



**EKONOMI  
HÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

Magisteruppsats  
FEK 591  
VT 2005

# Stockholmsbörsens informationsregler och den effektiva marknadshypotesen

- En praktisk studie -

**Författare:**  
Jesper Schönbeck

**Handledare:**  
Maria Gårdängen  
Christer Kedström

# Sammanfattning

<b>Titel:</b>	Stockholmsbörsens informationsregler och den effektiva marknadshypotesen
<b>Seminarie-datum:</b>	2005-08-26
<b>Kurs:</b>	FEK 591 Magisteruppsats, 10 poäng, Finansiering
<b>Författare:</b>	Jesper Schönbeck
<b>Handledare:</b>	Maria Gårdängen, Christer Kedström
<b>Fem nyckelord:</b>	Stockholmsbörsens regler, effektiva marknadshypotesen, praxis, intervjuer, informationsgivning.
<b>Syfte:</b>	Syftet är att beskriva regelverket kring och teorin bakom kravet på offentliggörande för noterade bolag på Stockholmsbörsen samt analysera om den befintliga regleringen verkligen uppfyller de krav som ställs enligt den effektiva marknadshypotesen.
<b>Metod:</b>	Kvalitativ metod med deduktiv ansats.
<b>Teoretiska perspektiv:</b>	Effektiva marknadshypotesen, Stockholmsbörsens informationsregler.
<b>Empiri:</b>	Intervjuer, praxis.
<b>Slutsatser:</b>	Det finns vissa brister i Stockholmsbörsens informationsregler. För det första krävs det hårdare sanktioner för att komma tillrätta med tveksamma kalkyler som väger för- och nackdelar med att lämna bristfälligt eller felaktig information. För det andra krävs det att Stockholmsbörsens disciplinnämnd implementerar de hårdare sanktionerna i sin praxis. Ett införande av en kombinerad lagstiftning och självreglering hade också varit att föredra för att öka kretsen av aktörer som omfattas av reglerna. Införandet av en ramlag som stadgar att aktörer som handlar på Stockholmsbörsen även måste följa börsens regler hade medfört en större säkerhet för tillfredsställande informationsgivning. Ett system med de ovan föreslagna ändringarna hade i högre grad än dagens uppfyllt den effektiva marknadshypotesens krav på offentliggörande av kursdrivande information.

# Summary in English

- Title:** The Exchange of Information Rules of the Stockholm Stock Exchange and the Efficient Market Hypothesis.
- Seminar date:** August 26 2005
- Course:** Master thesis in business administration, 10 Swedish credits (15 ECTS). Major in Finance.
- Author:** Jesper Schönbeck
- Advisors:** Maria Gårdängen, Christer Kedström
- Five key words:** Rules of the Stockholm Stock Exchange, Efficient Market Hypothesis, case law, interviews, disclosure.
- Purpose:** The purpose is to describe the regulations regarding and the theory behind the exchange of information for listed companies on the Stockholm Stock Exchange, and to analyse if and how the present regulations fulfils the requirements stated by the Efficient Market Hypothesis.
- Methodology:** Qualitative methodology with a deductive approach.
- Theoretical perspectives:** Efficient Market Hypothesis, the Exchange of Information Rules of the Stockholm Stock Exchange.
- Empirical foundation:** Interviews, case law.
- Conclusions:** This thesis has discovered some imperfections of the Exchange of Information Rules of the Stockholm Stock Exchange. To correct these errors you first of all need to increase the sanctions in order to get hold of doubtful cost-benefit calculations, where the investors evaluate the advantages and disadvantages of exchanging faulty information. Secondly the Disciplinary Committee of the Stockholm Stock Exchange have to sharpen up their practise. Furthermore, a suggestion is to introduce a combined legislation and self regulation. This way the Exchange of Information Rules would be applicable to all investors doing business on the Stockholm Stock Exchange. A system with the above proposed suggestions would indeed lead to greater fulfilment of the disclosure requirements of the Efficient Market Hypothesis, than the present order.

# Ordlista och förkortningar

AMN	Aktiemarknadsnämnden
Disciplinnämnden	Stockholmsbörsens disciplinnämnd
EMH	Effektiva marknadshypotesen
FI	Finansinspektionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
MBO	Management Buy Out
NBK/OE	Näringslivets Börskommittés regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, från 2003-09-01.
Noteringsavtalet	Stockholmsbörsens noteringsavtal, från 2003-09-01.
NBK	Näringslivets Börskommitté
Prop.	Proposition
SOU	Statens Offentliga Utredningar
VD	Verkställande direktör

# Innehållsförteckning

<b>Inledning</b> .....	<b>7</b>
<b>1 Bakgrund</b> .....	<b>7</b>
<b>2 Problemställning</b> .....	<b>8</b>
<b>3 Syfte</b> .....	<b>9</b>
<b>4 Avgränsningar</b> .....	<b>9</b>
<b>5 Definitioner och terminologi</b> .....	<b>9</b>
<b>6 Disposition</b> .....	<b>11</b>
<b>Metod</b> .....	<b>12</b>
<b>1 Ämnesval</b> .....	<b>12</b>
<b>2 Metodval</b> .....	<b>12</b>
2.1 Kvalitativ metod.....	12
2.2 Deduktiv ansats .....	13
<b>3 Datainsamling</b> .....	<b>13</b>
<b>4 Målgrupp</b> .....	<b>15</b>
<b>5 Metodreflektion</b> .....	<b>15</b>
<b>6 Källkritik</b> .....	<b>15</b>
<b>Teori</b> .....	<b>18</b>
<b>1 Marknadseffektivitet</b> .....	<b>18</b>
1.1 Inledning .....	18
1.2 Effektiva marknadshypotesen .....	18
1.2.1 Grundläggande forskning .....	18
1.2.2 Vidare forskning .....	20
<b>2 Informationsgivning</b> .....	<b>22</b>
2.1 Inledning .....	22
2.2 Medvetenheten i Sverige .....	23
<b>3 Börsregler</b> .....	<b>23</b>
3.1 Inledning .....	23
3.2 NBK:s regler om offentliga erbjudanden .....	24
3.2.1 Tillämpning av reglerna .....	24
3.2.2 Genomgång av aktuella regler .....	25
3.3 Noteringsavtalet .....	27
3.3.1 Inledning.....	27
3.3.2 Informationsregler.....	28
3.4 Sanktioner.....	30
3.4.1 Allmänt .....	30
3.4.2 Sanktionsmöjligheter .....	31

Empiri .....	33
<b>1 Inledning</b> .....	<b>33</b>
<b>2 Praxis</b> .....	<b>33</b>
2.1 AMN .....	34
2.2 Disciplinnämnden.....	35
<b>3 Branschens uppfattning om börsreglerna</b> .....	<b>37</b>
3.1 Inledning .....	37
3.2 Jurister .....	38
3.3 Investmentbankirer .....	39
3.4 Styrelseproffs och börs-VD .....	40
3.5 Stockholmsbörsens övervakningsenhet.....	41
3.6 Sammanfattning.....	42
<b>4 Avslutande anmärkningar</b> .....	<b>43</b>
Analys .....	44
<b>1 Inledande anmärkningar</b> .....	<b>44</b>
<b>2 Reglernas förenlighet med EMH:s krav</b> .....	<b>44</b>
2.1 Teoretisk bakgrund .....	44
2.2 Analys av praxis.....	46
2.2.1 AMN .....	46
2.2.2 Disciplinnämnden .....	47
2.3 Analys av intervjuer.....	48
2.3.1 Renommé.....	49
2.3.2 Reglernas funktion.....	50
2.4 Avslutning .....	51
<b>3 Internationella aktörer</b> .....	<b>51</b>
<b>4 Avslutande anmärkningar</b> .....	<b>53</b>
Slutsats .....	54
<b>1 Övergripande slutsatser</b> .....	<b>54</b>
<b>2 Förslag till vidare forskning</b> .....	<b>55</b>
Källförteckning .....	57
Bilaga.....	62

# Inledning

---

## 1 Bakgrund

”TDC hade insiderinformation om Song”. Så inleds en artikel i Affärsvärlden från början av 2005. Författaren av artikeln visar tydligt sitt missnöje med att det svenska bolaget Song slapp prickning från Stockholmsbörsen. Med formuleringar som: ”Om något visar det tydligt vilken lekstuga som Stockholmsbörsen verkligen är” samt ”Beskedet från Stockholmsbörsen är häpnadsväckande” kritiserar författaren den befintliga regleringen på Stockholmsbörsen (Nachemson-Ekwall, Affärsvärlden 050111). Med artiklar som den här är det lätt att få en uppfattning om att Stockholmsbörsens regelverk har uppenbara brister. För att utreda om så var fallet bestämde jag mig för att ta upp problematiken i ett examensarbete inom juris kandidatutbildningen vid Lunds Universitet. Examensarbetet<sup>1</sup> behandlar frågor om informationsgivning vid publika förvärv. Examensarbetets problemställning delas in i två faser, den första med avseende på målbolaget och dess agerande och den andra på möjliga sanktionsmöjligheter och problem som kan uppkomma i samband med verkställigheten av sanktionerna. Den första delen tar sikte på målbolagets agerande i en uppköpssituation, vilka informations- och lojalitetsregler som styr uppträdandet. I den andra delen intas mer ett makroperspektiv med avseende på informationsreglerna och de befintliga reglernas styrkor och svagheter analyseras för att se huruvida en reform kan vara behövlig.

I det juridiska examensarbetet behandlas även en del bakomliggande ekonomisk teori rörande marknadseffektivitet och vilka krav som ställs på effektiviteten. Utgångspunkten är den effektiva marknadshypotesen (EMH) som i korthet innebär att information som tillkännages om ett företag kommer att diskonteras i bolagets aktiekurs (Fama, 1970:383).<sup>2</sup> För att EMH skall gälla är en av förutsättningarna att det finns klara och tydliga informationsregler på aktiemarknaden, så att alla spelare vet när, hur och vilken information som skall offentliggöras (af Sandeberg, 2001:29). För Sveriges del utgörs dessa informationsregler primärt av de stadgande som finns i Stockholmsbörsens noteringsavtal med bilagor.<sup>3</sup>

Det juridiska examensarbetet utreder och analyserar de befintliga reglernas funktion och efterlevnad. En intressant fråga som uppkom under skrivandet av examensarbetet var hur reglerna iakttog de krav som ställs enligt ekonomisk forskning kring marknadseffektivitet. Då den frågan låg utanför den juridiska analysen fanns det tyvärr inte möjlighet att utreda detta närmre i examensarbetet. Idén föddes då att skriva en magisteruppsats i

---

<sup>1</sup> För examensarbetet i sin helhet se Juridiska Fakulteten vid Lunds Universitets hemsida, <http://www.jur.lu.se/internet/biblioteket/examensarbeten.nsf> och sök på författarens namn.

<sup>2</sup> Detta stadgande är en grov förenkling och teorin bakom EMH kommer att redogöras för mer utförligt i teoriavsnittets kapitel 1 nedan.

<sup>3</sup> En redogörelse av de svenska börsregler som finns, samt en legitimering av valet av referens till Stockholmsbörsen kommer att ges nedan i teoriavsnittets kapitel 3.

## Inledning

företagsekonomi som kunde utreda frågan närmre. Som ovan nämnts är en viktig förutsättning enligt EMH är att all publik information på marknaden är kostnadsfri och tillgänglig för alla (Fama, 1970:387). Som af Sandeberg påpekar måste det finnas klara och tydliga regler för att ett sådant krav skall kunna uppfyllas. Reglerna finns, men hur tillämpas de i praktiken, vilka effekter får de på marknaden och uppfylls de krav som ställs enligt EMH?

Finns det mer att önska av bolagen på Stockholmsbörsen när det gäller informationsgivning och offentliggörande av väsentlig information? Enligt tidningen affärsvärlden finns det sannerligen det. I en artikel från 2004 heter det att *"Flera av de största bolagen på Stockholmsbörsen visar stora brister i sin hantering av pressmeddelanden och rapporter"* (Agerman, Affärsvärlden 040517). I artikeln framhålls vidare att Stockholmsbörsens informationsregler utmanas. Agerman skriver att *"I flera fall rör det sig om information som visar att börsbolagen utmanar börsens regler om informationsgivning. Det gäller främst den så kallade generalklausulen som ska fungera som ledlyd för informationsgivningen till marknaden."* (Agerman, Affärsvärlden 040517). Om Agermans påståenden stämmer, innebär det att spelreglerna för en rättvis handel inte fungerar tillfredsställande i Sverige idag. För att se hur det förhåller sig i praktiken krävs det en undersökning som utreder hur reglerna tillämpas och uppfattas. Är reglerna tillräckligt tydliga? Följs de i praktiken? Och vilka incitament skapar de för marknadsaktörer? Det är många frågor som är oklara och behöver besvaras.

## **2 Problemställning**

Enligt teorin måste det finnas klara och tydliga regler rörande offentliggörandet av information för att det ens skall bli aktuellt att prata om EMH (Se vidare bland annat af Sandeberg, 2001:29). I Sverige finns dessa regler utspridda i en rad olika författningar, men den största delen utgörs av så kallad självreglering.<sup>4</sup> Då informationsreglerna inte sällan aktualiseras i situationer där svåra gränsdragningar blir aktuella, som till exempel förvärvssituationer eller internationella situationer, kan det vara svårt att upprätthålla dem konsekvent. Det kan således uppkomma situationer där en rad olika intressen, bland annat informationsreglerna, spelar in i företagets strategiska val. Frågan kan då ställas hur starka incitament de befintliga informationsreglerna ger för de enskilda företagen. Då utgångspunkten i denna uppsats är att informationsreglernas syfte är att uppfylla ett av grundkraven för en effektiv marknad, kan frågan ställas huruvida så är fallet vad gäller de svenska reglerna.

---

<sup>4</sup> Det aktuella regelverket kommer att redogöras för nedan teoriavsnittets kapitel 3. Där kommer det även att förklaras en rad nyckelbegrepp som till exempel vad begreppet noterade bolag innefattar i denna uppsats terminologi.



## Inledning

Frågor som uppkommer och vilka skall behandlas i denna magisteruppsats är:

- Uppfyller Stockholmsbörsens informationsregler i praktiken de krav som ställs på offentliggörande enligt den effektiva marknadshypotesen?
- Gäller det även för bolag som inte är noterade på Stockholmsbörsen, men verksamma på den svenska marknaden, exempelvis utländska företag?

### **3 Syfte**

Syftet är att beskriva regelverket kring och teorin bakom kravet på offentliggörande för noterade bolag på Stockholmsbörsen samt analysera om den befintliga regleringen verkligen uppfyller de krav som ställs enligt den effektiva marknadshypotesen.

### **4 Avgränsningar**

I och med att syftet är så pass fokuserat behövs egentligen inga avgränsningar. Ett par förtydligande kan dock vara på sin plats för att klargöra uppsatsens inriktning. För det första är det Stockholmsbörsens regler om offentliggörande (informationsreglerna) som skall beskrivas och analyseras. Det rör sig alltså endast om den svenska marknaden. Korta referenser till andra regelverk och lagstiftning kommer dock att ges om det behövs för tydlighetens skull. Något som inte kommer att behandlas är den straffrättsliga insiderlagstiftningen, vilket man kanske tycker skulle vara lämpligt vid studiet av den effektiva marknaden. Insiderstrafflagen kommer trots detta inte att studeras då uppsatsen skulle tappa fokus och ett studium inte skulle tillföra så mycket till resultaten. Uppsatsen är vidare begränsad till detta specifika problem om Stockholmsbörsens informationsregler uppfyller kraven på offentliggörande enligt den effektiva marknadshypotesen. Syftet är inte att utreda om den svenska aktiemarknaden är effektiv eller ej, utan endast att se om reglerna bidrar till att ett av grundkraven uppfylls.

### **5 Definitioner och terminologi**

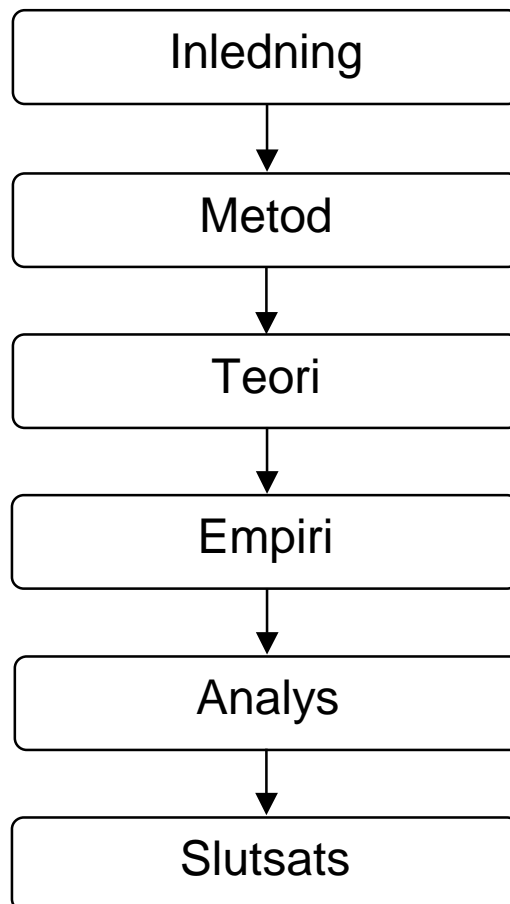
I uppsatsen används en rad begrepp som återkommer vid flera tillfällen. De flesta begrepp har den innebörd de har i normalt språkbruk. Vissa av begreppen har däremot en speciell innebörd i denna uppsats och kan därför behöva definieras. För det första kan det vara aktuellt att definiera vad som menas med aktör. En aktör är enligt uppsatsens terminologi en juridisk person, dvs. ett företag, vilket oftast är ett aktiebolag eller en annan associationsform. Med utländska aktörer menas vidare företag som är registrerade i något annat land än Sverige. En aktör kan således vara ett bolag som gör affärer på Stockholmsbörsen. Inriktningen på bolaget kan däremot skilja sig åt. Det kan vara såväl operativa som finansiella bolag, fonder etc.

## Inledning

Med börsregler och informationsregler menas vidare de regler som redogörs för i teoriavsnittets kapitel 3. Börsreglerna är i princip Näringslivets Börskommittés regler om offentliggörande samt de regler som framgår av Stockholmsbörsens noteringsavtal. På ett flertal tillfällen används begreppet informationsgivning, vilket i princip innebär utgivande eller distribuerande av information. Detta kan ske genom offentliggörande till hela marknaden eller på ett mer privat plan till enskilda aktörer. När det refereras till informationsregler refereras det till de regler som reglerar offentliggörande till marknaden, men även i viss mån privat informationsgivning. Börsreglerna innehåller olika former av informationsregler som i sin tur innehåller stadganden om informationsgivning.

