförhandlat. Helgen 7–8 december användes för att i Skåne-Gripens styrelse förankra affärsuppläggningsen. Definitivt beslut i styrelsen togs onsdagen den 11 december, dvs. samma dag som börsstoppet och affärens offentliggörande.”

3. Fermenta AB:s erbjudande till aktieägarna i Sonesson AB. Planerna på uppköpet ingick som en del i en större uppgörelse mellan Fermenta och Volvo. I skrivelse till bankinspektionen den 29 maj 1985 uppgav VD för Fermenta följande. ”Jag bekräftar – att den 2 januari 1986 togs den första kontakten med Volvo AB och ett första möte med Volvo AB:s Per Gyllenhammar och Refaat El-Sayed ägde rum den 3 januari 1986. Frågan om offentligt förvärv av aktierna i Sonessons väcktes i Fermenta AB:s styrelse, dels under samtal den 5 och 6 januari och dels formellt den 8 januari 1986.” Förstnämnda dagar var helgdagar, som följdes av börsstopp den 7 januari.

4. Stora Kopparbergs Bergslags AB:s erbjudande till aktieägarna i AB Papyrus. Av de uppgifter som Storas VD lämnat i skrift till bankinspektionen den 27 oktober 1986 framgår bl. a. följande. Den 25 september 1986

upptogs förhandlingar med VD i Papyrus om ett samgående med Stora. Söndagen den 28 september underrättades de av styrelsens ledamöter som var anträffbara om att regelrätta förhandlingar om ett uppköpserbjudande inletts samma dag med ledningen för Papyrus. Frågan om uppköpserbjudande hade dessförinnan inte aktualiserats i Storas styrelse. Måndagen den 29 förordnades om börsstopp i Storas och Papyrus aktier. Styrelsens beslut om uppköpserbjudande skedde den 30 september.

Bankinspektionens övervakning av insiderhandeln

För att kontrollera efterlevnaden av insiderbestämmelserna har bankinspektionen nu möjligheter att inhämta upplysningar från olika håll. Den bestämmelse som grundar inspektionens utredningsrätt är intagen i 24 §. Om det finns anledning anta att någon överträtt ett förbud mot aktiehandel får inspektionen ställa frågor till denne. Har t. ex. en anställd i ett bolag, vars aktier gjorts till föremål för ett take-over-bid, handlat med aktier i bolaget under "förbjuden tid" får alltså bankinspektionen från honom eller henne infordra de uppgifter som behövs för bedömningen av om lagöverträdelse skett. Om aktierna förvärvats eller avyttrats av någon som inte är anställd i företaget och som därför inte omfattas av förbudsbestämmelsen gäller dock inte "frågerätten". Även om det kan antas att vederbörande är bulvan eller har utnyttjat s. k. insidertips äger inspektionen inte rätt att ställa frågor till denne.

Någon allomfattande rätt att ställa frågor till organ under inspektionens tillsyn föreligger inte heller. Sålunda begränsas t. ex. fondkommissionärs upplysningsskyldighet till upplysningar eller uppgifter som behövs för att fondkommissionslagen skall kunna tillämpas (se 35 § 1 st 6 fondkommissionslagen). Skulle inspektionen för att utreda ett misstänkt fall av insiderhandel behöva uppgift om det närmare innehållet i given köp- eller säljorder, kan uppgift ej begäras med stöd av det angivna lagrummet i fondkommissionslagen.

Motivering till förslaget m. m.

7 §

Bankinspektionen vill först framhålla följande. Det förhållandet att en fråga om uppköpserbjudande förs upp i styrelsen på ett påfallande sent stadium för att därefter utan omgång offentliggöras begränsar i och för sig möjligheterna till insiderspekulation. Kursdrivande icke offentlig information bör hanteras på det sättet att så få som möjligt har del av den under så kort tid som möjligt. Själva det förfarande som tillämpats av de bolag som varit involverade i de av inspektionen undersökta uppköpserbjudandena är därför invändningsfritt.

Samtidigt måste emellertid konstateras, att förfarandet inte alltid kan hindra spekulation i förestående kursuppgång innan offentliggörande sker. Bankinspektionen har gjort sådana iakttagelser i några av de undersökta fallen som pekar på att spekulation förekommit. Det är stora ökningar i omsättningsvolymen, anmärkningsvärda kursrörelser och iakttagelser av

vilka köparna varit som ligger till grund för denna slutsats. Om den förmodade spekulativen föranletts av ej avsett informationsläckage, ryktes-spridning eller insiderspekulation i traditionell mening kan inte klarläggas.

Beslutsprocessen i uppköpssituationer är uppenbarligen numera av annan karaktär än vad som förutsattes vid tillkomsten av lagen om värdepappersmarknaden. Även om det ankommer på ett aktiebolags styrelse att fatta det formella beslutet om ett uppköpserbjudande torde i de flesta fall redan före styrelsebehandlingen stå klart att ett uppköpserbjudande skall komma till stånd. Med vilken grad av säkerhet ett styrelsebeslut om uppköpserbjudande kan förutses beror naturligtvis av många faktorer, bl. a. om planerna förankrats hos "tunga" företrädare i styrelsen. Men redan innan enskilda styrelseledamöter, t. ex. ordförandens, åsikter i fråga inhämtats kan informationen om att ett uppköpserbjudande övervägs i ett bolag inbjuda till insiderspekulation. Detta är t. ex. fallet om en inflytelserik VD anammat en idé om uppköpserbjudande och föranställt om utredning av förutsättningarna. Att en sådan förberedelseåtgärd vidtagits, utgör obestriddligen kurskänslig och väsentlig information även om förutsägelseerna om ett kommande uppköpserbjudande inte kan göras med samma säkerhet som under ett senare led i förfarandet.