## 6 Disposition

Uppsatsen är indelad i avsnitt och avsnitten i sin tur i kapitel. Detta för att tydligt dela in uppsatsen i olika faser. Vissa läsare kanske tycker att det känns ovanligt att varje avsnitt eller block börjar med nytt kapitel men enligt min uppfattning ökar det överblickbarheten på uppsatsen. När referenser ges till de olika avsnitten anges först vilket avsnitt det rör sig om och sedan i vilket kapitel den aktuella informationen kan hittas. Dispositionen följer ett traditionellt mönster, med undantag för avsnittsindelningen, och börjar med inledning, metod följt av teori, empiri, analys och avslutningsvis en slutsats. I början av varje avsnitt ges en kort inledning för att vägleda läsaren och förklara vad avsnittet kommer att behandla. En illustration över uppsatsens disposition finns även nedan för att underlätta navigeringen.



# Metod

---

## 1 Ämnesval

Tanken att skriva om detta ämne föddes, som ovan nämnts, när jag skrev mitt examensarbete i juridik. I det examensarbetet var en delfrågeställning huruvida informationsreglerna i samband med publika förvärv verkligen ledde till avsedd regeltillämpning. Svaret på den frågan i examensarbetet blev att informationsreglerna i stort ledde till den regeltillämpning som var avsedd. Som anges i inledningen finns det en rad problem förknippade med informationsgivning för börsbolag och avståndet mellan juridik och ekonomi kan ibland vara stort. Frågan i den här magisteruppsatsen är istället om Stockholmsbörsens regler uppfyller de krav på offentliggörande som uppställs enligt EMH. Problemet är intressant och har forskarvärde eftersom börsreglernas syfte är att uppfylla de krav som uppställs i den ekonomiska teorin. Jag tror att det är många jurister som inte skulle hålla med mig på den punkten, men min uppfattning är i alla fall att reglerna har till uppgift att simulera de effekter som hade blivit fallet på en perfekt marknad. Att utreda och analysera börsreglerna i praktiken är något som jag anser vara en mycket viktig uppgift som förhoppningsvis bidrar med betydelsefullt material till den ständigt pågående forskningen kring den effektiva marknaden.

## 2 Metodval

### 2.1 Kvalitativ metod

Som alltid när en uppsats skall skrivas gäller det att hitta den bästa metoden, vilket inte är helt enkelt. Det gäller att hitta den metoden som uppfyller uppsatsens syfte bäst. Magisteruppsatsen ämnar analysera de juridiska reglernas uppfyllelse av de krav som ställs enligt EMH. Det empiriska materialet baseras på intervjuer och praxis, vilket kan klassificeras som så kallad mjukdata, det vill säga värderingar, uppfattningar och attityder. En lämplig metod, enligt metodlitteraturen, är i sådana fall en kvalitativ metod (Lundahl & Skärvad, 1992:82). Vidare påtalas det att den kvalitativa metoden hjälper till och möjliggör att forskaren får en helhetsbild (Holme & Solvang, 1997:79).

Holme & Solvang nämner fem tekniker som innefattas i kvalitativ metod: informantintervjuer, respondentintervjuer, analys av källor, deltagande observation och direkt observation (Holme & Solvang, 1997:91). I denna magisteruppsats kommer jag att använda mig av två av dessa tekniker, nämligen respondentintervjun och källanalysen. När det gäller respondentintervjun så skiljer den sig mot informantintervjun på det sättet att i den förra intervjuas personer som är delaktiga i den företeelse som studeras. När det gäller informantintervjun så intervjuas en person som står utanför företeelsen, precis som författaren. Holme & Solvang kallar informanten även för ersättningsobservatör (Holme & Solvang, 1997:104). Anledningen till att intervjutekniken i denna uppsats kan klassificeras som respondentintervju är

## Metod

att människor verksamma eller tidigare verksamma på den svenska aktiemarknaden kommer att intervjuas. Förutom intervjuer kommer även en källanalys att genomföras. De källor som avses är regler, avtal, lagar, förarbeten och praxis. Enligt Holme & Solvangs terminologi är detta så kallade normativa eller värderande källor (Holme & Solvang, 1997:126).

### **2.2 Deduktiv ansats**

Magisteruppsatsen har befintlig teori om den effektiva marknaden som utgångspunkt, vilket enligt Patel & Davidson kan klassificeras som en deduktiv ansats. För att använda deras terminologi följs bevisandets väg. En deduktiv metod kännetecknas av att författaren utgår ifrån befintliga teorier och sedan empiriskt försöker se hur det förhåller sig i verkligheten. Teorin bestämmer därmed vilken information som skall samlas in (Patel & Davidson, 1994:21). En deduktiv ansats passar alltså bra på denna magisteruppsats, eftersom befintlig teori om den effektiva marknaden först studeras. Utifrån teorin analyseras sedan de svenska reglernas uppfyllelse av de krav som uppställs av teorin med hjälp av intervjuer och praxis. Först går alltså relevant teori igenom för att sedan genom empirin försöka se hur det förhåller sig i verkligheten. I detta fall handlar det att se om Stockholmsbörsens informationsregler i praktiken uppfyller de krav på offentliggörande som uppställs i den effektiva marknadshypotesen.

## **3 Datainsamling**

Datainsamlingen består dels av intervjuer och rättspraxis men även av artiklar och litteratur på området. Litteraturen har inhämtats genom sökningar i diverse databaser och bibliotekskataloger. Artiklar är främst hämtade i elektroniskt format från Lunds Universitets bibliotekstjänsts ELIN (<http://elin.lub.lu.se>), där många erkända tidskrifter finns att ladda ner i fulltext. I dessa artiklar finns det sedan referenser till lämpliga artiklar på området. En hel del rättskällor såsom lagtext, regler och avtal har också studerats. Informationen har främst inhämtats genom den juridiska Internetportalen Thomson fakta (<http://www.thomsonfakta.se>). Information har även hämtats från de självreglerande organens hemsidor såsom Aktiemarknadsnämnden (<http://www.aktiemarknadsnamnden.se>), Näringslivets börskommitté (<http://www.naringslivetsborskommitte.se>) samt Stockholmsbörsen (<http://www.stockholmsborsen.se>). Avslutningsvis har inspiration hämtats från en rad affärstidningars och juridiska tidskrifters hemsidor såsom Affärsvärlden (<http://www.afv.se>), Financial Times (<http://www.ft.com>), Veckans Affärer (<http://www.va.se>), Dagens Industri (<http://www.di.se>), The Wall Street Journal (<http://online.wsj.com>), Svensk Juristtidning (<http://www.svjt.se>), Juridisk Tidskrift (<http://www.jt.se>) samt Balans (<http://www.far.se/balans/>). Även Riksdagens (<http://www.riksdagen.se>) samt Regeringens (<http://www.regeringen.se>) hemsidor har varit värdefulla redskap för att hitta nya uttalanden och utredningar.

## Metod

Empirin har inhämtats på olika sätt. Praxis har hämtats från respektive organisations hemsida där alla avgöranden finns att ladda ner och skriva ut i fulltext. Eftersom praxis är hämtad från de officiella hemsidorna som administreras av organisationerna själva, är det material som finns publicerat tillförlitligt. Aktiemarknadsnämndens praxis har laddats ner från deras officiella hemsida <http://www.aktiemarknadsnamnden.se> där de flesta fall<sup>5</sup> finns indelade i olika kategorier. Stockholmsbörsens disciplinnämnds praxis har hämtats från Stockholmsbörsens hemsida <http://www.stockholmsborsen.se> där alla disciplinärenden finns listade. Disciplinärendena finns även att tillgå i handledningen till Stockholmsbörsens noteringsavtal (Se Börsregler 2003/2004). När det gäller urvalet av praxis kan dock ett par påpekanden vara på sin plats. De fall som avgjorts av AMN finns som ovan angivits att tillgå på AMN:s hemsida (AMN.se). Det är dock inte alla fall (se not 5) som publiceras på AMN:s hemsida. Huvudregeln är att all fall som avgörs och tillställs parterna, även skall publiceras. På begäran av parterna kan dock ett fall bli konfidentiellt under en begränsad tid eller permanent (Se vidare AMN.se). Den praxis från AMN som redogörs för i denna magisteruppsats är således den praxis som är offentliggjord på hemsidan. Det kan alltså finnas konfidentiella fall som behandlar likadana frågor. De slutsatser som dras ifrån AMN:s praxis bygger följaktligen på de publicerade fallen. Trots att det kan finnas fler fall av intresse (vilka är konfidentiella) får urvalet i uppsatsen anses tillräckligt. För det första är de konfidentiella fallen väldigt få och för det andra framgår AMN:s ståndpunkt tydligt av de nedan refererade fallen. Ett liknande förtydligande kan även vara på sin plats när det gäller Stockholmsbörsens disciplinnämnds praxis. I Stockholmsbörsens fall publiceras dock alla avgjorda ärenden, varför samma problematik inte föreligger ([www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se)). Både när det gäller Aktiemarknadsnämnden och Stockholmsbörsens disciplinnämnd finns det ytterligare ett påpekande att göra när det gäller urvalet. De fall som redogörs för nedan i empiriavsnittet är de fall som berör uppsatsens problematik, de fall som finns att tillgå. Urvalet är således en uttömmande redogörelse för det fall som finns idag.

Intervjuerna har genomförts personligen (muntliga intervjuer) eller genom e-post (e-postintervjuer).<sup>6</sup> En rad olika personer har intervjuats för att få en så god bild av problematiken som möjligt. Personerna representerar olika delar av finansmarknaden och ger olika infallsvinklar och värdefull kunskap till uppsatsens problemområden.<sup>7</sup> Några av intervjuerna genomfördes för mitt examensarbete i juridik och skedde på våren 2005. De har emellertid kompletterats för magisteruppsatsen för att belysa de problem som är speciella för denna. Övriga, och större delen, intervjuer har genomförts under sommaren 2005.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Förutom de fall som av olika skäl är anonyma.

<sup>6</sup> För ett exempel på intervjumallen se Bilagan.

<sup>7</sup> Se vidare i empiriavsnittet, kapitel 3.1 där de olika intervjuobjekten presenteras.

<sup>8</sup> För mer information om tillvägagångssättet vid intervjuerna se empiriavsnittet, kapitel 3.1.

## 4 Målgrupp

Målgruppen för magisteruppsatsen är ekonomistudenter med inriktning finansiering samt yrkesverksamma ekonomer inom finansbranschen. Det förekommer dock en hel del juridisk terminologi och juridiska begrepp som kan kännas främmande för en ekonom. Terminologin hålls emellertid på en relativt lättfattlig nivå och de flesta begrepp förklaras och definieras för att öka förståelsen. Uppsatsen torde även kunna väcka intresse hos affärsinriktade jurister med visst ekonomiskt kunnande. I uppsatsen förutsätts det dock att läsaren är bekant med erkända ekonomiska termer och några närmre förklaringar av dessa kommer inte att ges.

## 5 Metodreflektion

I uppsatsen används en kvalitativ metod med deduktiv ansats. Valet av metod har förklarats ovan och anses passa bäst för problemställningen i uppsatsen. Metoden har fungerat bra under arbetets gång och hjälpt till att svara på frågeställningarna på ett tillfredsställande sätt. Kvalitativa undersökningar visar på en helhetsbild av ett problem. Genom ett fåtal undersökta objekt går det att generalisera och dra slutsatser. Nackdelen är att man inte kommer lika djupt i problemet som vid en kvantitativ analys, det finns en risk för att man inte täckt in alla väsentliga data (Holme & Solvang, 1997:80). Jag är medveten om det här problemet i uppsatsen och har tänkt på det vid skrivandet av slutsatserna. Problemmrådet är emellertid smalt och analyserar endast Stockholmsbörsens informationsregler och deras praktiska förenlighet med EMH:s krav på offentliggörande. Uppsatsen aspirerar alltså inte på att utreda om den svenska aktiemarknaden är effektiv, utan endast att utreda reglernas praktiska tillämpning. Tack vare detta går det att generalisera samtidigt som ett vetenskapligt djup bibehålls. Genom att genomföra en kvalitativ studie kan branschens uppfattning tillsammans med praxis studeras och analyseras för att se hur reglerna tillämpas i praktiken. Uppsatsen bidrar på så sätt med att tillföra forskningen information om och hur reglerna i praktiken uppfyller de krav på offentliggörande som uppställs i den effektiva marknadshypotesen. Förhoppningsvis kan informationen användas av andra forskare som skall genomföra kvantitativa analyser av den svenska aktiemarknadens effektivitet.

## 6 Källkritik

Det är alltid viktigt att göra en kritisk källanalys när en uppsats skrivs. Enligt metodlitteraturen kan kritiken delas upp i extern och intern källkritik. Den externa kritiken har till ändamål att utreda om källan är äkta och ger en sann bild eller inte. Som exempel nämns att en person kan ha refererat en text som den personen aldrig läst. När det gäller den interna källkritiken så är det en mycket kritisk granskning av källans interna egenskaper. Viktiga frågor som bör ställas när en intern granskning skall genomföras är (Bell, 1995:68):

## Metod

1. Vad är det för typ av källa?
2. Vad är källans egentliga innehåll?
3. Vem är källans upphovsman och vad hade han för syfte med källan?
4. Hur kom källan till?
5. Är källan typisk för den kategorin av källor?
6. Är det en fullständig källa?

Alla dessa frågor behöver inte ställas, med det kan vara bra att ha en checklista för att verkligen vaska fram bra och trovärdiga källor (Bell, 1995:69). De källor som har använts i magisteruppsatsen är litteratur, artiklar, lagar, regler, avtal, förarbeten, praxis samt intervjuer. När det gäller litteraturen är den skriven av så pass erkända författare både inom det juridiska och ekonomiska området att äktheten av dessa inte behöver ifrågasättas. De frågor som ställs i den interna analysen har använts vid studerandet av litteraturen för att på så sätt vaska fram väsentlig information till uppsatsen. Samma sak kan i princip sägas om artiklarna. Skillnaden är dock att det finns en hel del skiljaktigheter i artiklarna, vilket det inte finns på samma sätt i litteraturen. Det råder dock inte skiljaktigheter om det som magisteruppsatsen skall behandla varför det inte finns någon risk för subjektivitetsproblem.<sup>9</sup> Lagar, regler, avtal och förarbeten klarar självfallet också den externa källkritiken då de är utgivna av myndigheter och officiella organisationer. När det gäller juridiskt material påtalar dock Bell att man oftast måste behärska ett visst språkbruk för att tolka källan rätt (Bell, 1995:68). Eftersom jag även är skolad i det juridiska ämnet torde emellertid inte det juridiska språkbruket vara något problem för magisteruppsatsen. Den praxis som studeras i uppsatsen är publicerad av Aktiemarknadsnämnden och Stockholmsbörsens disciplinnämnd och är därför både autentisk och äkta. Vid analyserandet och studerandet av praxis är det dock mycket viktigt att skilja på det som parterna säger (vilket är en subjektiv uppfattning) och det som nämnden eller domstolen säger (vilket är den objektiva och väsentliga uppfattningen). Eftersom medvetenheten om problemet finns skall det inte finnas någon risk för sådana misstag i magisteruppsatsen.

Den källa som ställer till störst tolkningsproblem är intervjuerna. Intervjuerna har genomförts dels muntligen och dels genom e-post.<sup>10</sup> Eftersom personer verksamma i olika delar av finansbranschen har intervjuats får spridningen på intervjuobjekten anses vara god. När det gäller intervjuer finns det dock alltid en risk för skevhet (bias) i utfallet. Som Bell påpekar beror det primärt på att det är människor och inte maskiner som intervjuar och intervjuas. Om intervjuaren är medveten om detta problem minskar dock risken (Bell, 1995:94). Nära sammankopplat med skevhetsproblematiken är den så kallade intervjuareffekten. Patel & Davidson definierar intervjuareffekten som att intervjuaren förväntar sig ett visst svar och intervjuobjektet märker detta och levererar det förväntade svaret (Patel & Davidson, 1994:87). En sådan risk finns alltid och så även när det gäller denna magisteruppsats. Det finns dock en sak som talar för att problemet torde vara mindre i den här uppsatsen.

---

<sup>9</sup> Se teoriavsnittets kapitel 2.1 där frågan behandlas utförligare.

<sup>10</sup> För en redogörelse av intervjutekniken och intervjuobjekten se metodavsnittets kapitel 3 om datainsamling samt empiriavsnittets kapitel 3.1.



## Metod

Resultatet av examensarbetet i juridik blev att regelsystemet ansågs fungera bra ur en juridisk synvinkel. Omedvetet kan jag ha haft en förväntning om att utfallet av intervjuerna för magisteruppsatsen skulle bli att intervjuobjekten skulle anse att det inte fanns någonting att anmärka på det nuvarande systemet. Så blev dock inte fallet. Många av de intervjuade tyckte inte att det gick att säga att informationsreglerna fungerade perfekt. Då fokus flyttades från reglernas juridiska funktion till reglernas förenlighet med ekonomisk teori blev utfallet ett annat. Trots min troligtvis omedvetna förväntning blev svaren någonting annat. Sammantaget torde detta innebära att intervjuareffekten är begränsad i uppsatsen.

Intervjuareffekten finns emellertid även inbäddad i själva frågorna.<sup>11</sup> Frågorna är medvetet skrivna med en subjektiv vinkling. Men de är skrivna med subjektiv vinkling åt båda hållen, dvs. ena frågan tar ställning för lagstiftning och hårdare sanktioner och den andra mot. Anledningen till att jag valt att göra så är för att se om intervjuobjekten är konsekventa i sina svar. Om svaret blir liktydigt trots olika formuleringar torde det innebära att respondenten är konsekvent. Att ställa subjektiva eller ledande frågor kan givetvis kritiseras. Av tidigare erfarenhet är det emellertid det bästa sättet att få intervjuobjektet att tänka till och verkligen svara uppriktigt på frågorna. Genom att vinkla samma typ av fråga på olika sätt kan respondentens uppfattning urskiljas tydligare. Om respondenten svarar på samma sätt vid flera tillfällen trots att frågorna är formulerade på olika sätt är det stor sannolikhet att det svaret får anses ge uttryck för respondentens uppfattning.

Vad som också kan kritiseras är urvalet av intervjuerna.<sup>12</sup> Det är endast åtta personer som intervjuas, vilket kan tyckas vara ett begränsat urval. Med hänsyn till att intervjuerna är relativt djuplodande samt då intervjuobjekten representerar olika delar av finansmarknaden får ändå urvalet anses tillräckligt. Några av intervjuerna har genomförts muntligen och därmed har ett djup kunnat erhållas. De resterande intervjuerna har genomförts via e-post och i vissa fall kompletterats med telefonsamtal eller ytterligare e-postkorrespondens. Ett tillräckligt djup har därmed erhållits. Vad som ytterligare talar till urvalets fördel är att intervjuobjekten på en rad punkter är samstämmiga. Det går förvisso alltid att kritisera urvalets storlek, men för magisteruppsatsens frågeställningen får både urvalets storlek och spridning anses vara fullt tillräckligt.

---

<sup>11</sup> Se Bilagan.

<sup>12</sup> Se vidare empiriavsnittets kapitel 3.1 där intervjuobjekten presenteras.