Som framgått av redovisningen av lagstiftningens förarbeten ansågs det särskilt angeläget att hindra insiderspekulation vid ett företags planer på ett take-over-bid. Bestämmelsen härom gjordes till ett s. k. huvudförbud. Genom vad som framkommit om det sena styrelsebehandlingen vid uppköpserbjudanden kan nu konstateras att förbudsbestämmelsen gällande uppköpssituationen (7 §) t. o. m. har ett snävare tillämpningsområde än den mera allmänt hållna bestämmelsen (8 §) om förbud mot utnyttjande av information om annan omständighet i ett aktiemarknadsbolags verksamhet. Det senare förbudet blir gällande så snart det inträffat en omständighet som uppenbarligen är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier då den blir allmänt känd. Någon exakt tidsgräns är således icke stipulerad. Om motsvarande kriterium gällde i uppköpssituationen skulle det för denna situation avsedda förbudet många gånger börja att gälla innan frågan om uppköpserbjudande väckts i styrelsen.

Mot bakgrund av det anförda är det enligt bankinspektionens mening helt nödvändigt att vidga tillämpningsområdet för 7 § lagen om värdepappersmarknaden.

Då det gäller den tekniska utformningen av en skärpt bestämmelse kan flera alternativ övervägas. Bankinspektionen anser att den lämpligaste lösningen är att göra bestämmelsen tillämplig redan från det att en förberedelseåtgärd för uppköpserbjudande vidtagits i det erbjudande företaget. Detta är den — praktiskt sett — tidigast tänkbara tidpunkten. Knappast flera än ett 10-tal personer torde i normalfallet ha varit inblandade innan frågan om uppköpserbjudande kommer upp på styrelsens bord. Eftersom förbudet mot handel av självklara skäl endast gäller dem som är informerade, blir det alltså en förhållandevis liten krets som berörs även om denna tidigast tänkbara tidpunkt väljs.

Det kan dock med visst fog göras gällande att en sådan justering av bestämmelsen alltför mycket skulle beskära möjligheten att handla med

aktier i det erbjudande bolaget. I företag med expansionssträvanden kan med täta intervaller uppkomma frågor om samgående med andra bolag. Skulle förbud mot handel i "eget" bolag föreligga så snart utredning förekom om uppköp av aktier i *något* aktiemarknadsbolag, kunde det som temporärt avsedda förbudet i vissa fall kunna få karaktär av permanent förbud.

Det kan också framhållas att risken för insiderspekulation i uppköpssituationen i första hand gäller de med uppköpet avsedda aktierna. I de fall bankinspektionen tagit initiativ till utredning har det varit antagande om spekulation i de aktier som gjorts till föremål för förvärvserbjudande som varit anledningen, inte spekulation i det erbjudande bolagets aktier.

De nu nämnda förhållandena talar för att skärpningen av bestämmelsen endast skall gälla aktier i det *erbjudna* aktiemarknadsbolaget. Beträffande det *erbjudande* bolaget är det enligt inspektionens mening lämpligast att låta den allmänna förbudsbestämmelsen i 8 § ta över regleringen av rätten till handel med aktie i bolaget i uppköpssituationen.

Bankinspektionen vill lämna följande ytterligare kommentar till det i bilagan angivna lagförslaget.

Innebörden av förslaget är alltså att endast handel med aktier som är föremål för planer på ett förvärvserbjudande kommer att omfattas av 7 §. Om kursen på aktierna i det erbjudande bolaget kan antas påverkas i väsentlig grad av erbjudandet begränsar 8 § rätten att handla med aktierna i detta bolag på samma sätt som då annan väsentlig omständighet inträffat i bolagets verksamhet.

För att förbudet i 7 § i dess föreslagna lydelse skall gälla måste en åtgärd till förberedelse av ett förvärvserbjudande ha vidtagits. Åtgärden kan t. ex. bestå i lämnande av direktiv till en avdelning eller en befattningshavare att närmare utreda förutsättningarna för ett övertagande. Innan uppslag eller idé manifesterats i en sådan eller liknande konkret åtgärd gäller inte förbudet. Ett första samtal, tillkommet mer eller mindre av en slump och innebärande en sondering av intresset för ett samgående, är inte en sådan förberedelseåtgärd som här avses. Motsatsen gäller beträffande en förhandlingskontakt i egentlig mening.

Med den föreslagna formuleringen av 7 § bör det enligt bankinspektionens mening i det enskilda fallet vara fullt möjligt för berörda parter att entydigt konstatera när tidpunkten för förbudet inträder.

24 §

Utvidgas det straffbara området på här föreslaget sätt kan förutses att inspektionens s. k. frågerätt enligt 24 § kommer att visa sig otillräcklig.

Som nämnts har inspektionens undersökningar av gjorda förvärvserbjudanden indikerat att initierade i några fall spekulerat i en förestående kursuppgång. Bankinspektionen har inte kunnat finna att någon som omfattas av förbudsbestämmelsen uppträtt på marknaden under den undersökta tiden. Däremot finns i ett undersökt fall bland köparna sådana personer som kunde antas ha fått s. k. insidertips. Vidare undersökning kunde inte komma ifråga redan av det skälet att transaktionerna skett

innan frågan om förvärvserbjudandet tagits upp i det erbjudande bolagets styrelse.

Men om tidsrekvisitet inte varit hindrande hade behov av en vidare utredning varit påkallad för att kunna bedöma om transaktionerna hade föranletts av en "insider". Det är nämligen inte tillåtet för en insider att med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller sådan försäljning som insidern inte själv får göra. Det hade varit naturligt att en sådan vidare utredning hade inletts med att inspektionen skriftligen ställt frågor till dem som gjort affärerna. Genom svaren hade inspektionen fått ytterligare underlag för bedömningen av om polisutredning skulle initieras. Som det nu är kan emellertid inte inspektionen närmare klarlägga omständigheterna kring affärer som kan antas på ett förbjudet sätt ha föranletts av insiders. Frågerätten är för snäv; den gäller inte annan fysisk person än den som kan göras straffrättsligt ansvarig. Detta betyder alltså att inspektionen är förhindrad att utreda ett otillåtet förfarande av insiders "fullt ut". Begränsningen i utredningsbefogenheten framstår som särskilt otillfredsställande med hänsyn till att lämnande av tips och handel genom bulvan är uppenbara metoder att kringgå en insiderlagstiftning.