# Teori

---

## 1 Marknadseffektivitet

### 1.1 Inledning

Syftet med uppsatsen är att utreda om den svenska regleringen av informationsgivning för noterade bolag på Stockholmsbörsen uppfyller de krav som uppställs i den effektiva marknadshypotesen. Innan de svenska reglerna behandlas är det emellertid viktigt att den teori som finns angående effektiva marknader beskrivs. I inledningsavsnittet ovan har det refererats till den effektiva marknadshypotesen och en kort förklaring har givits, men det är i detta avsnitt som hela teorin återges. Vid redogörelsen för den effektiva marknadshypotesen är det också viktigt att klargöra vad som menas med effektivitet i denna magisteruppsats samt vilka förutsättningar som måste vara uppfyllda för att effektivitet skall anses föreligga. Först behandlas den grundläggande forskning som finns angående den effektiva marknadshypotesen (EMH) och sedan en del av den övriga forskning som finns angående effektiva marknader. Med utgångspunkt i denna forskning är sedan startpunkten för uppsatsen klar. Innan genomgången börjar är det dock viktigt att påpeka att ingen av nedanstående forskning är svensk. Alla undersökningarna är hämtade från utländska tidskrifter. Det är således utländska marknader som undersöks, och då främst den amerikanska. Nedanstående forskning är emellertid vedertagen även i Sverige och tankegångarna får även genklang hos svenska forskare, lagstiftare och praktiker (Se vidare kapitel 2.2 i teoriavsnittet).

### 1.2 Effektiva marknadshypotesen

#### 1.2.1 Grundläggande forskning

Utgångspunkten för undersökningen finns i Eguene Famas artikel i *The Journal of Finance* år 1970. I artikeln redogör Fama för den teoretiska och empiriska forskning som finns kring effektiva marknader (Fama, 1970:383). I detta grundläggande arbete ställer Fama upp vissa grundkrav för att en effektiv marknad skall kunna föreligga.

1. För det första skall det inte finnas några transaktionskostnader för aktiehandel.
2. För det andra måste all information vara kostnadsfri och tillgänglig för alla marknadsaktörer och
3. För det tredje måste alla aktörer vara överens om de konsekvenser som den nuvarande informationen har för det nuvarande och det framtida priset.

Under dessa förutsättningar, menar Fama, att det är uppenbart att det nuvarande aktiepriset innefattar all tillgänglig information på marknaden (Fama, 1970:387). Fama medger själv att det är ganska hårda krav och ställer

frågan om det verkligen kan förhålla sig så på någon marknad i praktiken. Fama menar dock att dessa krav är tillräckliga för att en effektiv marknad skall föreligga men ej nödvändiga. Som exempel nämns att så länge investerare har möjlighet att få tillgång till all nödvändig information så behöver inte stora transaktionskostnader innebära att det inte blir någon handel. Med detta menar Fama att det går att "tumma" på det första kravet en aning. Även det andra kravet kan tänkas vara en aning elastiskt. Fama anser att det räcker med att en tillräcklig mängd investerare har tillgång till relevant information. Och vad gäller det sista kravet, menar Fama att det inte påverkar resultatet om aktörerna inte är överens om konsekvenserna, så länge denna informationsasymmetri inte medför att någon aktör får tillgång till information som inte är diskonterad i aktiepriset (Fama, 1970:388). Jag kommer att få anledning att återkomma till dessa krav senare i uppsatsen, och då särskilt det andra kravet.

Efter redogörelsen för de tre grundläggande kraven väljer Fama att skilja på tre former av marknadseffektivitet, stark, mellanstark och svag. Den svaga formen av effektivitet innebär att aktiepriset innefattar historisk information. På en marknad som karakteriseras av den mellanstarka formen av effektivitet innehåller aktiepriset nutida offentliggjord information. Som exempel på denna information nämner Fama tillkännagivanden av splittar, årsredovisningar och nyemissioner. Den sista formen av effektivitet som Fama nämner är den starka formen. I denna typ av marknad är all information, såväl privat som publik, diskonterad i aktiepriset (Fama, 1970:388). Enligt Fama är det klart att den svaga formen av effektivitet kan anses vara uppfylld samt att det mesta pekar på att även den mellanstarka formen går att påvisa i de undersökningar Fama gjort (Fama, 1970:409). Ross *et al* trycker även på att de flesta marknaderna i västvärlden får anses karakteriseras av en mellanstark form av effektivitet (Ross *et al*, 2002:347).

Fama fortsätter det arbete han påbörjade 1970 i en uppsats från 1991. I den uppsatsen använder han fortsatt indelningen i svag, mellanstark och stark form av effektivitet.<sup>13</sup> Fama anser fortsatt att den mellanstarka formen av effektivitet ligger närmast sanningen. Den mellanstarka formen av effektivitet är en god indikator på hur offentliggörandet av information påverkar aktiepriset. Fama fortsätter och hänvisar till att det finns en riklig forskning kring den mellanstarka formen av effektivitet och särskilt när det kommer till corporate finance.<sup>14</sup> Av forskningen går det att utläsa att aktiepriset justeras ganska snabbt till information om framtida investeringar, utdelningsförändringar, förändringar i bolagets kapitalstruktur och ledningsbeslut. Fama anser, med hänvisning till den forskningen, att aktiepriset påverkas av bolagsspecifik information (Fama, 1991:1607).

---

<sup>13</sup> Fama väljer dock att omformulera begreppen. Svag form blir "return predictability", mellanstark blir "event studies" och stark form blir "tests for private information". Se vidare Fama, 1991:1577.

<sup>14</sup> Angående denna forskning, se vidare nedan.

### 1.2.2 Vidare forskning

Eftersom Fama är den ledande och ursprungliga forskaren kring den effektiva marknaden kommer magisteruppsatsen att utgå ifrån Famas resultat och teorier. Då Famas forskning utgår från andra arbeten samt det faktum att det finns senare forskning kommer en del av dessa resultat att presenteras nedan. Det finns vidare forskning som motsäger Famas resultat om den effektiva marknaden. Eftersom det är av vikt för den här magisteruppsatsen att få en klar utgångspunkt för den kommande analysen av de svenska reglerna, är det även intressant att studera resultaten av den forskningen. Den mellanstarka formen av effektivitet är den formen av effektivitet som, enligt teorin, reflekterar effekten på aktiekursen av offentliggörande av information. Eftersom magisteruppsatsen har till syfte att utreda huruvida de svenska reglerna främjar detta offentliggörande är det lämpligt att utgå ifrån den mellanstarka formen av effektivitet. Nedan kommer därför den forskning som både motsäger och bekräftar Famas teori om den mellanstarka formen av effektivitet att presenteras.

För det första är det aktuellt att kort redogöra för delar av den forskning som Fama nämner i sitt arbete från 1991. För det första tyder tidigare forskning på att oväntade förändringar i bolagens utdelning är genomsnittligen länkade till förändringar i bolagens aktiekurser. Ahrony & Swary kommer i sin undersökning från 1980 fram till att informationen om utdelningsförändringar diskonteras in i aktiepriset. Ahrony & Swary menar vidare att deras slutsatser stöder teorin om den mellanstarka formen av effektivitet (Ahrony & Swary, 1980:8). Asquith & Mullins menar även i sin studie från 1983 att deras undersökning ger stöd för en mellanstark form av effektivitet (Asquith & Mullins, 1983:89).

En allmän kritik mot EHM presenteras av Dreman 1993. Dreman anser att EMH som sådan bör förkastas då det finns många andra aspekter som påverkar aktiepriset, förutom de som Fama presenterar. Däremot motsäger Dreman inte de förutsättningar som Fama ställer upp, utan menar att det även finns andra saker som påverkar aktiepriset (Dreman, 1993:402). Bernstein ger uttryck för liknande åsikter i sin artikel från 1999. Precis som Dreman kritiserar Bernstein Famas teoretiska infallsvinkel och menar att det inte är hela sanningen som Fama redogör för. Bernstein menar, precis som Dreman, att kraven som Fama ställer upp inte är felaktiga men det finns ett stort glapp mellan teorin och praktiken (Bernstein, 1999:2).

Trots denna allmänna kritik finns det övrig forskning som bygger vidare på Famas resonemang. I en del tidigare studier undersökts Famas första arbete från 1970 på olika transaktioner på marknaden. Ahrony & Swary samt Asquith & Mullins (se ovan) redogör för utdelningsförändringars effekt på aktiepriset och länkar resultatens förenlighet med EMH. Det finns även andra transaktioner som är intressanta för att se hur EMH fungerar i praktiken. Madden menar i sin undersökning från 1981 att tillkännagivandet av partiella uppköp även påverkar aktiekursen omedelbart. Resultat anser Madden vara förenligt med EMH (Madden, 1981:1196). Ett liknande resultat kommer Bradley fram till i en undersökning från 1980. Bradley menar att eventuella

vinster av ett uppköp eller en fusion kommer att diskonteras in i det övertagande företags aktiekurs direkt när informationen offentliggörs (Bradley, 1980:375). När det gäller offentliggörandet av nyemissioner anser Hess & Frost i sin undersökning från 1982 att den inte motsäger EMH (Hess & Frost, 1982:24). Malkiel menar sig också ha bevis för att EMH faktiskt gäller i praktiken (Malkiel, 1989:1317). Malkiel anser att så länge informationen offentliggörs på ett effektivt vis kommer den också att diskonteras i aktiepriset (Malkiel, 1989:1315).

Som ovan nämnts finns det en rad olika undersökningar angående EMH, men de flesta forskare är överens om de grundkrav som Fama presenterar i sitt grundläggande arbete. Grossman & Stiglitz trycker på en viktig punkt i sin artikel från 1980. De menar att förespråkarna för EMH anser att det är tillräckligt att informationskravet (dvs. kravet att informationen skall vara kostnadsfri och tillgänglig) är uppfyllt, medan Grossman & Stiglitz menar att kravet är en nödvändighet för att ens prata om effektivitet (Grossman & Stiglitz, 1980:404). Vikten av offentliggörandet av information påtalas även av Gordon & Rittenberg (Gordon & Rittenberg, 1995:6). Busse & Green undersöker informationens inverkan i en artikel från 2002. Busse & Green kommer fram till att marknaden reagerar mycket snabbt på ny information och anser därför att deras undersökning ger stöd för EMH (Busse & Green, 2002:453). Deras undersökning baseras på den information som släpps på CNBC TV i samband med morgonutropet ("Morning Call") och utropet mitt på dagen ("Midday Call"). De anser att det är statistiskt säkerställt att aktiepriserna påverkas positivt inom ett par sekunder på ny positiv information och effekten varar i cirka en minut. När det gäller negativ information påverkas aktiekursen negativt lika snabbt men effekten hänger kvar lite längre tid, cirka femton minuter (Busse & Green, 2002:416).

Avslutningsvis kan det vara intressant att titta på en nyligen publicerad artikel av Malkiel, som ger en god överblick av forskningen och resultaten angående EMH. Malkiel menar i undersökningen som är från 2005 att den effektiva marknadshypotesen håller. Malkiel erkänner själv att han har förespråkat EMH under de dryga trettio år som teorin existerat i den form vi känner till den. Han menar att aktiepriser justeras till ny information utan fördröjning och att det därför inte kommer att vara möjligt att göra någon överavkastning.<sup>15</sup> Det starkaste beviset för att EMH är förenlig med verkligheten är att professionella investerare historiskt sätt inte kunnat slå marknaden (Malkiel, 2005:2).

---

<sup>15</sup> Med överavkastning menar Malkiel en avkastning över medelavkastningen till en risk under medelrisken. Se vidare Malkiel, 2005:1.

## 2 Informationsgivning

### 2.1 Inledning

Forskningen som har redogjorts för i kapitlet ovan är samstämmig på vissa punkter, skiljaktig på andra. Alla artiklarna behandlar i en eller annan form EMH och undersöker huruvida hypotesen håller i olika situationer. Det som är viktigt att poängtera för magisteruppsatsens problemområde är att även om forskarna ovan kommer till skilda resultat har de en sak gemensamt, nämligen att de förutsätter vissa grundkrav. De utgår från att informationen offentliggörs och kommer ut på marknaden. Hur detta sedan påverkar aktiepriset är en annan historia. De flesta anser att offentliggjord nutida information omedelbart diskonteras i aktiepriset (Se Fama, Ahrony & Swary, Asquith & Mullins, Madden, Bradley, Hess & Frost, Malkiel, Gordon & Rittenberg och Busse & Green). Övriga forskare anser även de att offentliggörandet är av fundamental vikt, men att informationen inte påverkar aktiekursen fullt ut och att det finns andra faktorer som har minst lika stor inverkan på kursen. Som exempel på de här faktorerna nämns bolagets storlek, ledningens kompetens, skillnaden mellan teori och praktik samt olika tro hos marknadens aktörer (Se Dreman, Bernstein och Grossman & Stiglitz). När de gäller ett av grundkraven är de emellertid alla överens, informationen måste offentliggöras samtidigt och på samma villkor till marknaden. Det är den grundförutsättning som Fama sätter som nummer två i sitt grundläggande arbete, dvs. att informationen är kostnadsfri och tillgänglig för alla (Fama, 1970:387). Om den mellanstarka formen av effektivitet skall hålla, är det alltså en grundförutsättning att informationen de facto offentliggörs. För att all forskning ovan skall ha någon validitet är det följaktligen av fundamental vikt att det finns tillräckliga incitament så att informationen offentliggörs. Enligt af Sandeberg har den börsrättsliga regleringen till syfte att skapa ramverket för marknadens effektivitet. I sin avhandling påtalar af Sandeberg uttryckligen att detta syfte är svårt att uppnå utan omfattande regler om informationsplikt, dvs. ett krav på offentliggörande (af Sandeberg, 2001:30).

Af Sandeberg lyfter fram den svenska regleringens historik i sin utredning. Hon menar att den obligatoriska informationsgivningen från de svenska börsföretagen har haft en svagare ställning jämfört med andra länder. Konsekvensen av att det inte införts några offentliga regler<sup>16</sup> om informationsgivningen har blivit att marknadens aktörer själv har utfärdat rekommendationer och andra förhållningsregler.<sup>17</sup> Det finns vissa offentliga regler, men den viktigaste materian finns i de självreglerande organens regler. Af Sandeberg lägger inga värderingar i detta faktum, utan konstaterar endast att det finns en stor mängd normer som finns i källor med olika dignitet. Däremot påtalar af Sandeberg att priserna på aktiemarknaden bestäms av utbud och efterfrågan och att all relevant information om bolaget måste vara känd för att priset skall bli rätt och marknadskrafterna skall få råda. Skulle informationen vara bristfällig eller till och med felaktig, brister

<sup>16</sup> Det vill säga lagar, förordningar eller andra författningar.

<sup>17</sup> De viktigaste reglerna av denna så kallade självreglering kommer att gås igenom nedan i teoriavsnittets kapitel 3.

förutsättningarna för spelets regler och det finns risk för att vissa aktörer kan komma att lida skada. I förlängningen kommer informationsbristen medföra att investerarnas förtroende för aktiemarknaden kommer att minska, vilket leder till en samhällsekonomisk förlust (af Sandeberg, 2001:30).

## **2.2 Medvetenheten i Sverige**

Innan de viktigaste reglerna i Sverige angående informationsgivning behandlas, kan det vara intressant att se hur lagstiftaren resonerar (om de resonerar) kring de teorier som redogjorts för ovan. I förarbetena till två viktiga författningar på det finansiella området, lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (LBC) samt lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF), som infördes i början av 1990 talet diskuteras vissa av de frågor som behandlats ovan.<sup>18</sup> I förarbetena nämns det att en reglering av aktiemarknaden bör styras av flexibilitet (Prop. 1991/92:113:56). Vidare påtalas att en fungerande informationsgivning är en grundförutsättning för en fungerande aktiemarknad. Ju mer information som sprids desto bättre. Det nämns dock även det att det förutom mängden information är viktigt att alla aktörer kan ta del av informationen. Det är alltså viktigt att det är relevant information. I de fall det rör sig om felaktig information kan det skada investerarna och kapitalanskaffarna på marknaden. Precis som har påtalats ovan, kan informationsbristen i förlängningen skada förtroendet och därmed effektiviteten av aktiemarknaden (Prop. 1991/92:113:57).

## **3 Börsregler**

### **3.1 Inledning**

Av redogörelsen ovan framgår det att en grundläggande förutsättning för att det överhuvudtaget skall bli aktuellt att tala om en effektiv marknad är att det finns verkningsfulla regler rörande offentliggörandet av företagsspecifik information. Innan frågan huruvida detta krav är uppfyllt i Sverige analyseras, är det således på sin plats att redogöra för de regler som berör informationsgivningen i Sverige.<sup>19</sup> De första reglerna som kommer att behandlas är NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (NBK/OE). Dessa regler behandlar förvisso informationsgivning i samband med ett specifikt fall, nämligen offentliga erbjudanden, dvs. uppköp. Men eftersom informationsproblematiken blir så tydlig i dessa fall är det av högsta intressen att även behandla dessa (Se exempelvis af Sandeberg, 2001:30). Efter en översiktlig genomgång av NBK/OE kommer även Stockholmsbörsens noteringsavtal att behandlas. Stockholmsbörsen innehåller regler om informationsgivning som gäller vid all handel på Stockholmsbörsen

---

<sup>18</sup> LBC behandlar frågor om börsers verksamhet och vilka krav som kan ställas på dessa. LHF tar däremot upp frågor om prospekt och flaggning. Dessa lagar tar däremot inte upp några rena informationsgivningsfrågor, vilka reglerna som redogörs för i teoriavsnittets kapitel 3 gör. I förarbetena redogörs det dock på ett överskådligt sätt för den medvetenhet om marknadskrafterna som finns i Sverige.

<sup>19</sup> Kapitlet följer i stort det upplägg som reglerna har. Samma upplägg har använts i examensarbetet i juridik varför en mer vidlyftig redogörelse finns att tillgå där.

och inte, som NBK/OE, endast i samman med offentliga erbjudanden. Genom att behandla de här båda regelkomplexen får läsaren förhoppningsvis en god överblick och förståelse för de viktigaste svenska reglerna rörande offentliggörande av information för noterade bolag.

### 3.2 NBK:s regler om offentliga erbjudanden

NBK/OE tillkom första gången 1971, efter engelsk förebild. De har ändrats en rad gånger sedan dess och de senaste reglerna är från den 1 september 2003 (NBK/OE:2).<sup>20</sup> Reglerna skall användas vid offentliga erbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Anledningen till att reglerna finns, är att det behövs ett regelverk som behandlar frågor kring uppköpserbjudanden, eftersom det oftast inte finns någon kontakt mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget. Kontakten mellan de båda parterna sker på basis av ett prospekt istället. NBK/OE är i första hand riktade till budgivaren även om några regler även behandlar målbolagets skyldigheter. Det betonas även i reglerna att de skall respekteras av de som biträder och ger råd till parterna (NBK/OE:5).