Inspektionen är medveten om att en frågerätt mot vad som internationellt kallas tippees kan föranleda invändningar av integritetsskäl. Man måste dock hålla i minnet, att den kategori som avses inte alltid kan hållas utanför en utredning även om nuvarande omfattning av frågerätten behålls. Det alternativ som står till buds för inspektionen är att initiera polisutredning, i vilket fall ett hörande av tippeen oftast torde bli ofrånkomligt. Det förtjänar också att nämnas att en tippee berörs av lagstiftningen också med dess nuvarande utformning; hans eller hennes vinst på affären kan nämligen förverkas enligt 31 §. Till detta kommer, att en utvidgad frågerätt synes påkallad också av allmänna effektivitetsskäl. Utredningar är resurskrävande och flera myndigheter än nödvändigt bör inte engageras. Eftersom s. k. misstänkta fall inte sällan torde komma att avskrivas sedan några mera grundläggande frågor besvarats, vore det olämpligt att polismyndighets resurser alltid behövde tas i anspråk.

Inspektionen vill lämna följande ytterligare kommentarer till lagförslaget i denna del.

För att frågerätten skall få tas i bruk måste det finnas anledning anta att någon av förbudsparagraferna (7 eller 8 §) har överträtts. Det skall alltså finnas en eller flera omständigheter som pekar på att information om en inte offentliggjord händelse, t. ex. förhandling om ett uppköp, lämnats till den som gjort en aktieaffär av någon som avses i förbudsparagraferna. Bara den omständigheten att en person befunnit sig på marknaden när en insider inte får handla är inte tillräcklig grund för att utöva frågerätten. Är fråga om en påtagligt stor affär, gjord i ett läge då kursutvecklingen varit brant stigande, bör dock frågerätten få användas, förutsatt att föregående utredning inte ger vid handen att rykten om den kurspåverkande händelsen fått mera allmän spridning.

Frågorna kan gälla om och i så fall på vilket sätt vederbörande fått kännedom om den kurspåverkande händelsen. Det kan också finnas anled-

ning att efterhöra motivet till affären. Vidare kan det i vissa fall vara nödvändigt att efterhöra om den tillfrågade är släkt med eller har annan anknytning till någon ur insiderkretsen. Har affären gjorts av juridisk person kan en fråga avse ägarförhållandena.

Någon möjlighet att framtvunga svar genom vitesföreläggande bör inte förekomma. Ej heller bör lämnande av oriktig uppgift vara straffsanktionerad. I sådana hänseenden bör s. k. tippee jämföras med insiders (se 27 och 29 §§). Skäligt sekretessskydd torde föreligga utan att 8 kap. 5 § sekretesslagen ändras.

Som nämnts är fondkommissionärs skyldighet att lämna inspektionen upplysningar begränsad. Fondkommissionärs tjänster tas visserligen redan nu i anspråk vid utredning av insideraffärer. Detta sker på det sättet att fondkommissionär har att på begäran lämna inspektionen uppgift om innehållet i upprättad avräkningsnota. Skyldigheten att lämna sådana upplysningar följer av 21 § lagen om värdepappersmarknaden. Emellertid kan finnas behov av ytterligare upplysningar av fondkommissionärer. En fråga som kan ha betydelse är t. ex. vilka närmare instruktioner klienten gett sin uppdragstagare ifråga om limit m. m. För att inspektionen inte skall hindras från att komplettera sitt bedömningsunderlag med sådana uppgifter bör den uppgiftsskyldiga kretsen i 24 § utökas med fondkommissionär.

Som förutsatts i förarbetena till lagen om värdepappersmarknaden är Stockholms fondbörs en viktig informationskälla vid övervakningen av insiderbestämmelserna (se betänkandet s.131). Inspektionens frågerätt mot fondbörsen kan grundas på 30 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, varför en ytterligare utvidgning av den uppgiftsskyldiga kretsen enligt 24 § inte är erforderlig.

Slutligen vill bankinspektionen allmänt framhålla att det också med hänsyn till aktiehandelns fortgående internationalisering är angeläget att de svenska insiderbestämmelserna har en sådan innebörd, att förtroendet för aktiemarknaden inte sviktar.

Beslut i detta ärende har fattats av styrelsen för bankinspektionen. Härvid har deltagit undertecknad ordförande, ledamöterna Gunnar Björk, Stig Danielsson, Nils-Olof Gustafsson, Evert Hedberg, Lars Lindberger och Lars Mathlein samt personalrepresentanterna Christer Sjöblom och Håkan Wihlborg.

Föredragande har varit direktör Göran Svensson

Vid ärendets slutliga handläggning har vidare närvarit bankinspektörerna Lars Hedberg och Lars Eklund samt byråchefen Berit Lunning.

Hans Löwbeer

Göran Svensson

Förslag till

Lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

7 §

Har en svensk juridisk person beslutat att till en vidare krets lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag eller har frågan om ett sådant erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet, gäller följande. Den som fått kännedom om beslutet eller den väckta frågan i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller försäljning innan erbjudandet offentliggjorts eller den väckta frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall motsvarande gälla beträffande köp eller försäljning och föranledande till köp eller försäljning av aktie i detta bolag.

Första stycket gäller även annan fysisk person som känner till beslutet eller den väckta frågan och som har andelar eller aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget, om innehavet utgör minst fem procent av samtliga sådana andelar eller aktier eller har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av samtliga sådana andelar eller aktier.

Vid beräkningen av innehav enligt andra stycket skall de andelar eller aktier som ägs av den som är andels- eller aktieägaren närstående enligt 11 § första stycket 1–3 räknas med. Även lott i sam-

Har *hos* en svensk juridisk person *vidtagits förberedelseåtgärd för att till en vidare krets lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag gäller följande*. Den som fått kännedom om *åtgärden* i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller försäljning innan erbjudandet offentliggjorts eller den väckta frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall *beträffande köp eller försäljning och föranledande till köp eller försäljning av aktie i detta bolag gälla vad som sägs i 8 § första st 2*.