En kort redogörelse för de grundprinciper som ligger bakom NBK/OE kan också vara på sin plats. Den första grundprincipen är *respekt för aktiemarknaden*, och med detta avses att det är en grundförutsättning för aktiemarknaden att den har allmänhetens förtroende. En viktig aspekt som framhålls i samband med den här principen är att marknaden måste kunna lita på informationsgivningen från bolagen. Nästa grundprincip är *likabehandling av målbolagets aktieägare*. Det är viktigt att alla aktieägare behandlas lika i en uppköpssituation och att ingen får gynnas eller missgynnas på ett otillbörligt sätt i förhållande till andra aktieägare. Som en tredje grundprincip föreskrivs *skyndsamhet i hanteringen*. Det framhålls att det är oerhört viktigt att det inte blir en långdragen process som kan tänkas innebära spekulationer och osäkerhet i företagen. Nästa grundprincip är *enkelhet och tydlighet i informationsgivningen*. Att aktieägarna i målbolaget får tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett väl övervägt beslut om erbjudandet framhålls som fundamentalt. Den sista grundprincipen, *respekt för målbolagets aktieägares beslutanderätt*, innebär att det är aktieägarna i målbolaget som skall ta ställning till erbjudandet och ingen annan, som exempelvis styrelsen (NBK/OE:5).

#### 3.2.1 Tillämpning av reglerna

NBK/OE skall tillämpas vid offentliga erbjudanden på den svenska aktiemarknaden och aktier som uteslutande är registrerade på utländska marknadsplatser omfattas därmed inte av reglerna. Bolag som är noterade såväl på svensk som på utländsk marknadsplats omfattas däremot av reglerna (NBK/OE:7). För att reglerna skall bli juridisk bindande måste de ingå i något noteringsavtal.<sup>21</sup> Reglerna ingår i Stockholmsbörsens samt Nordic Growth

---

<sup>20</sup> För mer information om NBK se på deras hemsida <http://www.naringslivetsborskommitte.se>.

<sup>21</sup> Se vidare teoriavsnittets kapitel 3.3 nedan där det redogörs för Stockholmsbörsens noteringsavtal.



Markets noteringsavtal samt i den auktoriserade marknadsplatsen Aktietorget avtal. Däremot omfattas inte NBK/OE av erbjudanden som sker på bolag registrerade på exempelvis Nya marknaden eller H&Q Tech Market (Nyström *et al*, 2004:14).<sup>22</sup>

I vissa fall tillämpas således NBK/OE även när det rör sig om utländska bolag, nämligen om de har en del av sina aktier noterade på en svensk marknadsplats som har inkluderat reglerna i sitt noteringsavtal. Skulle aktierna vara noterade även vid en utländsk marknadsplats kan det uppstå en konflikt med utländska uppköpsregler. Lösningen av detta problem anser NBK inte vara för dem och därför finns inte svaret i NBK/OE, utan det om problem uppstår skall Aktiemarknadsnämnden (AMN)<sup>23</sup> lösa detta. NBK anger dock att AMN bör vara mer välvillig att lämna dispens från de svenska reglerna, ju mindre delen noterade aktier i Sverige är (NBK/OE:7).

### 3.2.2 Genomgång av aktuella regler

De regler som främst är aktuella för magisteruppsatsen är de som framgår av kapitel II i NBK/OE, som behandlar frivilliga erbjudanden.<sup>24</sup> Nedan kommer därför en översiktlig genomgång av kapitel II NBK/OE att ges. Som en första förutsättning för att få lämna ett bud anges att ett erbjudande endast får lämnas om budgivaren kan visa att bolaget har förmåga att genomföra budet.<sup>25</sup> Kravet innebär bland annat att budgivaren skall ha använt sig av expertis som har god kunskap om den svenska aktiemarknaden och dess reglering. Om det rör sig om ett delvis kontant erbjudande, skall budgivaren vidare kunna visa att bolaget har de finansiella resurser som krävs för att genomföra budet. Kravet, avseende förmåga att genomföra budet, innebär däremot inte att budgivaren måste visa att bolaget har fått nödvändiga bolagsstämmbeslut eller myndighetsbeslut (NBK/OE:11). Kravet innebär alltså i korthet att budgivaren kan visa att bolaget har en vilja och förmåga att genomföra budet (Nyström *et al*, 2004:18).

Budet måste även offentliggöras och en rad information skall framgå av offentliggörandet.<sup>26</sup> Offentliggörandet skall ske genom ett pressmeddelande som skall lämnas till minst tre rikstäckande dagstidningar samt minst två etablerade nyhetsbyråer. Informationen skall även lämnas till den auktoriserade marknadsplats eller börs där målbolagets aktier är noterade. Har budgivaren en hemsida skall informationen även lämnas där.<sup>27</sup> Anledningen bakom kravet på offentliggörande är att möjligheterna att påverka kursen minskar (Nyström *et al*, 2004:20). Efter offentliggörandet skall ett prospekt

---

<sup>22</sup> I denna magisteruppsats kommer endast Stockholmsbörsens noteringsavtal att behandlas. För legitimering av detta val, se kapitlet nedan.

<sup>23</sup> För mer information om AMN se <http://www.aktiemarknadsnamnden.se>.

<sup>24</sup> Det finns även regler om obligatoriska bud, så kallad budplikt i kapitel III, samt regler om Management Buy Outs (MBO:s) i kapitel IV och regler om prospekt i kapitel V. Då inga av dessa kapitel är av primärt intresse för uppsatsens problemområden, kommer de ej att behandlas närmre.

<sup>25</sup> Punkten II.1 NBK/OE.

<sup>26</sup> Punkten II.3 NBK/OE.

<sup>27</sup> Punkten I.4 NBK/OE.

läggas fram av budgivaren.<sup>28</sup> Inom fem veckor från offentliggörandet skall prospektet läggas fram, men AMN kan enligt NBK/OE bevilja dispens i vissa fall. Acceptfristen för erbjudandet skall enligt reglerna vara minst tre veckor. Acceptfristen börjar då prospektet offentliggörs i enlighet med FI:s föreskrifter om prospekt.<sup>29</sup> Det finns även bestämmelser om utformningen av prospektet i kapitel V NBK/OE (NBK/OE:17).

En intressant fråga som också förtjänas att behandlas, är hur och på vilket sätt de båda parterna blir bundna av erbjudandet. Bundenhet för budgivaren uppkommer givetvis genom de allmänna reglerna om anbud och accept (Adlercreutz, 2000), men det framgår även uttryckligen i NBK/OE.<sup>30</sup> Som alltid när det gäller juridiska regler finns det emellertid undantag. När det gäller bundenheten av ett offentligt erbjudande finns det tre undantag. Som ett första undantag anges att ett erbjudande får återkallas, om budgivaren villkorat<sup>31</sup> budet med att bolagsstämman i budgivarbolaget eller målbolaget fattar vissa beslut, eller budgivaren når en viss anslutning i budet. Det andra undantaget blir aktuellt om budgivaren villkorat budet med att budet får dras tillbaka om det offentliggörs ett mer fördelaktigt bud. För det tredje kan budet återkallas om andra fullföljandevillkor inte uppfylls. Det ställs i sådana fall ett krav på att icke uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivaren. Ett återkallande av ett bud skall offentliggöras enligt ovan föreskriven ordning (NBK/OE:15). Precis som budgivaren är aktieägarna i målbolaget bundna av sin accept.<sup>32</sup> För att det skall bli rättvist får emellertid målbolagets aktieägare även återkalla sin accept i de fall det finns bristande uppfyllelse av fullföljdvillkor. Aktieägarna i målbolaget får också återkalla sin accept om konkurrensverket kräver att något av bolagen avyttrar en verksamhet för att godkänna förvärvet. Fullföljer budgivaren, trots dessa ändrade förutsättningar budet, får aktieägarna i målbolaget återkalla sin accept (NBK/OE:18).

En viktig princip i svensk börs- och bolagsrätt är den så kallade likhetsprincipen, som kort innebär att alla aktieägare, med samma villkor, skall behandlas lika.<sup>33</sup> För aktiemarknaden är detta en grundläggande princip. Det viktiga vid tillämpningen är det att alla aktieägare med *identiska villkor* skall behandlas lika. Med identiska villkor menas i princip de inflytelserika och ekonomiska rättigheter som aktien har, det vill säga rätten att rösta och rätten till utdelning. Trots denna huvudregel kan det i vissa fall vara förenligt med reglerna att göra vissa avsteg. För det första kan praktiska skäl, såsom kontant ersättning för mindre poster trots att det i övrigt utgår annat vederlag, tala för att avsteg från huvudregeln får ske. För det andra kan det vara så att vissa aktieägare inte kan ta emot det vederlag som budgivaren erbjuder (NBK/OE:19). I de fall det rör sig om aktieägare som inte har identiska villkor

---

<sup>28</sup> Punkten II.6 NBK/OE.

<sup>29</sup> FFFS 1995:21.

<sup>30</sup> Punkten II.5 NBK/OE.

<sup>31</sup> Angående regleringen av fullföljandevillkor, se punkten II.4 NBK/OE. Vad som kort kan sägas är att för att ett fullföljandevillkor skall vara giltigt skall det objektivt gå att fastställa huruvida det uppfyllts eller inte (NBK/OE:14).

<sup>32</sup> Punkten II.7 NBK/OE.

<sup>33</sup> För likhetsprincipen vid offentliga erbjudanden, se punkten II.8 NBK/OE.

får viss skillnad göras.<sup>34</sup> Det är dock viktigt att varje aktieägarkategori ges en rimlig och rättvis behandling. Vid ett erbjudande skall vederlaget bestämmas till marknadsvärdet. Skulle däremot marknaden i aktien vara mindre utvecklad eller de aktier som avses vara onoterade kan ett justerat respektive beräknat marknadsvärde ligga till grund. Om det förekommer en premie<sup>35</sup>, skall alla aktieägare ha rätt till lika stor premie. En vanlig skillnad som görs mellan olika aktiekategorier, är mellan röstsvaga och röststarka aktier. AMN har uttalat att det kan vara acceptabelt ge ett 10-20 procent högre pris för röststarka aktier<sup>36</sup> (NBK/OE:20). När det gäller andra finansiella instrument än aktier, såsom teckningsoptioner och konvertibler, skall även likhetsprincipen iakttagas. Också när det gäller dessa fall skall vederlaget vara skäligt. Eftersom värdet av det finansiella instrumentet beror på den underliggande aktien har det däremot inte intagits någon bestämmelse om att en lika stor premie skall erläggas för dessa (NBK/OE:20-21).

Avslutningsvis kan det vara värt att nämna att villkoren i erbjudandet i vissa fall måste justeras för för-, sido och efteraffärer. Detta för att säkerställa att likhetsprincipen upprätthålls. Om en föraffär sker inom sex månader från erbjudandets offentliggörande, skall budet justeras till det pris som ges i föraffären.<sup>37</sup> Dock får avsteg från denna huvudregel ske om målbolagets aktiekurs gått ner väsentligt eller om det lagts fram ett konkurrerande bud som är mindre förmånligt. På samma sätt skall priset justeras till eventuella sidoaffärer, det vill säga affärer av budgivaren under pågående erbjudande.<sup>38</sup> Det skall gälla oavsett om sidoaffären sker på aktiemarknaden eller inte. Även för efteraffärer skall budet justeras.<sup>39</sup> Om budgivaren förvärvar aktier inom nio månader efter erbjudandets påbörjande, skall priset justeras om det erbjuds ett högre pris i efteraffären (NBK/OE:21-25).

### 3.3 Noteringsavtalet

#### 3.3.1 Inledning

Som ovan nämnts är det Stockholmsbörsens noteringsavtal (Noteringsavtalet) som används i denna magisteruppsats. Anledningen till detta är att Stockholmsbörsen är den klart största marknadsplatsen i Sverige och får anses vara representativ för den svenska aktiemarknaden (Grundvall *et al*, 2003:19). Innan informationsreglerna i Noteringsavtalet redogörs för kan det vara aktuellt att ge en kort bakgrund till Noteringsavtalet och dess koppling till de övriga börsreglerna. Efter engelsk förebild tillkom Noteringsavtalet 1977. Anledningen var att informationsplikten för börsbolagen skulle klargöras. Under årens lopp har Noteringsavtalet omarbetats och det som gäller idag är från den 1 september 2003<sup>40</sup> (Börsregler 2003/04:3 samt Jonsson, 2000:15).

---

<sup>34</sup> Punkten II.9 NBK/OE.

<sup>35</sup> Det vill säga om budgivaren erbjuder ett pris över marknadsvärdet.

<sup>36</sup> Se AMN 2004:19 (12 %), AMN 2004:18 (12%), AMN 2001:3 (20%) och AMN 1991:3 (10%). Se vidare Nyström *et al*, 2004:33.

<sup>37</sup> Punkten II.10 NBK/OE.

<sup>38</sup> Punkten II.11 NBK/OE.

<sup>39</sup> Punkten II.12 NBK/OE.

<sup>40</sup> För Noteringsavtalet i sin helhet se <http://www.stockholmsborsen.se>.

Noteringsavtalet blir juridiskt bindande genom att bolag som vill noteras på Stockholmsbörsen måste skriva på Noteringsavtalet. Avtalet består av ett själva avtalet, som innehåller föreskrifter om sanktioner och regler om allmänna villkor och sekretess, samt två stycken bilagor. I bilaga 1 finns regler om informationsgivning, och det är i princip dessa regler som kommer att gås igenom nedan. I bilaga 2 finns det hänvisningar till andra regler, som genom denna hänvisning blir juridiskt bindande genom att bolag som vill noteras skriver på Noteringsavtalet. De ovan beskrivna NBK/OE finns bland annat uppräknade i bilaga 2 och blir därmed juridiskt bindande för bolag noterade på Stockholmsbörsen (af Sandeberg, 2001:82 och 2001:86).

### 3.3.2 Informationsregler

Huvudregeln, vad gäller informationsgivning, framgår av punkten 1, bilaga 1 i Noteringsavtalet. I denna punkt stadgas det att ny, kurspåverkande information skall lämnas till aktiemarknaden genom ett offentliggörande. I punkterna 3 och 4 i samma bilaga framgår det hur informationen skall offentliggöras. Viss information måste lämnas vid obligatoriska tillfällen eftersom den är så pass väsentlig. Punkterna 12-30 behandlar de tillfällen där det är obligatoriskt att lämna information. Som exempel kan nämnas information om emissioner, bokslutskommunikéer, delårsrapporter, prognoser, årsbokslut och liknande. Det finns även tillfällen i övrigt då det kan krävas att företaget lämnar information. Detta framgår av den så kallade generalklausulen som kommer att behandlas mer utförligt nedan (Börsregler 2003/2004:27).

Ett, för denna magisteruppsats, viktigt undantag från huvudregeln att all kurspåverkande information skall offentliggöras är undantaget om *selektiv information*. I vissa situationer, då det är av stor betydelse för bolaget i fråga, kan det alltså vara förenligt med Noteringsavtalet att lämna ut icke offentliggjord kursdrivande information. I handledningen till Noteringsavtalet nämns det fem situationer då selektiv information kan lämnas.

1. Selektiv information kan ges till en potentiell budgivare eller ett målbolag i samband med offentliga erbjudanden.
2. Selektiv information kan ges till rådgivare för exempelvis prospektarbete.
3. Information kan ges till ratinginstitut för värdering.
4. Kreditinstitut kan även tänkas få information om investeringsplaner och lönsamhetsutveckling inför viktiga kreditbeslut.
5. Vid en nyemission kan det även vara aktuellt att ge selektiv information till större eller tilltänkta aktieägare.

Även om dessa fem fall anges som möjliga fall av selektiv informationsgivning är det viktigt att ha i åtanke att informationen endast få lämnas ut med stor återhållsamhet. Vidare måste det utlämnande företaget ställa sig frågan om den efterfrågade informationen verkligen behövs för ändamålet. Om den selektiva informationen trots allt lämnas ut bör den dock offentliggöras i ett senare skede. Detta för att upphäva den insiderposition som mottagaren satts i genom att ta emot informationen. Det påtalas vidare från

Stockholmsbörsens sida att det utlämnande företaget, skall påtala för det mottagande företaget vad det innebär att bli klassad som insider. Vidare bör företaget föra anteckningar om mottagarna samt hur mycket information de erhållit. I de fall det rör sig om särskilt känslig information borde det upprättas ett sekretessavtal med mottagaren. I det fall det rör sig om informationsgivning inom en koncern, kan dotterbolaget lämna sådan, icke offentligjord, information som moderbolaget behöver för att upprätta bokslut. Det är dock viktigt att denna information behandlas som konfidentiell information. Avslutningsvis påtalas det att selektiv information även kan lämnas ut i närmre affärsrelationer, såsom leverantör och kund. Även i dessa fall är det viktigt att sekretessavtal upprättas (Börsregler 2003/2004:28).

Som ovan nämnts finns det en *generalklausul*<sup>41</sup> som skall fånga upp alla de fall av informationsgivning som inte anges uttryckligen i bilaga 1, men där det ändå är av vikt att aktiemarknaden får del av informationen. Generalklausulen följer huvudregeln på aktiemarknaden, det vill säga att all kursdrivande information skall omedelbart offentliggöras. Vad som skall anses som kursdrivande information får avgöras från fall till fall och börsen kan konsulteras för vägledning vid osäkerhet. Typfallen som kan tänkas omfattas av generalklausulen är till exempel information om:

1. myndighets- eller domstolsbeslut
2. icke väntade resultatförändringar
3. avyttringar eller förvärv av verksamheter eller företag
4. större investeringsbeslut eller orders
5. större valutakurs- eller marknadsprispförändringar eller
6. större kund- eller kreditförluster.

Det är dock viktigt att händelsen är av icke oväsentlig betydelse för att generalklausulen skall bli aktuell. Trots generalklausulens krav på offentliggörande kan det i vissa fall vara förenligt med Noteringsavtalet att informera stegvis. Särskilt i samband med förvärv och avyttringar pågår förhandlingar under en längre tid och många olika personer är inblandade. I och med att information riskerar att läcka ut under tiden kan det vara aktuellt att ge stegvis information. Om bolaget skulle ha problem att lämna ut informationen stegvis kan det vara aktuellt att begära ett handelsstopp i bolagets aktier, vilket bör vara så kort som möjligt. Även vid pågående tvister kan det vara aktuellt med stegvis informationsgivning. Förutom de fall då generalklausulen kan tänkas aktualiseras är det även viktigt att veta vilken information som i sådana fall skall lämnas. Informationen skall primärt avse händelsen eller beslutets förväntade effekt på bolagets resultat och ställning och vara relevant. Informationens utformning får bedömas i varje enskilt fall. I samband med större företagsaffärer anges det uttryckligen vilken information som skall lämnas. Några av de omständigheter som räknas upp är information om det köpta bolaget, motiv för affären, information om köpeskillning och betalningsform, eventuella synergieffekter, eventuell goodwill samt övriga effekter på det förvärvande bolaget (Börsregler 2003/2004:50-52).

---

<sup>41</sup> Punkten 29, bilaga 1, Noteringsavtalet.