Första stycket gäller även annan fysisk person som känner till *åtgärden* och som har

fällt aktie- eller andelsinnehav skall räknas med på det sätt som sägs i 4 § tredje stycket.

24 §

Om det finns anledning anta att en bestämmelse i 7 eller 8 § överträtts, får bankinspektionen begära in uppgifter i utredningssyfte. Inspektionen får begära in sådana uppgifter av

1. den som finns anledning anta har gjort överträdelsen,
2. det aktiemarknadsbolag vars aktier överträdelsen gäller,
3. den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,
4. moderföretaget till det aktiemarknadsbolag som avses i 2 eller till den juridiska person som avses i 3.

Finns det anledning anta att någon har överträtt andra bestämmelser i denna lag och är överträdelsen belagd med straff, får bankinspektionen i utredningssyfte också infordra uppgift av denne.

Om det finns anledning anta att en bestämmelse i 7 eller 8 § överträtts, får bankinspektionen begära in uppgifter i utredningssyfte. Inspektionen får begära in sådana uppgifter av

1. den som finns anledning anta har gjort överträdelsen,
2. det aktiemarknadsbolag vars aktier överträdelsen gäller,
3. den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,
4. moderföretaget till det aktiemarknadsbolag som avses i 2 eller till den juridiska person som avses i 3,

5. *fondkommissionär,*
6. *annan som köpt eller sålt aktie i aktiemarknadsbolag, om det finns anledning anta att köpet eller försäljningen föranletts av otillåtet råd eller därmed jämförlig åtgärd.*

Finns det anledning anta att någon har överträtt andra bestämmelser i denna lag och är överträdelsen belagd med straff, får bankinspektionen i utredningssyfte också infordra uppgift av denne.

Sammanställning av remissyttranden över skrivelse den 27 november 1986 från bankinspektionen om ändring av 7 och 24 §§ lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

1. Remissinstanserna

Efter remiss har yttranden över skrivelsen avgetts av försäkringsinspektionen, riksrevisionsverket, riksskatteverket, riksåklagaren, hovrätten för Nedre Norrland, kommerskollegium, konsumentverket, patent- och registreringsverket, näringsfrihetsombudsmannen, fullmäktige i Sveriges riksbank, Stockholms Handelskammare, Allmänna pensionsfonden, fjärde fondstyrelsen, SHIO-Småföretagens Riksorganisation, Kooperativa förbundet, Landsorganisationen i Sverige (LO), PK-banken, Nämnden för Aktiemarknadsfrågor, Centralorganisationen SACO/SR, Svenska Bankföreningen, Svenska fondbandlareföreningen, Svenska Försäkringsbolags Riksförbund, Svenska Handelskammarförbundet, Svenska OTC-föreningen, Svenska sparbanksföreningen, Sveriges Advokatförbund, Sveriges aktiesparares riksförbund, Sveriges Föreningsbankers Förbund, Sveriges Industriförbund, Tjänstemännens Centralorganisation och Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag.

Gemensamt yttrande har avgetts av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare.

Svenska Försäkringsbolags Riksförbund och Svenska Handelskammarförbundet har anslutit sig till industriförbundets och Stockholms Handelskammarens gemensamma yttrande.

PK-banken har anslutit sig till bankföreningens yttrande.

2. Remissyttrandena

2.1 Förslaget i allmänhet

Remissyttrandena från riksrevisionsverket, riksåklagaren, konsumentverket, Allmänna pensionsfonden, fjärde fondstyrelsen, LO, SACO/SR, Tjänstemännens Centralorganisation och Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag, innehåller endast att bankinspektionens förslag i dess helhet tillstyrks eller lämnas utan erinringar.

2.2 Tidpunkten för insiderförbudets inträde m. m.

De flesta remissinstanser har godtagit en skärpning i avsedd riktning av bestämmelserna i 7 §. Man har dock allmänt med hänvisning till rättssäkerhetsintresset ifrågasatt om inte tidpunkten för det straffsanktionerande handelsförbudets inträde måste preciseras. Enligt dessa remissinstanser borde det, i vart fall i lagmotiven, tydligare anges vad som är att hänföra till

”förberedelseåtgärd”. Vad i övrigt gäller de förslagna ändringarna i 7 § har i huvudsak följande anförts.

Prop. 1986/87: 141

Försäkringsinspektionen:

Det är förenat med uppenbara svårigheter att klart ange vilka omständigheter eller typ av omständigheter som avses med begreppet ”förberedelseåtgärd”. En alternativ lösning som därför borde övervägas är att behålla nuvarande regler med anknytning till styrelsebehandling men att för tiden dessförinnan komplettera regeln med en bestämmelse efter mönster av 8 § första stycket 2. Det innebär att förbudstidpunkten skulle inträffa då sådan åtgärd vidtas som är ”uppenbart ägnad att väsentligt påverka kursen på aktierna när den blir allmänt känd”. Vad gäller förslaget att beträffande aktier i det erbjudande bolaget låta regleringen av take-over-bid situationen följa de allmänna bestämmelserna i 8 §, så synes förslaget innebära att den av förbudet berörda personkretsen inskränks. Även i övrigt synes ändringen innebära en uppmjukning.

Det kan enligt försäkringsinspektionen ifrågasättas om det finns anledning att nu, sedan lagen varit i kraft endast en kort tid, görs en sådan ändring.

Riksskatteverket:

För en effektiv kontroll av den föreslagna lagstiftningen bör övervägas om inte lagen bör kompletteras med ett krav på att samtliga de händelser som kan leda till ett förvärvserbjudande dokumenteras och att det även dokumenteras vilka personer som informerats om att förberedelserna inletts. En sådan dokumentation bör inte bli alltför betungande och torde även gagna rättssäkerheten för de berörda parterna.

Hovrätten för Nedre Norrland:

Uttrycket ”förberedelseåtgärd” är inte alldeles otvetydigt. Som bankinspektionen själv antyder avses inte vilken åtgärd som helst av förberedelsekaraktär. Det måste enligt hovrättens mening vara fråga om åtgärd av så konkret natur att man med fog kan räkna med att det kan komma ett förvärvserbjudande. Med hänsyn härtill borde den föreslagna lagtexten förtydligas något, kanske genom följande formulering: ”—vidtagits förberedelseåtgärd som syftar till och är ägnad att leda till att till en vidare krets —”.