Ibland behöver informationen endast ges in till börsen. Det första avser eventuell erinran som bolagets revisorer framställt till styrelsen eller VD:n.<sup>42</sup> Bedömningen huruvida informationen skall tillställas börsen eller inte skall tas av styrelsen och VD:n. Informationsgivning till börsen blir även aktuellt i samband med offentliga erbjudanden. Budgivaren skall underrätta börsen om det finns skälig anledning att anta att ett bud är nära förestående, så att handeln kan övervakas.<sup>43</sup> Om det finns risk för informationsläckage kan handelsstopp övervägas samt även stegvis information. Målbolaget skall även informera börsen, även om budgivaren redan gjort detta.<sup>44</sup> Det påtalas även att målbolaget skall iaktta NBK/OE eftersom det finns en hänvisning i bilaga 2 till Noteringsavtalet. Denna hänvisning innebär bland annat att målbolaget inte får vidta några försvarsåtgärder utan stämmans godkännande. För att säkerställa att informationsgivningen till börsen vidtas på korrekt sätt i en uppköpssituation, ställs det ett krav på att såväl budgivaren som målbolaget skall föra en loggbok.<sup>45</sup> Loggboken skall innehålla en förteckning över de personer som har fått tillgång till känslig information. Information som även skall tillställas börsen är prognosjusteringar som kan antas ha en kurspåverkande effekt.<sup>46</sup> Börsen skall i sådana fall få ett förhandsbesked av företaget innan uppgifterna offentliggörs. Anledningen till detta är att börsen skall kunna övervaka handeln och besluta om eventuella handelsstopp. Avslutningsvis kan börsen i verkliga undantagsfall meddela dispens från huvudregeln om offentliggörande.<sup>47</sup> Om dispens medges skall informationen trots detta tillställas börsen. Det skall dock påpekas att dispens från offentliggörande är mycket ovanligt (Börsregler 2003/2004:55-57).

### 3.4 Sanktioner

#### 3.4.1 Allmänt

Ovan har redogjorts för de regler som primärt kategoriseras som börsregler i denna magisteruppsats. För att regler skall vara verksamma krävs det emellertid sanktioner som skapar incitament till aktörerna i samhället. Nedan kommer att redogöras för såväl juridiska som icke juridiska sanktioner. De juridiska sanktioner som blir aktuella framgår av Noteringsavtalet samt finansiell lagstiftning. Då även NBK/OE sanktioneras genom Noteringsavtalet kommer således fokus att vara på Noteringsavtalets sanktioner. När det gäller aktiemarknaden kan även etiska, moraliska och ekonomiska sanktioner vara aktuella, varför en redogörelse kring dessa kan vara på sin plats.

Nedan kommer de juridiska sanktionerna först att behandlas. Den instans som avgör dessa ärenden för Stockholmsbörsens räkning är Stockholmsbörsens disciplinnämnd (Disciplinnämnden). Vid tillkomsten av Noteringsavtalet<sup>48</sup> var det börsens styrelse som tog hand om disciplinfrågor. Eftersom det riktades

---

<sup>42</sup> Punkten 31, bilaga 1, Noteringsavtalet.

<sup>43</sup> Punkten 32, bilaga 1, Noteringsavtalet.

<sup>44</sup> Punkten 33, bilaga 1, Noteringsavtalet.

<sup>45</sup> Punkten 34, bilaga 1, Noteringsavtalet.

<sup>46</sup> Punkten 35, bilaga 1, Noteringsavtalet.

<sup>47</sup> Punkten 36, bilaga 1, Noteringsavtalet.

<sup>48</sup> 1977, som ovan nämnts.

kritik mot att styrelsen hade såväl utredande som dömande ställning lämnades det förslag på att inrätta en fristående dömande myndighet, en disciplinkommitté (SOU 1989:72, del 2:124). Det inrättades dock aldrig någon myndighet, utan lagstiftaren hänvisade till respektive marknadsplats att ställa en sådan här disciplinkommitté till börsmedlemmarnas förfogande. 1993 inrättades en disciplinkommitté på Stockholmsbörsen, som tog över styrelsens roll (Jonsson, 2000:26). 1998 infördes ett lagstadgande om en disciplinär instans. Samtidigt ändrades också namnet från disciplinkommitté till disciplinnämnd (Prop. 1997/98:71:44).

### 3.4.2 Sanktionsmöjligheter

Inledningsvis kan det vara aktuellt att redogöra för de juridiska sanktioner som finns att tillgå i fall av brott mot börsreglerna. Innan de juridiska sanktionerna behandlas kan det dock vara på sin plats att kort säga någonting om hur ett ärende kommer på Disciplinnämndens bord. När ett ärende uppmärksammas av Stockholmsbörsen, begär de först skriftligen en förklaring till överträdelsen. I de fall det överträdande bolaget inte kan lämna en förklaring till det skedda, kommer ett anmärkningspåstående att skickas till bolaget. Efter detta beslutar Stockholmsbörsen och dess VD tillsammans om ett ärende är så pass allvarligt att det skall skickas till Disciplinnämnden. Skulle ärendet skickas till Disciplinnämnden kommer bolaget att få en förfrågan om de vill tillägga något. Det framhålls även i börsreglerna att ett muntligt förfarande kan anordnas (Börsregler 2003/2004:24).

Sanktioner kan tilldömas enligt två olika rättskällor, antingen enligt Noteringsavtalet eller lagen om börs- och clearingverksamhet (LBC). Enligt LBC 5:4 består sanktionerna av varning eller om det är en allvarlig överträdelse, av en avnotering. Ett bolag får dock endast avnoteras om det inte är olämpligt ur allmän synpunkt (Jonsson, 2000:31). Olämpligheten skall tolkas i sitt sammanhang och både för- och nackdelar skall vägas in i det enskilda fallet. Börsen måste särskilt tänka på de olägenheter en avnotering kan innebära för företaget. Oftast skall det räcka med en varning. Som exempel, på när det kan vara aktuellt med en avnotering, nämns dock upprepade eller grova åsidosättande av informationsplikten (Prop. 1991/92:113:189). Överklagande av ett beslut grundat på LBC skall väckas hos allmän domstol, inom tre månader från den dag då beslutet meddelades<sup>49</sup> (Jonsson, 2000:32). I kontrast till Noteringsavtalet hänvisar LBC 5:4 endast till överträdelser av lag eller annan författning. Noteringsavtalet sanktionerar emellertid även överträdelser av Noteringsavtalet samt börsens regler i övrigt.<sup>50</sup> Överträdelser av Noteringsavtalet och regler i bilaga 2 sanktioneras därför av Noteringsavtalet och inte av LBC (Jonsson, 2000:31). I fortsättningen kommer det därför endast att refereras till sanktionerna i Noteringsavtalet. I Noteringsavtalet finns det tre sanktioner att tillgå, varning, vite och avnotering. Det tillkommer således en sanktion, vite motsvarande maximalt 10 gånger årsavgiften till börsen, i Noteringsavtalet i förhållande till LBC (Börsregler 2003/2004:24). När det gäller överklagande av en sanktion;

---

<sup>49</sup> LBC 12:2.

<sup>50</sup> Punkten 5, Noteringsavtalet.

## Teori

utdömd med Noteringsavtalet som grund, finns det inga uttryckliga regler. Men enligt förarbetena kan beslut tagna enligt Noteringsavtalet överklagas till allmän domstol enligt allmänna regler (Prop. 1991/92:113:138).

I och med att borsreglerna sanktioneras genom Noteringsavtalet, sanktioneras de endast på avtalsrättslig väg. Konsekvenserna av detta kommer att analyseras nedan. Redan nu kan det emellertid vara värt att påpeka att sanktionsmöjligheten, i och med det ovan sagda, är beroende av om bolaget i fråga skrivit på Noteringsavtalet eller ej. Det kan givetvis uppkomma situationer då bolaget inte är bundet av Noteringsavtalet, och inga juridiska sanktioner därmed finns att tillgå. Det kan däremot finnas andra sanktioner, utanför den juridiska arenan. Frågan är dock hur dessa skall tolkas, samt vilken effekt de kan förväntas få. Detta kommer att analyseras mer ingående nedan, men redan nu kan det vara på sin plats att nämna något om hur ett klandervärd beteende kan tänkas påverka en spelare på marknaden. Om en aktör på aktiemarknaden bryter mot exempelvis Noteringsavtalets informationsregler men aldrig har skrivit på avtalet, finns i princip inga juridiska sanktioner att tillgå. Däremot säger teorin att ett sådant beteende kommer att klassificeras som klandervärd av marknaden och därmed minskar förtroendet för det enskilda företaget. I förlängningen medför detta minskade förtroende att färre investerare vill investera i företaget, vilket kan leda till brist på kapital för företaget (Kågerman, 2001:112). Om denna sanktion är ett effektivt komplement till de juridiska återstår att se nedan i analysen. Det är i alla fall intressant att ha i åtanke att det även finns sanktioner att tillgå utanför den juridiska arenan.



# Empiri

---

## 1 Inledning

I teoriavsnittet ovan anges vad som krävs för en effektiv aktiemarknad enligt teorin samt vilka regler som finns på den svenska marknaden idag. Intressant blir därför i detta avsnitt att se hur reglerna de facto tillämpas i praktiken. Rättspraxis från Aktiemarknadsnämnden (AMN) samt Stockholmsbörsens disciplinnämnd (Disciplinnämnden) kommer att behandlas för att se hur NBK/OE samt Noteringsavtalet tolkas i praktiken. De viktiga när det gäller denna praxis är två saker. För det första klarnar bilden av vilka aktörer som omfattas av regelverket i praktiken och för det andra ges en bild av vilka sanktioner som faktiskt döms ut.

Förutom beskrivning av praxis kommer även folk i finansbranschen att intervjuas för att få en bild av hur reglerna uppfattas i praktiken. Personerna som intervjuas är affärsjurister, investmentbankirer, företagsledare och övervakningsansvariga på Stockholmsbörsen, vilka alla har erfarenhet av uppsatsens problemområde. Eftersom uppsatsen har en praktisk infallsvinkel är det viktigt att få en bild av vad branschen anser om befintliga regler. Skapar reglerna incitament för offentliggörande? Finns det brister? Hur tillämpas och efterföljs reglerna i praktiken? Alla frågor rörande uppsatsens problemområden klarnar förhoppningsvis genom redogörelsen av praxis och intervjuer. I nästa avsnitt kommer problemställningarna att analyseras och praxis och intervjuer kommer då att fungera som viktiga verktyg.

## 2 Praxis

Innan intervjuerna med folk i branschen presenteras kommer nedan en genomgång av aktuell praxis att ges. Inledningsvis kommer en kort redogörelse för AMN:s praxis att ges, då de har att uttala sig om god sed på aktiemarknaden samt tolka NBK/OE. Även om många av fallen rör uppköpserbjudanden och de problem som kan uppkomma i samband med dessa, behandlas även en del generella informationsproblem. Vidare blir informationsproblematiken tydlig i samband med uppköp, varför en genomgång av AMN:s praxis är intressant även ur den synvinkeln. Den instans som däremot direkt berör uppsatsens frågeställning är Disciplinnämnden. En genomgång av denna praxis blir därför i högsta grad aktuell och intressant. Att kombinera såväl AMN:s och Disciplinnämndens praxis torde dock ge bäst överblick av problematiken.

Vid nedanstående genomgång av aktuell praxis är det värt att påpeka en skillnad mellan AMN och Disciplinnämnden. AMN har till uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden genom att ge råd, information och uttala sig om principfrågor. Detta kan ske på eget initiativ eller genom en förfrågan från en myndighet, marknadsplats eller organisation (AMN.se). AMN har således mer av en klagande eller rådgivande roll och har inga reella sanktionsmöjligheter (Grundvall *et al*, 2003:84). Disciplinnämnden är

däremot, som ovan redogjorts för, en dömande instans som har möjlighet att meddela juridiska sanktioner. I och med att ett bolag skriver på Noteringsavtalet, blir det juridiskt bunden och kan vid avtalsbrott bli dömd till civilrättsliga sanktioner (af Sandeberg, 2001:81). Då det även finns icke juridiska sanktioner att tillgå samt då såväl Disciplinnämnden som AMN (i synnerhet AMN) klargör och tolkar börsreglerna, är en redogörelse av båda organen aktuell.

## 2.1 AMN

AMN har i några uttalanden direkt eller indirekt berört frågor om informationsgivning av aktiemarknadsbolag. I det äldsta fallet från 1987 behandlas frågan om det strider mot god sed på aktiemarknaden att rikta en emission av konvertibla skuldebrev till ledningen och anställda, samtidigt som förhandlingar om ett förvärv pågår. Bakgrunden till fallet var att ett planerat förvärv delvis skulle finansieras genom en emission av konvertibla skuldebrev riktad till ca 300 anställda. Problemet var att vissa av dessa anställda hade tillgång till information som marknaden inte hade tillgång till och kunde därmed eventuellt klassas som insiders. Om det planerade förvärvet gick enligt planerna kunde ett offentliggörande leda till en positiv kurspåverkan av bolagets aktier. Det som AMN således hade att ta ställning till var huruvida den föreslagna emissionen kunde tänkas strida mot god sed på aktiemarknaden. Bolaget som ställde frågan till AMN hade som förslag att emissionskursen skulle kunna justeras till ett eventuellt högre pris efter offentliggörandet. AMN konstaterade att någon justering inte var aktuellt, utan de personer som eventuellt befanns vara i insiderposition skulle avstå från att delta i emissionen (AMN 1987:8).

I ett fall från 1988 berör AMN frågan huruvida det strider mot god sed på aktiemarknaden att lämna selektiv information till vissa aktieägare genom ett så kallat marknadsråd. I detta fall klargörs en rad principfrågor som är aktuella i samband med aktiemarknadsbolag och distribution av icke offentligjord kursdrivande information. Bolaget som ställt frågan till AMN var BPA och detta bolag hade ett antal så kallade marknadsråd. Råden hade till uppgift att vidga samarbetet mellan de lokala fackliga och kooperativ aktieägarna i BPA och BPA. Samarbetet inom marknadsrådet var mycket stort och omfattade bland annat finansierings- och inköpsfrågor samt frågor om nya affärsområden. Detta medförde att informationsutbytet inom råden var väldigt omfattande. AMN är väldigt tydliga i sina överväganden och behandlar en rad av de frågeställningar som är aktuella för den här magisteruppsatsen. Inledningsvis behandlar AMN deras behörighet att ta upp ärendet till prövning. Det som är problemet i detta fall är att BPA inte är ett aktiemarknadsbolag. Efter en noggrann redogörelse kommer emellertid AMN fram till att de har behörighet att pröva frågan eftersom BPA hade vidtagit åtgärder för att bli ett aktiemarknadsbolag och att deras aktier hade en stor spridning. När behörighetsfrågan är avgjord fortsätter AMN med att behandla informationsproblematiken. AMN påtalar att börsens informationsregler har till syfte att aktieägarna och marknaden i övrigt skall få ett bra beslutsunderlag för handel med aktiemarknadsbolagens aktier samt att minska risken för

insiderhandel. Det påtalas att det är av största vikt att kurspåverkande information från bolagens sida sprids till marknaden så snabbt som möjligt. Intentionen skall vara att informationen skall komma alla intressenter på marknaden tillgodo samtidigt samt att informationen skall vara rättvisande och fullständig. Med hänvisning till dessa principer anser AMN att det är olämpligt med dessa marknadsråds förankring till företagsledningen i BPA (AMN 1988:3).

Nästa fall berör, precis som det första, frågor i samband med en riktad emission och är från 1989. Uttalandet behandlar frågor om informationsgivning i samband med en riktad emission då bolaget samtidigt förhandlar om förvärv av ett utländskt bolag. Problemet i fallet är i princip samma som i första fallet nämnt ovan (1987:8), det vill säga om det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att genomföra en emission samtidigt som ett eventuellt kurspåverkande förvärv är nära förestående. AMN hänvisar till sitt äldre uttalande och menar att det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att genomföra emissionen, så länge aktieägarna fått fullständig information om eventuella kurspåverkande händelser, såsom ett förestående förvärv (AMN 1989:4).

Avslutningsvis kan det vara aktuellt att redogöra för ett ganska nyligen avgjort ärende angående selektiv informationsgivning. De tre fallen redogjorda för ovan är alla relativt gamla. De innehåller dock viktiga principer som är fundamentala för aktiemarknadens funktion och har därför fortsatt legitimitet. 2004 avgjorde AMN ärende som behandlar snarlika frågeställningar som de tre ovan nämnda fallen. Bakgrunden till uttalandet är att huvudägarna i mediebolaget VLT hade bildat ett utköpsbolag som de kallade Mediaintressenter. Tanken var att Mediaintressenter skulle lämna ett offentligt erbjudande på samtliga aktier i VLT. Två av styrelseledamöterna i VLT kritiserade dock detta förfarande. Anledningen till reservationen var att de ansåg att personer i Mediaintressenter hade fått tillgång till selektiv information som inte tagits med i prospektet. Både VLT och Mediaintressenter ansåg dock att så inte var fallet, utan sade att alla intressenter hade tillgång till samma information. De två styrelseledamöterna var dock av en annan uppfattning. De menade att vissa personer i Mediaintressenter hade fått information om bland annat kalkyler om framtida affärer samt andra detaljkunskaper om VLT. AMN menade att det inte var fråga om någon selektiv informationsgivning utan att vissa personer i Mediaintressenter hade fått ett allmänt informationsövertag genom att de kände till VLT väl. AMN ansåg alltså att detta informationsövertag inte nådde upp till de krav som ställs enligt borsreglerna för att det skulle ses som selektiv informationsgivning (AMN 2004:31).

## *2.2 Disciplinnämnden*

Om AMN har en utredande och klagörande uppgift, har Disciplinnämnden en ren disciplinär uppgift. Disciplinnämnden har, som ovan nämnts, möjlighet att sanktionera otillbörligt förfarande med varning, vite eller avnotering. Det första fallet, eller fallen, som kommer att redogöras för är från 2003. De tre

fallen rör Sweco AB (Sweco), Nordea AB (Nordea) och Intenia International AB (Intenia) och behandlar liknande problem. Problemet i fallen var att kvartalsrapporterna från bolagen fanns på företagets hemsida innan de hade offentliggjorts enligt de krav som finns enligt Noteringsavtalet. Anledningen till att informationen läckte ut var att Internetadressen där kvartalsrapporterna fanns hittades av utomstående. Skälet till att det gick att komma på vilken Internetadress kvartalsrapporterna fanns på, var att adressen var likadan som den företagen använt tidigare, med en liten skillnad. De två sista tecknen i adressen hade bytts ut från Q1 till Q2 eller liknande. Disciplinnämnden tog ställning i frågan och uttalade sig om fallet. De ansåg att gärningen låg inom företagets kontrollsfär och att bolagen därmed brutit mot Noteringsavtalets regler om omedelbart offentliggörande av potentiell kurspåverkande information. Anledningen till att Disciplinnämnden ansåg att avtalsbrottet låg inom bolagens kontrollsfär var att det var så pass lätt att lista ut vad adressen var. Disciplinnämnden ansåg dock att handlingen var ursäktlig och nöjde sig med att meddela en varning till de tre bolagen. Disciplinnämnden rättfärdigade detta beslut med att utlämnandet var oavsiktligt och att förberedelserna gjort i syfte att kunna offentliggöra informationen på utsatt datum (Disciplinnämndens avgöranden 2003:2, 2003:3 och 2003:4). Senare samma år avgjordes ett ärende med samma problematik, det vill säga att informationen fanns tillgänglig på en ”hemlig” adress innan offentliggörandet. Bolaget denna gång var Höganäs AB (Höganäs). Med hänvisning till de tre fallen nämnda ovan ansåg Disciplinnämnden att en varning var en lämplig påföljd (Disciplinnämndens avgörande 2003:7).