Bankinspektionens förslag till ändring avser endast handel med aktier i det erbjudna aktiemarknadsbolaget. Handel med aktier i det erbjudande bolaget skall enligt förslaget ej längre regleras enligt 7 § utan enligt den allmänna bestämmelsen i 8 §, dvs förbud mot insiderhandel skall gälla då det inträffat ”annan omständighet” i ett aktiemarknadsbolags verksamhet som uppenbart är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier då omständigheten blir allmänt känd. Frågan när sådan omständighet skall anses ha inträffat berörs inte närmare av bankinspektionen. Man synes emellertid få anta att ”annan omständighet” ofta inträffar när ”förberedelseåtgärd” av förut angivet slag vidtagits.

Det kan enligt hovrättens mening ifrågasättas om det anförts tillräckliga skäl för att reglera handeln med aktier i erbjudna och erbjudande aktiemarknadsbolag i olika paragrafer. Ett alternativ till bankinspektionens förslag är att inte ändra sista punkten i 7 § 1 st. Ändras sistnämnda lagrum bör emellertid, eftersom personkretsen i 7 resp 8 § ej angetts på samma sätt, ett förtydligande göras, t ex så att lagtexten blir "beträffande köp eller försäljning — av aktier i detta bolag för förevarande paragraf avsedd personkrets gälla —". Hovrätten utgår nämligen ifrån att bankinspektionen åsyftar den i 7 § upptagna personkretsen.

Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare:

Principiella invändningar kan riktas mot att ändra i en lagstiftning så kort tid efter dess instiftande som föreslås. I nu aktuellt avseende har inte heller fall av insiderspekulation kunnat beläggas. Organisationerna vill framhålla vikten av att legitim handel från ledande personers sida i det egna bolagets aktier inte förhindras. Det är ett starkt intresse för övriga aktieägare och för effektiviteten i företaget att dessa personer engagerar sig i företaget även ägarmässigt. Inskränkts möjligheten alltför mycket att handla med aktier i det egna bolaget blir följden att ledande personer avstår från sådana innehav. För personer som ändå förvärvat aktier i bolaget kan inlåsnings effekter som blir följden av en alltför långtgående lagstiftning leda till att deras kapitalinsatser äventyras.

När frågan är om handel med aktier i *målbolaget* kan organisationerna i och för sig acceptera ett tidgareläggande av insiderförbudets inträde. Det är dock nödvändigt att denna tidpunkt bestäms på ett så klart och entydigt sätt som möjligt. Eftersom det inte synes vara möjligt att finna en lika konkret beskrivning som frågans "väckande" i bolagets styrelse måste tidpunkten kvalificeras såväl i lagtext som i motiv.

Det av bankinspektionen föreslagna uttrycksättet "vidtagits förberedelseåtgärd" fyller enligt organisationernas uppfattning inte de nyss uppställda kraven. Förberedelseåtgärden måste vara både konkret och målinriktad. Regeln måste också vara så formulerad att förbudet att handla i "målbolagets" aktier upphör när saken utvecklats så att frågan om ett uppköpserbjudande skjutits till en osäker framtid. Den vidtagna förberedelseåtgärden skall vara av sådan karaktär att den på sannolika grunder kan antas direkt leda till ett offentligt erbjudande. Motiven till lagändringen bör också kompletteras med ytterligare exempel.

Enligt förslaget skall köp av aktier i *det erbjudande bolaget* regleras av 8 §. Det skulle betyda att dessa köp skulle förbjudas från och med att vederbörande känner till en omständighet som "uppenbart är ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den blir allmänt känd". Organisationerna konstaterar att den föreslagna hänvisningen till 8 § första st 2, med denna regels vaga kriterier, gör att mycket stor osäkerhet kommer att råda om när förbudet inträder. Inspektionen har i sin skrivelse inte alls omnämnt när en sådan omständighet kan anses inträffa i en uppköpsituation.

Av vad bankinspektionen själv anför kan ifrågasättas om inspektionen verkligen åsyftar en förändring av reglerna för handel i det erbjudande

bolagets aktier. Under alla förhållanden synes det klart, att inspektionen inte vill att förbudet inträder så tidigt som vad gäller handel i målföretagets aktier. Trots detta kan mycket väl sådana fall uppstå att den i 8 § åsyftade tidpunkten sammanfaller eller to m ligger före tidpunkten i den föreslagna 7 §.

Mot bakgrund av vikten av att handel i det erbjudande företagets aktier inte beskärs i onödan, en uppfattning som stöds av inspektionens egna uttalanden, och då det av rättssäkerhetsskäl är nödvändigt att ha en så klar och entydig tidpunkt som möjligt för förbudets ikraftträdande, anser organisationerna att den idag gällande beskrivningen i 7 § av denna tidpunkt också fortsättningsvis bör gälla för handel i det erbjudande företagets aktier.

Lagtekniskt bör uppköpssituationerna endast behandlas i 7 §.

Organisationerna har i det föregående framhållit den stora osäkerhet om möjligheten att handla med aktier i det erbjudande bolaget som skulle bli följden av en reglering enligt 8 §. Redan idag präglas tillämpningen av denna paragraf av en påtaglig ovisshet om när förbudet inträder. Med hänsyn härtill föreslår organisationerna att 8 § första st 2 blir föremål för en mera allmän översyn i syfte att finna mera entydiga regler, utan att legitim handel förhindras.

Kooperativa förbundet:

Det vore ur rättsäkerhetssynpunkt mera tillfredsställande om tidpunkten kunde preciseras, förslagsvis till då frågan om uppköp av aktier behandlats i koncernledningsgrupp, direktion eller motsvarande hos svensk juridisk person. Denna tidpunkt inträffar enligt förbundets uppfattning på ett tidigt stadium i en take-over-bid-situation.