I några andra fall berör Disciplinnämnden frågor om informationsproblematik som är mer graverande. Om de fyra fallen ovan rör passiv informationsgivning, rör de tre nästkommande aktiv informationsgivning. I det första fallet hade Tripep AB (Tripep) berättat om vissa forskningsresultat för en journalist på Dagens Industri. Journalisten skrev en artikel i Dagens Industri innan offentliggörandet hann nå marknaden. Disciplinnämnden menade att Tripeps förfarande stred mot Noteringsavtalet, men menade att översteget var av mindre allvarligt slag och nöjde sig med att meddela en varning. Orsaken till denna ståndpunkt från Disciplinnämnden var att Tripep hann offentliggöra informationen om forskningsresultaten på föreskrivet sätt innan börsen öppnades. Även om artikeln i Dagens Industri fanns tillgänglig innan offentliggörandet skedde alltså ingen verklig skada i och med att börsen ännu inte öppnat (Disciplinnämndens avgörande 2004:1). Förutsättningarna var liknande i ett fall rörande Lundin Petroleum AB (Lundin). En journalist på Dagens Industri fick tillgång till information om Lundin före marknaden och publicerade denna information innan ett officiellt offentliggörande skett. Skillnaden jämfört med Tripepfallet var att informationen fanns i Dagens Industri en hel börsdag innan det officiella pressmeddelandet offentliggjordes. Disciplinnämnden ansåg därför att Lundin överträtt Noteringsavtalet och att det inte fanns några förmildrande omständigheter och utdömde därför ett vite. Vitet motsvarade en årsavgift eller 48.000 kr (Disciplinnämndens avgörande 2004:2). Det sista, och mest graverande fallet, rör Intenia AB (Intenia) och är från 2005. Problematiken är liknande den i de två ovan nämnda fallen. En journalist fick tillgång till information om Intenia innan marknaden. Inför ett kommande halvårsbokslut gav Intenias VD journalisten information om

bolagets konsult- och rörelsemarginaler för de kommande kvartalen. Disciplinnämnden ansåg att detta var en grov överträdelse av Noteringsavtalets informationsregler och meddelade ett vite. Vitet stannade även i detta fall vid ett vite motsvarande en årsavgift eller 192.000 kr (Disciplinnämndens avgörande 2005:1).

## **3 Branschens uppfattning om börsreglerna**

### *3.1 Inledning*

Som undertiteln på denna magisteruppsats förklarar är detta en praktisk undersökning. Problemställningen är något speciell för att vara en uppsats i finansiering. Det som skall undersökas är de juridiska reglernas förenlighet med de krav som uppställs i den ekonomiska teorin. En sådan undersökning kan ske på två sätt. För det första kan de juridiska reglerna tolkas enligt sin ordalydelse, genom att läsa förarbeten samt genom att se vad akademiker sagt om problemområdet. Ett sådant angreppssätt tenderar dock att bli alldeles för teoretiskt och verklighetsfrämmande. Förutom att givetvis tolka reglerna, läsa förarbeten och läsa vad akademiker sagt om problemområdet har jag valt att även titta på hur det ser ut i praktiken. Genom att studera lämplig praxis som behandlar uppsatsens problematik samt genom att intervjua människor verksamma i finansbranschen kommer regelverkets verkliga effekter förhoppningsvis att påvisas.

Jag har valt att dela in intervjuobjekten i fyra kategorier, efter vilket yrkesområde de representerar. De två första kategorierna skulle kunna klassificeras som en, nämligen konsulter eller rådgivare. Jag likväl valt att dela in dem i två separata kategorier eftersom de trots allt representerar två olika delar av finansmarknaden och har olika infallsvinklar på problemet. Den första kategorin är juristerna, eller snarare affärsjuristerna. Intervjuobjekten är två biträdande jurister från Advokatfirman Vinge i Malmö som båda har stor erfarenhet av börs- och bolagsrätt. Nästa kategori har jag valt att kalla investmentbankirer, vilket innefattar fyra personer från välkända svenska Investmentbanker. Personerna är Björn Åkerlund som är ansvarig för publika transaktioner på Handelsbanken Capital Markets i Stockholm, Gustaf Eisen också från Handelsbanken Capital Markets men som jobbar på avdelningen Corporate Finance & Debt Capital Markets. Jag har vidare intervjuat Birgitta Henriksson som är ansvarig för Investor Relations på Carnegie samt Anders Bruzelius som är aktieanalytiskchef på Swedbank. Den tredje kategorin kallar jag styrelseproffs och börs-VD, vilket innefattar Lennart Pihl. Pihl har varit börs-VD för en rad stora bolag i Sverige och varit med om förvärv och andra omstruktureringar som innefattar den problematik som uppsatsen behandlar. Avslutningsvis har Anders Acebo, som är chef för övervakningsenheten på OMX Stockholmsbörsen, intervjuats.

Intervjuobjekten har intervjuats i olika omgångar och på olika sätt.<sup>51</sup> De har däremot fått samma frågor och i övrigt samma förutsättningar.<sup>52</sup> Frågorna är av ganska öppen karaktär, vilket ger utrymme för diskussion. Vid de muntliga intervjuerna har samtalet baserats på intervjumallen men det har givetvis diskuterats även andra frågor som uppkommit. Vid e-postintervjuerna har mallen bifogats och vidare korrespondens vidtagits då det rått oklarhet eller djupare frågor behövts. Nedan redogörs alltså kortfattat för den informationen som intervjuerna givit. Dispositionen kommer att följa intervjumallen och liknande frågor behandlas ur olika perspektiv. Det kommer inte att ges några särskilda källhänvisningar till enskilda uttalanden, med hänsyn till att intervjuobjekten inte vill bli direktrefererade. De enda hänvisningar som ges är de som redan givits, dvs. indelningen i de fyra kategorierna.

### *3.2 Jurister*

När det gäller inverkan av renommé som en sanktion är juristerna ganska överens. De aktörer som regelmässigt är verksamma på den svenska marknaden (vilka benämns såsom seriösa aktörer) gör allt för att verka i enlighet med god sed på den svenska aktiemarknaden. Uppfattningen är också att de flesta aktörer på den svenska marknaden kan klassas som seriösa och därmed är måna om att följa reglerna även om de inte är juridiskt bundna, utan endast av risken för dålig renommé. Det som däremot kan urskiljas är att aktörer som inte regelmässigt är verksamma på marknaden kan tänkas ta lite lättare på reglerna, eftersom de inte har så mycket att förlora på en eventuell goodwillförlust. Det är dock inte så vanligt och när det gäller uppenbara överträdelser av viktiga informationsregler tänker sig aktörerna mycket noga för.

I de fall det rör sig om utländska aktörer som endast undantagsvis handlar på den svenska marknaden kan det tänkas att de bryr sig mindre om svenska regler. Detta eftersom de kanske inte är bundna av svenska regler samt då inte påverkas så mycket av en goodwillförlust på den svenska marknaden. Vad som dock påtalas är att utländska aktörer som verkar på den svenska marknaden i princip alltid företräds av svenska rådgivare (advokatbyråer, banker och andra finansiella rådgivare). Även om den utländska aktören kanske inte bryr sig så mycket om en eventuell goodwillförlust så gör den svenska rådgivaren definitivt detta. En rådgivare är oftast väldigt noga med att vårda sitt varumärke och sitt rykte och vill inte riskera att få badwill för att följa en klients anvisningar. Däremot påtalas det att det inte kategoriskt går att säga att alla rådgivare är lika måna om sitt rykte. Det är inte uteslutet att det kan finnas rådgivare som bryr sig mindre om ett dåligt rykte. Enligt intervjuobjekten hör detta emellertid till ovanligheterna och det får i princip anses att den övervägande delen av de svenska rådgivarna är väldigt noga med att följa de regler som finns på aktiemarknaden, juridiska som moraliska.

---

<sup>51</sup> Se metodavsnittet, kapitel 3 för intervjuteknik och eventuella brister som kan hänga samman med denna.

<sup>52</sup> För ett exemplar av intervjumallen se Bilagan.

Den allmänna uppfattningen bland juristerna verkar vara att den svenska aktiemarknaden fungerar bra. Aktörerna följer de regler som finns och någon formell lagstiftning anses inte behövas. Självregleringen leder till väsentlig information offentliggörs när så skall ske och en övergång till offentligrättslig reglering torde inte leda till någon markant förändring. Som fördelarna med självreglering nämns flexibilitet, kunskap och effektivitet. Flexibilitet eftersom reglerna snabbt kan ändras och anpassa sig till marknadens behov. Kunskap eftersom de organisationer som skriver och tolkar reglerna består av personer som har stor och lång erfarenhet av den svenska aktiemarknaden. Effektivitet eftersom det går snabbt mellan uppmärksammar problem och beslut. Som nackdelar nämns att det kan finnas fall då reglerna inte efterlevs eftersom enskilda aktörer kanske inte är bundna av dem i vissa fall eftersom reglerna är avtalsbaserade.

### *3.3 Investmentbankirer*

Bland bankirerna nämns renommét som ett väldigt viktigt incitament för att följa reglerna även om en enskild aktör inte är juridiskt bunden av Stockholmsbörsens noteringsavtal. Ur analytikernas synvinkel kan en notis om ett tvivelaktigt beteende innebära att den enskilda aktören anses vara pestsmittad, vilket snabbt sprider sig bland bankerna och bland övriga aktörer på marknaden. Det finns även en samstämmighet angående att det finns så mycket att förlora på att sammanlänkas med tvivelaktigt beteende att det inte är värt risken att kalkylera och väga eventuella för och nackdelar med ett visst beteende. Skulle det uppmärksammas får det röra sig om väldigt stora belopp för att det skall vara värt att ta en goodwillförlust.

Bankirerna är något oense när det gäller utländska aktörer. En del anser att det inte finns någon risk att utländska aktörer bryr sig mindre om svenska regler utan att ett tvivelaktigt beteende även blir känt utanför Sverige. En något annan uppfattning är att det finns en viss risk för att utländska aktörer bryr sig mindre om svenska regler. Däremot minskar denna risk i förhållande till långsiktigheten av agerandet på den svenska marknaden. Trots dessa mindre skiljaktigheter är samtliga bankirer överens om att de allra flesta utländska aktörer har svenska rådgivare som är väldigt noga med att det svenska regelverket följs. Rådgivarna är alltså noga med att reglerna följs och enligt en källa har de till och med lite säkerhetsmarginal för att inte äventyra en transaktions genomförande.

Uppfattningen verkar även i denna kategori vara att de svenska reglerna leder till ett efterfrågat beteende hos marknadens aktörer och informationsdistributörer. Det nämns dock att det kan finnas fall där enskilda aktörer gör en cost-benefitanalys och kommer fram till att de monetära vinsterna av ett tvivelaktigt beteende är större än eventuella goodwillförluster. Detta anses emellertid vara verkliga undantagsfall vilka endast leder till kortsiktiga vinster med svåra följder för den enskilda aktören på längre sikt. När det gäller frågan huruvida sanktionerna är bra eller inte går meningarna isär. Vissa bankirer anser att sanktionerna är fullt tillräckliga och marknadsincitamenten fungerar väldigt bra medan andra menar att exempelvis

högre viten hade varit att föredra för att definitivt undvika tvivelaktigt beteende. Gruppen är däremot överens om att självreglering är det bästa alternativet och att reglerna fungerar bra idag och leder till en informationsgivning som överlag är tillräcklig. Trots att uppfattningen i gruppen verkar vara att reglerna fungerar bra finns det dock tecken på att framför allt sanktionerna borde stramas upp lite. Det finns den del i gruppen som menar att det är tillräckligt med de sanktioner som finns idag, men den övervägande delen efterfrågar hårdare sanktioner för att informationsreglerna skall följas i ännu högre grad än i dag.

### **3.4 Styrelseproffs och börs-VD**

I denna tredje kategori intas ett annat perspektiv än i de två föregående. Här intas företagsledaren och den operativa chefens perspektiv, här intas aktörens perspektiv. Uppfattningen skiljer sig också en aning jämfört med de två första kategorierna. Påverkan på bolagets renommé eller andra goodwillförluster av ett klandervärdt beteende anses vara kännbart men inte avgörande. Det påpekas att det i de flesta fall sker en cost-benefitkalkyl hos det enskilda företaget. Skulle affärens värde eller egennyttnen i övrigt komma att kraftigt överstiga den eventuella goodwillförlust som kan bli aktuell i samband med uppmärksamheten av det klandervärda beteendet kommer affären att genomföras. För företaget och styrelsen handlar det således primärt om ekonomiska kalkyler, det vill säga frågan om vilket alternativ som är bäst. Reglerna följs inte av ett självändamål utan sanktionerna är mycket viktiga för att verka som motpol mot den tvivelaktiga handlingen.

Enligt denna kategori finns det en risk för att utländska aktörer som inte är bundna av Noteringsavtalet bryr sig mindre om de svenska reglerna. Det torde vara mindre kännbart för en utländsk aktör att ertappas i Sverige, om aktören inte verkar mer regelbundet på den svenska marknaden, den negativa effekten blir därmed också mindre för den utländska aktören. Resonemanget innebär vidare att kalkylerna ser lite annorlunda ut för svenska och utländska aktörer. Däremot påtalas det (precis som av de övriga kategorierna) att utländska aktörer i de allra flesta fall företräds av svenska rådgivare, vilka är väldigt måna om att följa regelverket. Dock måste det beaktas att även rådgivarna kalkylerar i sina beslutsprocesser. Till slut handlar det trots allt om att attrahera klienter och få in pengar, varför klientens vilja styr en stor del av rådgivarnas beteende. Däremot uppvägs rena regelöverträdelser av rädslan för badwill hos rådgivaren. I gränsfall är det däremot inte ovanligt att reglerna tolkas välvilligt till klientens fördel.

Den allmänna uppfattningen i denna kategori verkar även vara att regelverket fungerar bra över lag. Däremot kan reglerna skärpas och förtydligas eftersom det fortfarande är ganska stora tolkningsmöjligheter och möjligheter till tveksamma cost-benefitkalkyler. I denna kategori finns det emellertid inte samma tilltro till de ”mjuka sanktionerna” såsom goodwillförluster och andra moralbetonade sanktioner. Hårdare sanktioner efterfrågas, högre viten och krav på bundenhet vid handel i Sverige. Självregeringen anses fungera bra, men borde kombineras med någon allmän ramlagstiftning som fångar in



marknadens aktörer på ett bättre sätt. Vidare efterfrågas bättre övervakning då det förmodligen finns ett stort mörkertal, många tvivelaktiga informationsutbyten som aldrig upptäcks. Självregleringen är dock överlägsen eftersom den är dynamisk och medför att de som har kunskap om de kommersiella förhållanden som råder på aktiemarknaden även får ta besluten.

### **3.5 Stockholmsbörsens övervakningsenhet**

I denna fjärde och sista kategori intas ett tredje perspektiv skiljt från rådgivarnas och aktörernas, nämligen perspektivet av övervakningsorganet. Det är denna enhet som tillsammans med börsen beslutar om ett ärende skall skickas till Disciplinnämnden. Medvetenheten om vad en goodwillförlust innebär för det enskilda företaget om ett disciplinärende blir aktuellt finns även hos övervakningsenheten. De säger att publiciteten upplevs erfarenhetsmässigt av de flesta bolag och medlemmar som den svåra delen av sanktionen. Däremot påtalas däremot att eventuella överträdelser skall bedömas enskilt utan hänsyn till att eventuell dålig publicitet också verkar som en sanktion. När Disciplinnämnden utdömer en sanktion tittar de endast på överträdelserna och meddelar bara sanktioner i förhållande till överträdelsens svårighetsgrad. De ovan nämnda cost-benefitkalkylerna är inget som övervakningsenheten anser vara vanligt. Det finns inget som erfarenhetsmässigt talar för att ett företag skulle göra en sådan kalkyl.

Övervakningsenheten anser att det finns en risk för att utländska aktörer som inte är bundna av Noteringsavtalet bryr sig mindre om svenska regler. Men det påtalas att även i dessa fall förefaller risken för dålig publicitet vara beaktansvärd. Vidare kan möjligen utländska aktörer som är aktiva på flera börser tycka att man i huvudsak skall följa generell standard och att det är besvärligt med lokal särreglering. Bolag som är sekundärnoterade i Stockholm följer däremot i första hand de regler på den börs där de är primärnoterade. Det förekommer även en hel del diskussioner med utländska bolag om möjligheter till undantag från delar av Noteringsavtalet. Angående rådgivarnas roll menar övervakningsenheten att det är en fråga som rådgivarna svarar bäst på. Börsen har däremot ett intryck av att rådgivarna har starka ambitioner att följa reglerna. Finns det exempelvis en aktör som inte formellt är bunden av vissa regler är det vanligt att rådgivaren framhäver detta. Rådgivarna fungerar också som viktiga kontaktorgan mellan exempelvis utländska aktörer och börsen och på så sätt minskar risken för felaktig eller bristfällig informationsgivning.

Uppfattningen är att det nuvarande regelverket fungerar bra. Sanktionerna kan dock bli strängare och mer verkningsfulla. Det har vidare skett en viss uppstramning av reglerna ganska nyligen (2005-07-01) och maximala vitet har höjts från 10 till 15 gånger årsavgiften (se s. 26). Detta är enligt övervakningsenheten ett steg i rätt riktning eftersom det behövs starka incitament för att all väsentlig och kursdrivande information skall offentliggöras. Frågan är dock om det nuvarande regelverket (med de förändringar som skett den 1 juli) leder till ett omedelbart offentliggörande av kursdrivande information (i enlighet med EHM). Enligt övervakningsenheten

är ambitionen att så skall ske. Det är en daglig uppgift för övervakningsfunktionen att kontrollera att detta också sker. Som ett led i att förbättra sakernas tillstånd i bland annat detta avseende har Stockholmsbörsen infört ett krav på obligatorisk utbildning för ledande befattningshavare och styrelseledamöter i samtliga noterade bolag vid Stockholmsbörsen. Detta har, enligt övervakningsenheten, fått positivt gensvar och kommer sannolikt också att höja kvalitén på informationsgivningen. Det påtalas dock att det regelbundet förekommer att bolag inte lever upp till reglerna i detta hänseende, så det hela är en pågående process. Det är således en ständig risk att informationsreglerna överträds. Antingen beror det på cost-benefitkalkyler eller på okunskap eller slarv. Utbildningen är ett led till att komma till rätta med det senare och strängare sanktioner med det förra. När det gäller okunskap eller slarv är risken för informationsläckage störst när en företrädare för företaget blir intervjuad av en affärstidning eller har ett så kallat one-to-one meeting med en analytiker. När det gäller sanktionerna menar övervakningsenheten att det troligtvis behövs strängare sanktioner. Däremot anses självregleringen vara det bästa alternativet tack vare sin flexibilitet och kunskapsstillförsel. Självreglering i kombination med rigorös övervakning och hårda sanktioner anses vara den bästa lösningen. Problemet med utländska aktörer anses dock vara ett komplicerat problem som också behöver lösas. Vidare måste Disciplinnämndens praxis skärpas. Det hjälper inte med höga maximalsanktioner om det ändå utdöms relativt milda sanktioner i praktiken.

### *3.6 Sammanfattning*

Efter genomgången av de fyra kategorierna kan vissa likheter och skillnader skönjas. Utfallet av de två första kategorierna är ganska likt. De anser båda att ett företags renommé är viktigt och att en eventuell goodwillförlust slår hårt mot företaget. När det gäller utländska aktörer som inte är bundna av Noteringsavtalet anses risken vara större för tveksam informationsgivning. Dock verkar rådgivarna som en buffert och är väldigt måna om att reglerna följs. En del av bankirerna anser dock att det inte finns någon risk för att utländska aktörer skulle by sig mindre om svenska regler, eftersom dålig publicitet även sprider sig utomlands. Båda kategorierna anser vidare att de svenska reglerna fungerar bra och leder till en tillräckligt bra informationsgivning. Från bankirernas håll hörs dock en viss efterfrågan på strängare sanktioner.

Den tredje kategorin, styrelseproffs och börs-VD, intar en lite annan position. En allmän uppfattning som kan skönjas är en viss skepsis mot det rådande systemet även om det anses vara ett väl fungerande regelverk. Cost-benefitkalkyler anses vara snarare en regel än undantag och finns det inte tillräckligt starka incitament till att följa reglerna och det finns vinster att hämta på att inte göra det, så kommer inte reglerna att följas. Aktörerna följer ekonomiska värden snarare än moraliska. Problemen blir än större med utländska aktörer även om de negativa effekterna mildras något av rådgivarnas rädsla för badwill. Självregleringen anges som ett bra system men det borde kombineras med strängare sanktioner som definitivt skapar incitament till regelefterlevnad.

Avslutningsvis menar den fjärde kategorin, Stockholmsbörsens övervakningsenhet, att de är medvetna om att publiciteten i samband med ett klandervärt beteende är svår för det enskilda företaget. Däremot beaktar inte Disciplinnämnden detta när de dömer ut sanktioner, utan tittar bara på det enskilda fallet. När det gäller utländska aktörer anser övervakningsenheten att dålig publicitet också sprider sig utomlands även om det finns en större risk att utländska aktörer har mer benägenhet att tumma på reglerna. Dock har rådgivarna en viktig roll i dessa fall, både för regelefterlevnaden och för kommunikationen med börsen. Reglerna anses fungera bra, även om det kunde införas strängare sanktioner (vilket det påtalas att det gjorts den 1 juli 2005). Det räcker däremot inte bara med stränga sanktioner i teorin, utan Disciplinnämnden måste också utdöma dem i praktiken. Stockholmsbörsen arbetar vidare kontinuerligt med fortbildning av ledningen hos noterade bolag för att komma till rätta med brister i informationsgivningen på grund av slarv och okunskap.

## **4 Avslutande anmärkningar**

Efter att ha redogjort för teorin på området har det här avsnittet behandlat empirin. Empirin i magisteruppsatsen består av praxis från AMN och Disciplinnämnden samt intervjuer med jurister, investmentbankirer, styrelseproffs och Stockholmsbörsens övervakningsenhet. Praxis ger en bild av hur informationsreglerna faktiskt tillämpas i praktiken och vilka sanktioner som de facto döms ut. Att studera praxis ger också en uppfattning om hur auktoriteter på marknaden tänker och resonerar i viktiga frågor. Genom att endast studera reglerna är det svårt att få en verklig förankring och eftersom uppsatsen har en praktisk inriktning är praxis en bra utgångspunkt i empirin.

Intervjuer har genomförts med olika personer i finansbranschen för att få en bild av hur reglerna upplevs och hur de fungerar i praktiken. Personerna som har intervjuats har också bidragit med viktig information om samspelen på aktiemarknaden, exempelvis hur dålig publicitet kan påverka enskilda företag. I nästa avsnitt skall uppsatsens frågeställningar analyseras. Praxis och intervjuer kommer att användas i analysen för att se om och hur Stockholmsbörsens informationsregler uppfyller kravet på offentliggörande, i både svenska och internationella sammanhang.

# Analys

---

## 1 Inledande anmärkningar

I detta avsnitt skall de två frågeställningarna analyseras med beaktande av såväl teori som empiri. Det som först skall utredas är om de svenska informationsgivningsreglerna uppfyller de krav på offentliggörande som uppställs i den effektiva marknadshypotesen. Frågan är vidare om läget förändras om det rör sig om en utländsk aktör. Frågeställningarna skall analyseras med beaktande av den teori som finns (se avsnittet teori) samt den empiri som har undersökts i uppsatsen (se avsnittet empiri). Grundförutsättningen är att all information skall vara tillgänglig och kostnadsfri. Formuleringen har skrivits om i uppsatsen till att innebära att kursdrivande information skall offentliggöras till marknaden vid samma tillfälle och så snabbt som möjligt. Genom att studera de regler som behandlar ämnet samt analysera rättsfall och intervjuer med människor i finansbranschen kommer frågeställningarna att analyseras grundligt för att sedan mynna ut i en slutsats.

## 2 Reglernas förenlighet med EMH:s krav

### 2.1 Teoretisk bakgrund

Frågan som ställdes i inledningen av uppsatsen var om de svenska informationsgivningsreglerna uppfyller de krav som ställs på offentliggörande enligt den effektiva marknadshypotesen i praktiken. På det teoretiska planet är det ganska enkelt att konstatera att reglerna har till syfte att se till att kursdrivande information offentliggörs. Det framgår på flera ställen i litteraturen, i förarbetena och uttryckligen i reglerna. I litteraturen sammanfattas medvetenheten om vikten av offentliggörande på ett bra sätt av af Sandeberg som i sin doktorsavhandling skriver:

*”...marknaden skall vara effektiv, genomlyst och likvid, och den börsrättsliga regleringen skall skapa de rättsliga ramarna för marknadens effektivitet, genomlysning och likviditet. Syftet skulle svårligen kunna uppnås utan omfattande regler om informationsplikt.”*

(af Sandeberg, 2001:29)

Det är alltså ingen hemlighet att Famas teorier även har stor medvetenhet i den juridiska litteraturen. Det krävs alltså omfattande regler om informationsplikt för att grundkravet på offentliggörande enligt EMH skall vara uppfyllt. Att det sedan kan finnas en mängd andra saker som kan hindra en marknad från att vara effektiv är möjligt, men för att ens kunna prata om en effektiv marknad måste informationsreglerna fungera. Även hos lagstiftaren finns denna medvetenhet vilket framgår tydligt i förarbetena till LBC och LHF där följande är hämtat:

## Analys

*” I likhet med andra marknader sker handeln på värdepappersmarknaden till priser som bestäms av utbud och efterfrågan. För att priset skall bli "rätt" måste all relevant information om tillgångarna vara känd för aktörerna på marknaden. Man kan därför säga att värdepappersmarknaden liksom andra marknader tillhandahåller information. Ju mer information som lämnas desto säkrare kan aktörerna bedöma t.ex. hur effektivt ett bolag är och utifrån detta sätta ett marknadsvärde på de värdepapper som bolaget gett ut. Emellertid är det inte bara omfattningen och innehållet i informationen som är av betydelse. Minst lika viktigt är att informationen sprids effektivt till alla aktörer på marknaden. Om informationen skulle vara felaktig eller ofullständig, finns det risk för att investerarnas förtroende för marknaden minskar. Detta kan i sin tur medföra att marknadens effektivitet försämras och att t.ex. statens och näringslivets kapitalanskaffning fördyras. Brister i informationen kan således skada såväl kapitalanskaffare som investerare, vilket också får en negativ inverkan på samhällsekonomin. Det behövs därför höga krav på information inte bara från utgivare av värdepapper utan även om själva handeln med värdepapper.”*

(Prop. 1991/92:113:57)

Även lagstiftaren anser alltså att den ekonomiska teorin har fog för sig när den menar att ett grundläggande krav för att ens prata om en effektiv marknad är att informationen når alla spelare på marknaden snabbt och effektivt. Avslutningsvis kan det vara värt att påpeka att Stockholmsbörsen själv i Noteringsavtalets portalparagraf när det gäller informationsgivning stadgar att offentliggörandet är fundamentet för en effektiv marknad. I punkten 1 i Bilaga 1 till Noteringsavtalet stadgas det:

*”Information som i inte oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen av bolagets noterade fondpapper får inte annat än i särskilda fall lämnas på annat sätt än genom offentliggörande.”*

(Punkten 1, Bilaga 1, Stockholmsbörsens noteringsavtal)

Med hänvisning till bland annat de tre ovan angivna citaten är det tydligt att regelverket teoretiskt sätt har till ändamål att främja en effektiv informationsgivning. Frågan är bara hur det ser ut i praktiken. Det är först genom att se hur reglerna tillämpas i praktiken som det går att bilda sig en uppfattning om hur verkningfulla reglerna och dess sanktioner verkligen är. Jag har valt att dela upp denna del av analysen i de två delar som återfinns i empiriavsnittet, nämligen först analysera hur reglerna tolkas i praxis och sedan analysera branschens uppfattning om reglernas funktion i praktiken.

## 2.2 *Analys av praxis*

### 2.2.1 *AMN*

Att analysera praxis på området ger en uppfattning om hur reglerna faktiskt tolkas och tillämpas av de instanser som har befogenhet att uttala sig om rättsområdet. En naturlig startpunkt är AMN:s praxis som har mer en klargörande och tolkande karaktär, även om de flesta aktörer följer vad AMN har sagt. I det första fallet, AMN 1987:8, var vissa personer i en insiderposition eftersom de satt i ledningen på bolaget. Tanken var att bolaget skulle rikta en nyemission till dessa personer samtidigt som förhandlingar om ett uppköp pågick. AMN var väldigt klar på denna punkt och menade att det enda alternative som fanns var att personerna i insiderposition inte fick delta i nyemissionen. Personerna som ställde frågan till AMN ville att emissionspriset skulle justeras men att de fortfarande fick delta i nyemissionen. Genom att neka detta och förbjuda personerna i fråga att delta i nyemissionen visar AMN att de inte tolererar tveksamma fall av informationsgivning. Är en person i insiderposition enligt AMN får de ej heller delta i handel av bolagets värdepapper. En sådan inställning bidrar till att säkerställa en rättvis informationsgivning och spel på lika villkor, något som framhålls som mycket viktigt i teorin. AMN är konsekvent i sin praxis när det gäller personer i insiderposition och kommer till samma slutsats i fallet AMN 1989:4. AMN menar att personer som klassas såsom insiders inte får handla i bolagets värdepapper då de sitter inne med information som resten av marknaden inte har tillgång till.

En lika hård linje vidhåller AMN i fallet AMN 1988:3. I detta fall anser AMN att det är olämpligt med så kallade marknadsråd, i vilka bland annat frågor om finansiering och inköp diskuteras inom en begränsad krets. AMN anser att marknaden skall vara så genomlyst som möjligt och att det är mycket viktigt att kursdrivande information når marknaden så snabbt som möjligt och inte bara en begränsad krets av personer. Vidare påtalas att informationen skall vara rättvisande och fullständig. Även i detta fall upprätthåller alltså AMN på ett förtjänstfullt sätt principen om omedelbart och fullständigt offentliggörande. Det är viktigt att AMN sätter ner foten och visar att marknads spelregler måste upprätthållas, alla skall spela på lika villkor.

I det senaste fallet av vikt för denna uppsats, AMN 2004:31, vacklar AMN dock något och anser det inte rörde sig om selektiv informationsgivning utan om ett allmänt informationsövertag. Om man skall göra skillnad mellan selektiv informationsgivning och ett allmänt informationsövertag går att diskutera. I fallet hade vissa personer i ett utköpsbolag fått tillgång till information som inte tillställts marknaden. Att kalla det ett allmänt informationsövertag känns lite tveksamt. Om alla spelare skall spela på lika villkor krävs det också att alla får tillgång till samma information. Det krävs förvisso lite flexibilitet för att reglerna skall fungera, men frågan är om inte AMN var lite för flexibla i detta fall. En så viktig princip som principen om offentliggörande måste upprätthållas i alla lägen för att det skall vara aktuellt att tala om en effektiv marknad.

Ett sammanställande av fallen ovan resulterar i en ganska klar linje hos AMN. Personer som befinner sig i en insiderposition får inte handla i bolagets värdepapper. Däremot råder det tveksamheter om vem som skall klassas såsom insider. I 2004:31 anser AMN inte att personerna i utköpsbolaget skall anses såsom insiders eftersom de inte har fått tillgång till informationen på ett otillbörligt sätt. Frågan är om sättet att få tillgång till informationen skall spela någon roll. Det viktiga torde vara att se till så att alla aktörer på marknaden har tillgång till samma information. Därför är det viktigt att all kurspåverkande information offentliggörs och inte hålls inom en begränsad krets som kan använda denna information till att göra vinster på andra aktörers bekostnad. Kontentan av att inte upprätthålla en sådan princip strikt blir att förtroendet för aktiemarknaden minskar och tillflödet av kapital till aktiemarknaden minskar. Överlag får ändå AMN ha en god inställning till informationsgivningsproblematiken och ha sunda ekonomiska teorier som grund för sina beslut. Det är dock viktigt att ha i åtanke att AMN är en organisation som endast utreder oklarheter och tolkar regelverket på beställning av marknads aktörer. De kan förvisso ta upp intressanta fall till prövning på eget initiativ, men de allra flesta fall tas upp på begäran. Vidare har AMN inga juridiska sanktionsmöjligheter som kan säkerställa att deras uttalanden verkligen efterföljs. Däremot innebär ett uttalande från AMN ett starkt incitament eftersom de aktörer som inte följer beslutet riskerar kraftiga goodwillförluster.<sup>53</sup>

### 2.2.2 Disciplinnämnden

Till skillnad från AMN har Disciplinnämnden en möjlighet att utdöma sanktioner, eftersom de utreder brott mot Noteringsavtalet. Det intressanta vid analysen av Disciplinnämndens praxis blir därför att se hur de sanktioner som finns i Noteringsavtalet utdöms i praktiken.<sup>54</sup> Frågan som ställs är alltså hur Disciplinnämnden utnyttjar de sanktioner de har att tillgå. En generell iakttagelse är att Disciplinnämnden är ganska mild när den utdömer sanktioner. Det rör sig oftast om varningar och ganska ringa viten. I de fyra första fallen som redogjorts för ovan i empiriavsnittet tilldelades endast varningar. Samtliga fallen 2003:2, 2003:3, 2003:4 och 2004:7 handlade om liknande problematik. Kvartalsrapporterna fanns att få tag på utan alltför stor ansträngning på bolagens hemsida innan de officiellt skulle offentliggöras. Disciplinnämnden ansåg att det var ett klart brott mot Noteringsavtalet men ansåg att det var ursäktliga övertramp. Kontentan är att bolagen endast blev varnade. Frågan är dock om det finns några ursäktliga övertramp. Finns det förmildrande omständigheter för att avvika från den viktiga principen om offentliggörande till marknaden? Det är klart att bolagen i dessa fall inte hade som avsikt att informationen skulle komma ut i förtid, men frågan är om det är en giltig ursäkt. Disciplinnämnden ansåg i alla fall det. Trots dessa tveksamheter får det inte glömmas att Disciplinnämnden faktiskt använde sig av en av de sanktioner den har att tillgå, nämligen varningen. Om det är tillräckligt kommer att analyseras närmre i kapitel 2.3 där intervjuerna utvärderas.

---

<sup>53</sup> Se mer om goodwillförluster och deras effekter senare i analysen.

<sup>54</sup> Se teoriavsnittet kapitel 3.4.2 för möjliga sanktioner.

## Analys

Disciplinnämnden har även beslutat i fall angående aktiv informationsgivning, dvs. fall där det felande bolaget aktivt har lämnat ut information till en begränsad krets. Alla fallen 2004:1, 2004:2 och 2005:1 handlar om information som lämnats till journalister innan informationen offentliggjorts till marknaden. I det första fallet ansåg Disciplinnämnden att det inte skett någon reell skada eftersom det officiella offentliggörandet kan komma ut innan marknaden öppnade. Disciplinnämnden nöjde sig, precis som i de ovannämnda fallen med att meddela en varning. I de två följande fallen (2004:2 och 2005:1) fanns det emellertid inga förmildrande omständigheter utan bolagen hade gjort sig skyldiga till grova övertramp av Noteringsavtalet. Konsekvensen blev att Disciplinnämnden utdömde vite motsvarande en årsavgift. Årsavgiften baseras på bolagets marknadsvärde de senaste tolv månaderna. Avgiften motsvarar 0,0045 % av bolagets marknadsvärde (Prislista för aktieemittenter). Frågan är om 0,0045 % är en kännbar sanktion. I fallet 2004:2 blev vitet 48.000 kr och i 2005:1 192.000 kr. Det är väl i och för sig rimligt att vitet sätts i paritet med bolagets storlek, men att sätta det i förhållande till en ganska modest årsavgift känns tveksamt. Det är två saker som kan kritiseras. För det första att Stockholmsbörsen har knutit vitet till årsavgiften och för det andra att Disciplinnämnden nöjer sig med att utdöma viten motsvarande en gång årsavgiften när de har möjlighet att utdöma motsvarande tio gånger årsavgiften (eller sedan 2005-07-01 femton gånger årsavgiften).

En jämförelse med konkurrensrätten kan vara intressant att göra där det verkligen finns kännbara sanktioner. Enligt 27 § Konkurrenslagen (1993:20) skall den så kallade konkurrensskadeavgiften (vilken motsvarar Disciplinnämndens vite) fastställas till lägst 5.000 kr och högst 5.000.000 kr eller i vissa fall till ett högre belopp som dock inte får överstiga 10 % av bolagets omsättning. 10 % av bolagets omsättning! Jämför det med 0,0045 % av bolagets marknadsvärde. De olika reglerna har förvisso olika skyddsändamål, men med konkurrensskadeavgiften i åtanke är det inte orimligt att anse att vitena kan höjas något. Även om vitena höjs är det dock viktigt att Disciplinnämnden vågar använda sig även av maxstraffen, annars får förändringen ingen effekt. Ovanstående analys torde ge en god bild av problemen som finns i praxis idag och det kan därför vara intressant att vad branschen anser om denna praxis och Stockholmsbörsens informationsregler i övrigt.

### *2.3 Analys av intervjuer*

Intervjuerna i empiriavsnittet är indelade i fyra kategorier, jurister, investmentbankirer, styrelseproffs och börs-VD samt övervakningsenheten på OMX Stockholmsbörsen. Samtliga intervjuobjekt har bidragit med stort kunnande och intressanta infallsvinklar. De intervjuade personerna har olika uppfattningar om problemområdet och belyser frågorna från olika infallsvinklar. Det oaktat går det att utläsa vissa gemensamma ståndpunkter. Överlag har de intervjuade personerna liknande uppfattning om följande frågor:



## Analys

- Dålig publicitet påverkar företagen.
- Risken för goodwillförluster är en verkningsfull sanktion.
- Rådgivarna spelar en viktig roll.
- Stockholmsbörsens informationsregler fungerar överlag på ett tillfredsställande sätt.
- Det behövs dock strängare sanktioner.
- Flexibel självreglering är att föredra framför rigid lagstiftning.