Nämnden för aktiemarknadsfrågor:

Bankinspektionens förslag till ändringar grundar sig på en utveckling där beslutsprocessen i uppköpssituationer är av annan karaktär än vad som förutsattes vid tillkomsten av lagen om värdepappersmarknaden.

De i inspektionens skrivelse återgivna uttalandena av den utredning som utarbetade förslaget till lagen ger emellertid inte entydigt vid handen att den praktiska tillämpningen idag skulle skilja sig väsentligt från vad som var fallet vid tiden för lagens tillkomst. Man kan med visst fog påstå att utredningen var medveten om att tidsrekvisitet som det definierades av utredningen kunde leda till missbruk av kännedom om företagets planer på ett tidigare stadium av beslutsprocessen. Oaktat denna risk stannade utredningen för den definition som nu gäller. Ett avgörande skäl synes därvid ha varit att man uppnådde en klar gränsdragning mellan vad som är straffbart och straffritt. Inte minst av rättssäkerhetsskäl anslöt sig departementschefen till utredningsförslaget som också kom att utgöra den slutliga lydelsen av bestämmelsen.

Det av bankinspektionen föreslagna rekvisitet "vidtagits förberedelseåtgärd" är till sitt innehåll oprecist. Någon ökad klarhet vinnns knappast heller genom de motiv som anförts. Aktiemarknadsnämnden kan mot denna bakgrund inte dela bankinspektionens uppfattning att det i det

enskilda fallet bör vara fullt möjligt för berörda parter att entydigt konstatera när förbudet inträder. Detta är allvarligt med hänsyn till att det är fråga om avgränsning av vad som är straffbart. Aktiemarknadsnämnden vill i detta sammanhang något utveckla frågan om hur planer på företagsförvärv kan växa fram i företagen. Först kan konstateras att någon allmängiltig sedvana för hur detta sker knappast kan sägas gälla. I vissa fall – kanske i de flesta – väcks tankar om planer på företagsförvärv på en relativt låg nivå i företaget. Huruvida och på vilket stadium sådana planer kommer till verkställande ledningens kännedom kan variera i det enskilda fallet och kanske också från företag till företag. Vid vilken tidpunkt sådana planer kan sägas få en förankring hos företagsledningen är en annan fråga av svarbedömt slag. I andra fall kan återigen planer och utredningar initieras av verkställande ledningen. På motsvarande sätt som vad gäller planer väckta på lägre nivå råder alltid osäkerhet om huruvida planerna kommer att förverkligas i form av ett offentligt erbjudande. Vidare tror sig nämnden kunna säga att planer av i frågavarande slag praktiskt taget alltid existerar i ett mycket stort antal företag som är omfattade av lagstiftningen. Antalet potentiella målföretag varierar självfallet men kan i vissa fall vara betydande.

Det sagda belyser den osäkerhet för den enskilde insidern som blir följderna om rekvisitet "förberedelseåtgärd" läggs till grund för förbudets inträde. Aktiemarknadsnämnden anser dock att en tidigareläggning av förbudets inträde är så angelägen att nämnden ändå vill tillstyrka förslaget. Nämnden är inte beredd att lägga fram något alternativt förslag till lagtext men förutsätter att man i den fortsatta beredningen ägnar stor uppmärksamhet åt frågan hur man bör avgränsa det straffbara området. Till vägledning i detta arbete vill nämnden ange några omständigheter som kan övervägas i syfte att åstadkomma en mer klar och entydig tidpunkt för förbudets inträde. Den utlösande åtgärden bör för det första ha kommit till klart uttryck genom utredningsdirektiv från ett organ inom bolaget på vilket det ankommer att fatta sådana beslut, såsom verkställande direktören eller koncernchefen om sådan finnes. Vidare bör gälla att det kan bedömas som sannolikt att de aktuella planerna, som kan ha manifesterats i undersökningar av skilda slag, kommer att resultera i att ett offentligt erbjudande lämnas. Det bör således inte anses tillräckligt för förbudets inträde att endast lösliga planer på ett förberedande stadium finns inom bolaget, även om dessa skulle vara sanktionerade av ovannämnda organ. Och inte heller bör planer som visserligen varit föremål för allvarliga överväganden men har skrinlagts anses relevanta.

Om det inte är möjligt att finna en mer klagörande formulering av lagtexten bör i varje fall tillses att motiveringen blir upplysande.

Det nyss kritiserade förslaget avses, som redan nämnts, gälla enbart handel med aktier i målbolaget. Som skäl för sitt förslag att låta handeln med aktier i det erbjudande bolaget regleras av 8 § första stycket 2 anför bankinspektionen att det med visst fog kan göras gällande att den föreslagna justeringen av 7 § alltför mycket skulle beskära möjligheterna att handla med aktier i det erbjudande bolaget.

Aktiemarknadsnämnden kan i princip ansluta sig till bankinspektionens

förslag. Enligt nämndens mening innebär förslaget för vissa fall att förbudet mot handel med "egna" aktier inträder samtidigt som förbudet vid handel med aktier i målbolaget, något som torde vara mycket sällsynt. I andra fall innebär förslaget att handeln med egna aktier kan fortgå längre än i fråga om handeln med aktier i målbolaget och längre än vad som är möjligt enligt gällande lag. Förslaget ger dessutom – med hänsyn till de rekvisit som uppställs i 8 § första stycket 2 – större möjligheter till en nyanserad tillämpning. På en punkt ställer sig nämnden frågande till förslaget, nämligen när det gäller personkretsen: Förslaget synes innebära att 7 § kommer att avse två olika personkretsar. I fråga om handel med aktier i målbolaget bibehålls den nuvarande beskrivningen, dvs arbets- eller uppdragstagare hos bolaget m fl. Beträffande handel med aktier i det erbjudande bolaget kommer enligt förslaget bestämmningen i 6 § av insiderbegreppet att vara styrande.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening bör personkretsen i båda fallen vara den som fn anges i 7 §.

Aktiemarknadsnämnden vill begagna tillfället att ta upp följande fråga som aktualiserats i nämndens verksamhet.

Offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag (målbolaget) föregås normalt av särskilda överenskommelser mellan det erbjudande bolaget och viss eller vissa aktieägare i målbolaget. Detta förfarande är för övrigt uttryckligen förutsatt i Näringslivets börskommittés (NBK) rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Arbets- eller uppdragstagare, som är insider i det erbjudande bolaget, är enligt lagtexten (7 §) förbjuden att köpa eller sälja aktier i målbolaget inte bara för egen räkning utan också för annans räkning. Uttrycket "för annans räkning" omfattar språkligt sett allt som inte sker "för egen räkning", dvs även handlande för det erbjudande bolagets räkning. Enligt nämndens mening strider en sådan tolkning mot de ändamålsöverväganden som ligger bakom bestämmelsen. Tolkningen innebär också att det förfarande som regelmässigt tillämpas vid bl. a offentliga uppköpserbjudanden och som till och med förutsattes i NBKs rekommendationer inte skulle vara tillåtet.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening bör med hänsyn till vad som nyss anförts uttrycket "för annans räkning" tolkas så att det inte omfattar ett handlande av arbets- eller uppdragstagare hos det erbjudande bolaget för detta bolags räkning. Att en sådan tolkning är riktig bör på lämpligt sätt klargöras i det nu aktuella lagstiftningsärendet.

Svenska bankföreningen:

Vad gäller handel med aktier i erbjudande bolag i samband med en övertagandesituation anser bankföreningen, på de av industriförbundet och Stockholms Handelskammare angivna skälen att inspektionens förslag att hänföra denna förbudssituation till 8 § i lagen inte lämpligen bör genomföras. Härutöver kan anmärkas att med inspektionens förslag kretsen av personer som vore underkastade förbudet skulle komma att inskränkas på ett sätt som kunde i flera fall uppfattas som stötande. Inspektionens förslag skulle sålunda medföra att endast sådana personer som har insynsställning

enligt 6 § skulle omfattas av det straffbara förbudet, medan andra i frågan väl så insatta personer i det erbjudande bolaget skulle gå fria från förbudet. Förbudet mot handel i erbjudande bolags aktier bör således alltså hänföras till 7 §.

För att sådan handel med aktier i det erbjudande bolaget som nu avses emellertid inte skall inskränkas utöver vad som kan vara motiverat anser bankföreningen att den idag gällande ordningen att frågan skall ha väckts i styrelsen eller styrelsen ha beslutat i frågan alltså skall gälla som förutsättning för ett förbud mot handel med detta bolags aktier.

Svenska fondhandlareföreningen:

Med hänsyn till behovet av stabilitet i regelsystemet även på områden i samhällslivet som förändras så snabbt som kapitalmarknaden, bör det enligt föreningens mening krävas att förutsättningarna väsentligen förändrats eller att väsentliga felbedömningar skett vid lagstiftningsarbetet för att ändringar skall ske efter så kort tid som ett år. Svårtillgängligheten i den aktuella lagstiftningen gör det särskilt angeläget att snara ändringar (andra än sådana som sker i förenklingssyfte) undviks, med mindre mycket starka skäl för ändringar visas föreligga.

Föreningen anser för sin del inte att det från tiden för utformningen, remissbehandlingen och införandet av lagen om värdepappersmarknadslagen i här aktuella delar inträffat någon förändring vad beträffar karaktären hos beslutsprocessen inför "take-over-bids" på den svenska aktiemarknaden.

Sveriges aktiesparares riksförbund:

Insiderlagstiftningen bör utsträckas till att avse även bolag på väntelistan och inofficiella listan. Dessa företags aktier noteras dagligen och utgör delvis mycket likvida placeringar. Med tanke på att merparten av de bolag som är noterade på dessa listor siktar på en inregistrering vid Stockholms fondbörs samt att tiden på lista skall ses som en provotid under vilken företagen skall visa att de uppfyller de krav som ställts på inregistrerade företag, anser förbundet det vara rimligt att även dessa bolag åläggs de villkor som följer av lagen om värdepappersmarknaden. Den krets av personer för vilka insiderförbudet gäller bör vidgas. Nuvarande lagstiftning kriminaliserar t. ex. inte den person som agerar som bulvan eller den person som på inrådan av insiders handlat för egen räkning. Endast insiders är kriminell i lagens mening. Förbundet menar att det finns anledning att ifrågasätta denna distinktion. Förvaltare och övriga ledande befattningshavare sitter löpande i situationer som kan inbjuda till privata placeringar i papper vilka man vet kommer att utgöra placeringsalternativ för fonderna. Ett tredje exempel är då en ledande funktionär i ett bolag sitter i styrelsen för ett aktiemarknadsbolag. Genom den insyn han erhåller i aktiemarknadsbolaget kan det bolag i vilket han är ledande funktionär erhålla information som detta bolag på ett otillbörligt sätt kan utnyttja i handeln med aktier i det aktuella aktiemarknadsbolaget.

2.3 Vidgad frågerätt för bankinspektionen

Prop. 1986/87:141

De föreslagna ändringarna i 24 § har i det väsentliga tillstyrkts eller lämnats utan erinran.

Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare, Nämnden för aktiemarknadsfrågor, Svenska Bankföreningen samt Svenska fondhandlareföreningen förutsätter dock att bankinspektionens frågerätt inte vites- eller straffsanktioneras.

Patent- och registreringsverket anser däremot att en möjlighet till vitesföreläggande bör komma i fråga för att frågerätten skall bli ett effektivt instrument.

Förslag till

Lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs att 7 och 24 §§ lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Har en svensk juridisk person beslutat att till en vidare krets lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag eller har frågan om ett sådant erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet, gäller följande. Den som fått kännedom om beslutet eller den väckta frågan i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller för säljning innan erbjudandet offentliggjorts eller den väckta frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall motsvarande gälla beträffande köp eller försäljning och föranledande till köp eller försäljning av aktie i detta bolag.

*Föreslagen lydelse*7 §¹

Har det hos en svensk juridisk person vidtagits någon åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag gäller följande. Den som fått kännedom om en sådan förberedande åtgärd i sin egenskap av arbets- eller uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller något av deras moderföretag får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja aktie i aktiemarknadsbolaget eller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller försäljning innan erbjudandet offentliggjorts eller frågan om offentligt erbjudande förfallit. Är den juridiska personen också ett aktiemarknadsbolag skall motsvarande gälla beträffande köp eller försäljning och föranledande till köp eller försäljning av aktie i detta bolag. En förberedande åtgärd som nu sagts skall alltid anses ha vidtagits när

1. frågan om offentligt erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet,

2. företrädare för den juridiska personen kommit överens med företrädare för aktiemarknadsbolaget om att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande, eller

3. den juridiska personen gjort eller låtit göra en utredning om de

¹ Senaste lydelse 1986:313.

Första stycket gäller även annan fysisk person som känner till *beslutet eller den väckta frågan* och som har andelar eller aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget, om innehavet utgör minst fem procent av samtliga sådana andelar eller aktier eller har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av rösterna för samtliga sådana andelar eller aktier.

Vid beräkningen av innehav enligt andra stycket skall de andelar eller aktier som ägs av den som är andels- eller aktieägaren närstående enligt 11 § första stycket 1–3 räknas med. Även lott i samfällt aktie- eller andelsinnehav skall räknas med på det sätt som sägs i 4 § fjärde stycket.

24 §

Om det finns anledning anta att en bestämmelse i 7 § eller 8 § överträtts, får bankinspektionen begära in uppgifter i utredningssyfte.

Inspektionen får begära in sådana uppgifter av

1. den som finns anledning anta har gjort överträdelsen,
2. det aktiemarknadsbolag vars aktier överträdelsen gäller,
3. den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,
4. moderföretaget till det aktiemarknadsbolag som avses i 2 eller till den juridiska person som avses i 3.

Finns det anledning anta att någon har överträtt andra bestämmelser i denna lag och är överträdelsen belagd med straff, får bankinspektionen i utredningssyfte också infordra uppgifter av denne.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 1987.

affärsmässiga förutsättningarna för ett offentligt erbjudande eller en plan för erbjudandets genomförande.

Första stycket gäller även annan fysisk person som känner till *åtgärden* och som har andelar eller aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget, om innehavet utgör minst fem procent av samtliga sådana andelar eller aktier eller har ett röstvärde som motsvarar minst fem procent av rösterna för samtliga sådana andelar eller aktier.

Om det finns anledning anta att en bestämmelse i 7 § eller 8 § överträtts, får bankinspektionen begära in uppgifter i utredningssyfte.

Inspektionen får begära in sådana uppgifter av

1. den som *det* finns anledning anta har gjort överträdelsen,
2. det aktiemarknadsbolag vars aktier överträdelsen gäller,
3. den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,
4. moderföretaget till det aktiemarknadsbolag som avses i 2 eller till den juridiska person som avses i 3,
5. *fondkommissionär,*
6. *någon annan som köpt eller sålt aktie i aktiemarknadsbolag, om det finns anledning anta att köpet eller försäljningen föranletts av otillåtet råd eller därmed jämförlig åtgärd som avses i 7 eller 8 §.*

Utdrag ur protokoll vid sammanträde 1987-03-19

Närvarande: f. d. justitierådet Hult, justitierådet Erik Nyman, regeringsrådet Dahlman.

Enligt protokoll vid regeringssammanträde den 12 mars 1987 har regeringen på hemställan av statsrådet Johansson beslutat inhämta lagrådets yttrande över förslag till lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

Förslaget har inför lagrådet föredragits av hovrättsassessorn Per Holmstrand.

Förslaget föranleder följande yttrande av *lagrådet*:

Aktiemarknadsnämnden har i sitt remissyttrande över bankinspektionens skrivelse med förslag till ändringar i den nu aktuella lagen framfört, att uttrycket "för annans räkning" i 7 § första stycket andra meningen bör tolkas så att det inte omfattar ett handlande av arbets- eller uppdragstagare hos det erbjudande bolaget för detta bolags räkning. Att en sådan tolkning är riktig bör enligt nämnden på lämpligt sätt klargöras i lagstiftningsärendet. Föredragande statsrådet har med anledning härav uttalat, att förbudsbestämmelserna i 7 § inte har till syfte att lägga hinder i vägen för de aktieköp som det erbjudande bolaget gör för att jämna vägen för ett offentligt erbjudande.

Enligt lagrådets mening är den nu åsyftade innebörden av lagen av sådan praktisk betydelse, att den bör komma till uttryck i en regel i lagtexten. Lagrådet förordar därför, att till 9 § andra stycket fogas en ny punkt av följande lydelse:

"6. köp, i fall som avses i 7 §, för den juridiska personens räkning av aktie i aktiemarknadsbolaget."

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 26 mars 1987

Närvarande: statsrådet Feldt, ordförande, och statsråden Hjelm-Wallén, Peterson, Bodström, Göransson, R. Carlsson, Holmberg, Wickbom, Hultström, Lindqvist, G. Andersson, Lönnqvist

Föredragande: statsrådet Feldt

Proposition om ändringar i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

1 Anmälan av lagrådsyttrande

Föredraganden anmäler lagrådets yttrande (beslut om lagrådsremiss fattat vid regeringssammanträde den 12 mars 1987) över förslag till lag om ändring i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

Föredraganden redogör för lagrådets yttrande och anför.

Lagrådet har, med hänvisning till vad föredraganden, statsrådet Johansson, i motiveringen till det remitterade förslaget uttalat om innebörden av bestämmelsen i 7 § lagen om värdepappersmarknaden, föreslagit att det i lagen uttryckligen anges att köp av aktier i målbolaget för det erbjudande bolagets räkning inte står i strid med förbudsregeln. Jag ansluter mig till det lagrådet anför och föreslagit.

2 Hemställan

Med hänvisning till vad jag nu anför hemställer jag att regeringen föreslår riksdagen att anta det av lagrådet granskade lagförslaget med vidtagen ändring.

3 Beslut

Regeringen ansluter sig till föredragandens överväganden och beslutar att genom proposition föreslå riksdagen att anta det förslag som föredraganden har lagt fram.