På en rad område finns det emellertid oenighet och tanken med denna del av analysen är att finna någon rimlig konsensus. Som ovan visats i empiriavsnittet har intervjufrågorna även rört utländska eller internationella aktörer men de problemen kommer inte att beröras i detta kapitel utan i kapitel tre nedan. I kapitel fyra kommer sedan analysen av de två problemområdena att vävas samman för att mynna ut i en konklusion i slutsatsavsnittet.

### *2.3.1 Renommé*

Effekten av goodwillförluster och dålig publicitet anses vara olika viktig bland de fyra kategorierna. Juristerna menar att de aktörer som regelmässigt är verksamma på den svenska aktiemarknaden gör i princip allt för att efterleva reglerna. Det kan finnas fall där en cost-benefitkalkyl leder till att företaget ignorerar reglerna men de är ovanliga. Även bland bankirerna kan samma uppfattning urskiljas. Bankirerna anser att dålig publicitet är väldigt skadligt för det enskilda bolaget och hävdar att dålig information sprider sig snabbt i deras kretsar. Aktörerna själva, som i uppsatsen personifieras av ett styrelseproffs och börs-VD, är inte lika säkra på att dålig publicitet alltid innebär att ett företag avstår från att handla klandervärt. Skulle det vid en cost-benefitkalkyl visa sig att vinsten av handlingen kommer att överstiga kostnaden av goodwillförlusten anser styrelseproffset att bolaget troligtvis kommer att genomföra den klandervärda handlingen. För att undvika sådant beteende menar således styrelseproffset att det måste finnas verkningsfulla sanktioner som definitivt sätter stopp för ett sådant beteende. Dålig publicitet i sig räcker inte, utan det krävs stränga juridiska sanktioner. Övervakningsenheten, som personifieras av chefen för Stockholmsbörsens övervakningsenhet, menar att dålig publicitet i sig är en verkningsfull sanktion, men det är inget som de väger in när de avgör ett ärende. Vidare anser övervakningsenheten att de inte anser att det sker några cost-benefitkalkyler av det slag som beskrivits ovan.

Sammantaget kan sägas att dålig publicitet påverkar bolagen i stor utsträckning. Det är dock inget som skall tas i beaktande av Disciplinnämnden när den utdömer sanktioner. I och med att det enligt det empiriska materialet finns en viss del av bolagen som kalkylerar eventuella vinster och förluster är risken stor att en stor del av viktig information inte kommer marknaden till del i rätt tid eller på rätt sätt. Resultatet blir i sådana fall att ett av grundkraven i EMH, nämligen att alla aktörer skall ha tillgång till informationen, brister. Om inte grundkraven är uppfyllda kan inte heller EMH anses gälla. Fama säger förvisso att det räcker med att en tillräcklig mängd investerare har tillgång till relevant information. Vad som menas med en tillräcklig mängd får nog tolkas

som att största delen av investerarna har tillgång till informationen. Om enskilda aktörer undanhåller information eller endast delar med sig av informationen till en begränsad krets, kan inte detta krav anses vara uppfyllt. Uppfattningen i branschen verkar vara att det inte är ovanligt att det förekommer fall där enskilda aktörer inte offentliggör viktig information eftersom de eller en begränsad krets av personer har någonting att vinna på detta. Om denna brist trots allt finns går det alltså inte att endast lita till verkningarna av dålig publicitet. För att komma till rätta med alla former av kalkylerande behövs strängare sanktioner som minimerar denna typ av beteende. Det anges förvisso i intervjuerna att rådgivarna oftast fungerar som en buffert, men samtidigt finns det även rådgivare som kalkylerar och följer klientens råd.<sup>55</sup> Rådgivarna minskar risken för klandervärt beteende men det finns fortfarande en felmarginal som hade minskats med hjälp av verkningfulla sanktioner. För att kravet på offentliggörande enligt EMH skall anses vara uppfyllt till en tillfredsställande nivå krävs det att risken för kalkyler kring bristfällig informationsgivning minimeras.

### *2.3.2 Reglernas funktion*

Juristerna anser att Stockholmsbörsens informationsregler fungerar bra och att det inte behövs någon lagstiftning. Självreglering är definitivt att föredra även om nackdelen är att vissa aktörer inte är formellt bundna av dem. Även bland bankirerna anses reglerna fungera bra, men det finns en efterfrågan på strängare sanktioner. Aktörerna själv, i form av styrelseproffset, menar att självregleringen är bra men att den borde stramas upp och kombineras med hårdare sanktioner. Självregleringen kunde dock kombineras med någon form av ramlagstiftning som fångar upp även de aktörer som inte formellt är bundna av reglerna. Bättre övervakning efterfrågas också. Till och med hos övervakningsenheten finns det en efterfrågan på hårdare sanktioner men att självregleringen fungerar bra annars. Ambitionen hos övervakningsenheten är att all kursdrivande information skall offentliggöras och att de hela tiden utvecklar sina rutiner för att så skall ske.

Återigen hörs ett krav på strängare sanktioner från alla håll av finansbranschen. Ett viktigt påpekande görs dock av övervakningsenheten om att man måste skilja på två former av bristande informationsgivning. Den första är den beräknande, vilken avhjälpas med hjälp av strängare sanktioner, sträng övervakning och bundenhet av reglerna för alla aktörer. Den andra bristen består av rent slarv eller okunskap och denna brist avhjälpas med hjälp av utbildning och upplysning. En annan viktig sak som lyfts fram av övervakningsenheten är att Disciplinnämndens praxis måste skärpas. Det hjälper inte med stränga maximalsanktioner och Disciplinnämnden ändå håller sig i den undre delen av skalan i praktiken. Disciplinnämnden måste våga sätta ner foten. För att kravet på offentliggörande enligt EMH skall anses vara uppfyllt krävs det således strängare sanktioner vid överträdelser kombinerat med utbildning av marknadens aktörer. Det hade också varit bra med någon form av ramlagstiftning som binder alla aktörer och inte som idag med ett avtalsbaserat system.

---

<sup>55</sup> Mer om rådgivare nedan i analysavsnittets kapitel 3 om internationella aktörer.

## 2.4 Avslutning

Efter att ha analyserat både praxis och intervjuer kan följande sägas om de rent svenska förhållandena. Som har påtalats vid flera tillfällen ovan behövs det strängare sanktioner vid överträdelser av Stockholmsbörsens informationsregler. Det har också skett en uppstramning sedan den 1 juli 2005 då möjligheten till vite har höjts från 10 till 15 gånger den årsavgift bolaget betalat till börsen. Frågan är dock om det hjälper med så små förändringar. Jag ställer mig väldigt skeptisk till att knyta vitet till årsavgiften som i sin tur baseras på marknadsvärdet. Årsavgiften är endast 0,0045 % av bolagets beräknade marknadsvärde. Det hade varit bättre att knyta vitet till bolagets omsättning och höja maxgränsen till säg 5 % av bolagets omsättning. Förutom strängare sanktioner behövs det även utbildning av aktörerna för att undvika klantiga misstag som i del av de fallen som analyserats ovan. Skulle ett bolag trots utbildningen göra ett misstag så finns det inga förmildrande omständigheter. Det är klart att det inte är bra att bara ta till stränga sanktioner och tro att det löser alla problem. Men ibland finns det inga andra alternativ. Samtliga av de intervjuade personerna anser att det går att strama upp sanktionssystemet eftersom sanktionerna är extremt milda idag. En viktig notis i detta sammanhang är att eventuellt uppstramade sanktioner måste förankras hos den dömande instansen, i detta fall Disciplinnämnden. Nämnden måste våga sätta ner foten och visa att det inte är acceptabelt att frångå den viktiga principen om offentliggörande av kursdrivande information.

Förvisso finns det bevisligen väldigt starka incitament förutom de juridiska sanktionerna i form av risken för dålig publicitet. Att endast lita till detta är emellertid alltför riskabelt. I de allra flesta fall finns det ett dubbelt skyddsnät i form av både juridiska sanktioner och sanktioner i form av dålig publicitet. Även i dessa fall finns det emellertid risk för tvivelaktigt kalkylerande om vinsterna är stora av ett klandervärt beteende. Hårda juridiska sanktioner skulle minska den risken. I vissa andra fall finns det emellertid bara ett enkelt skyddsnät i form av risken för dålig publicitet. Som påtalats vid flera tillfällen är inte alla bundna av Noteringsavtalet och dess sanktioner utan endast de som skrivit på avtalet. I svenska förhållanden är det sällsynt, men det finns stora onoterade bolag som inte omfattas av reglerna. Att höja sanktionerna hjälper då inte utan det får tas till andra medel. Ett förslag som har framförts är att införa en ramlagstiftning som innefattar alla som handlar på börsen. Hur det rent tekniskt skulle genomföras är en uppgift som ligger utanför denna uppsats, men tanken är god. Vi får skäl att återkomma till denna diskussion i kapitlet nedan om internationella aktörer. I rent svenska förhållanden är emellertid en rimlig slutsats att sanktionerna bör stärkas, övervakningen ständigt förbättras och marknadens aktörer kontinuerligt utbildas.

## 3 Internationella aktörer

Ovan har svenska förhållanden analyserats utifrån praxis och intervjuer. När det gäller utländska aktörer som gör affärer i Sverige ser problemet lite annorlunda ut. Utländska aktörer är oftast inte bundna av Stockholmsbörsens informationsregler såvida de inte är noterade på Stockholmsbörsen. Frågan

har behandlats under intervjuerna och det finns en del olika uppfattningar om problemet. Juristerna menar att det finns en risk att utländska aktörer som endast undantagsvis handlar på den svenska marknaden bryr sig mindre om att följa svenska regler. Däremot påtalas att rådgivarna spelar en viktig roll och oftast ser till att reglerna efterlevs. Problemet med cost-benefitkalkylerande försvinner emellertid inte på detta sätt utan det förskjuts bara ett led. Rådgivarna har dock oftast ett strängare ansvar och är mer känsliga för dålig publicitet. Även bankirerna menar att rådgivarna ser till så att reglerna följs i de allra flesta fall. Styrelseproffset anser helt klart att det finns en större risk för regelbrott när utländska aktörer är inblandade. Däremot anses rådgivarna vara viktiga i sammanhanget och de ser till så att reglerna följs i större utsträckning än om den utländska aktören handlat på egen hand. Styrelseproffset sätter dock inte lika stor tillit till rådgivarnas regelefterlevnad som rådgivarna själva. Det händer att rådgivarna lyssnar till klientens förslag även om det innebär att tänja på reglerna. Risken för sämre regelefterlevnad hos utländska aktörer påtalas även av övervakningsenheten. Exempelvis så följer de bolag som är sekundärnoterade i Stockholm i första hand de regler där de är primärnoterade. Precis som övriga intervjuobjekt anser övervakningsenheten att rådgivarna har starka ambitioner att följa reglerna och oftast ser till så att så sker.

Det sätts alltså en stor tilltro till rådgivarna när det rör sig om utländska aktörer. Även om de utländska aktörerna har en tvivelaktig agenda i informationshänseende ser alltså rådgivarna i de allra flesta fall till så att reglerna efterlevs. Kategoriskt går det emellertid inte att hävda att så är fallet. Rådgivarna gör till viss mån egna cost-benefitkalkyler även om de är mycket snävare än aktörernas, eftersom rådgivarna lever på sitt goda rykte. För att försöka bena upp problemet kan det vara relevant att göra en återblick till kapitel två i detta avsnitt, där svenska förhållande analyseras. Som jag kom fram till där får man skilja på två fall, det första när aktören är bunden av Noteringsavtalet och det andra när aktören inte är det. I de fall aktören är bunden av Noteringsavtalet finns det dubbla garantier för regelefterlevnad, juridiska sanktioner i Noteringsavtalet och icke juridiska i form av dålig publicitet. Är aktören inte bunden av Noteringsavtalet finns endast den senare sanktionen. Frågan ställdes ovan om det räcker. Jag kom fram till att varken praxis eller intervjuer tyder på att det är tillräckligt med att bara lita på verkan av dålig publicitet, utan att det behövs någonting mer. I de fall det handlar om utländska aktörer rör det sig nästan uteslutande om fall två, nämligen att bolaget inte är bunden av Noteringsavtalet, eftersom det inte är noterat på Stockholmsbörsen. Jag kommer därför att utgå ifrån att det utländska bolaget inte är bundet av Noteringsavtalet.

Hur kan då problemet lösas? Min, och många av intervjuobjektens, uppfattning är att det inte är tillräckligt att bara lita på effekten av dålig publicitet. Även om effekten är påtaglig och hindrar många från att undanhålla information finns det fortfarande en hel del aktörer som kalkylerar med eventuella vinster eller förluster. Att rådgivarna verkar som en buffert och ser till så att reglerna efterlevs i stor utsträckning är bra men inte tillräckligt. Frågan är alltså hur problemet skall lösas. Hårdare sanktioner hjälper inte i ett fall som detta eftersom bolaget ändå inte är bundet av Noteringsavtalet.

Hårdare sanktioner hjälper först i nästa led. Jag flaggade upp för en möjlig lösning redan i föregående kapitel, nämligen någon form av ramlagstiftning. Med detta menar jag att det borde finnas någon övergripande lagstiftning som ser till så att alla som handlar på Stockholmsbörsen även omfattas av informationsreglerna. Det är bara bundenheten som bör stadgas i lag, medan detaljregleringen fortfarande skall vara kvar hos marknadens parter i form av självreglering. En liknande lösning har ganska nyligen presenterats av den så kallade Takeover-utredningen i SOU 2005:58, där förslag på hur det EG-rättsliga direktivet om uppköpserbjudande skall implementeras i svensk rätt (SOU 2005:58:10). Det är en mycket tilltalande lösning som innehåller det bästa av två världar. Genom en kombination av lagstiftning och självreglering uppnås både bundenhet för alla som handlar på börsen samtidigt som självregleringens kunskap och flexibilitet bibehålls. Takeover-utredningen föreslår att det skall införas krav på att börser och auktoriserade marknadsplatser i lag åläggs att ha tvingande regler om uppköpserbjudanden.<sup>56</sup> Alla som lämnar bud skall åta sig att följa dessa regler. Till de här reglerna knyts även, som Takeover-utredningen kallar det, ”effektiva sanktioner”. Sanktionerna innebär att ett offentligt erbjudande kan förbjudas och att budgivaren kan få straffavgifter på upp till 100.000.000 kr om budgivaren inte följer reglerna (SOU 2005:58:11).

Takeover-utredningens förslag är precis vad som skulle behövas också på Stockholmsbörsen. En ramlagstiftning som tvingar alla aktörer (och inte bara det som skrivit på Noteringsavtalet) att följa informationsreglerna kombinerat med stränga sanktioner och materiella regler stadgade genom självreglering. En sådan ordning hade definitivt bidragit till att kravet på informationsflödet enligt EMH hade uppfyllts i betydligt större utsträckning på den svenska marknaden.

## 4 Avslutande anmärkningar

Troligtvis har läsaren redan fått en ganska god bild av frågeställningarnas besvarande i kapitel två och tre i detta analysavsnitt. En kort sammanfattning och uppsamling kan dock vara på sin plats. Analysen har med hjälp av praxis och intervjuer visat på en del brister. Bristerna finns framför allt på sanktionsnivå, dels straffskalorna men även Disciplinnämndens praxis. Vidare finns det aktörer som inte är bundna av Noteringsavtalet (utländska aktörer och onoterade svenska bolag) vilka har lättare att komma fram till att det är mer förtjänstfullt att bryta reglerna i en cost-benefitanalys. Även om verkan av dålig publicitet är en stark sanktion så finns det en ganska stor felmarginal. Lösningar till dessa brister presenteras och diskuteras i analysen. Det är alltid svårt att hitta optimala lösningar men med hänvisning till vad teorin kräver och vad som efterfrågas i intervjuerna ger lösningarna en god grund för en öppen marknad där aktörerna kan spela på lika villkor.

---

<sup>56</sup> Jämför med idag där de svenska takeover reglerna, dvs. NBK/OE blir bindande genom ingåendet av Noteringsavtalet. Se vidare i teoriavsnittet kapitel 3.

# Slutsats

---

## 1 Övergripande slutsatser

Magisteruppsatsen studerar en klassisk teori förankring på den svenska aktiemarknaden. Den effektiva marknadshypotesen har i sin ursprungliga form vissa grundkrav för att den skall kunna gälla. Det viktigaste kravet för magisteruppsatsen handlar om att informationen skall vara fritt tillgänglig och kostnadsfri. Kravet skrivs om till att gälla offentliggörande i denna uppsats, dvs. för att kunna prata om en effektiv marknad krävs det att all väsentlig information offentliggörs så att alla aktörer kan ta sina investeringsbeslut på samma grunder. Frågorna i uppsatsen handlar om hur och om de svenska reglerna bidrar till att uppfylla detta krav. Den första frågan är huruvida det i praktiken går att påvisa om Stockholmsbörsens informationsregler uppfyller kravet på offentliggörande enligt EHM. Andra frågan är om saker och ting förändras i internationella sammanhang. Teoretiskt sätt har reglerna helt klart som ambition att säkerställa ett optimalt informationsflöde så att alla aktörer kan handla på lika villkor. Både litteratur på området, förarbeten och själva informationsreglerna stadgar att en av grundförutsättningarna för en fungerande aktiemarknad är att all väsentlig information offentliggörs. För att säkerställa att så sker är det av fundamental vikt med verkningfulla informationsregler. Teorin är alltså ganska klar - väsentlig information skall offentliggöras. Teorin framhåller att reglerna skall skapa incitament för att en mellanstark form av effektivitet skall kunna uppstå. För att en mellanstark form av effektivitet skall kunna föreligga krävs att väsentlig information offentliggörs snabbt och effektivt. Det uppsatsen analyserar är hur det ser ut i praktiken. Som redskap används praxis från AMN och Disciplinnämnden samt intervjuer med kunniga personer inom olika delar av finansbranschen. Praxis analyseras för att se hur reglerna tillämpas och tolkas, vad som faktiskt blir effekten när reglernas används i praktiken. Intervjuerna ger värdefull information dels om hur reglerna uppfattas, dels hur regler, aktörer och information interagerar på finansmarknaden. Intervjuerna bidrar vidare med värdefull kunskap om hur dålig publicitet uppfattas i branschen samt hur den kompletterar traditionella juridiska sanktioner.

Analysen påvisar en rad brister i den nuvarande regleringen. För det första är sanktionerna alldeles för milda, dels i straffskalan och dels hur de utdöms i Disciplinnämnden. Det första problemet avhjälps genom att införa hårdare sanktioner. Idag är vitet knutet till årsavgiften till Stockholmsbörsen, vilken är 0,0045 % av bolagets beräknade marknadsvärde för de föregående tolv månaderna. Ett bättre alternativ hade varit att lösa det som de gjort i konkurrensrätten, nämligen att ha möjlighet att utdöma kännbara viten som kan motsvara upp till 10 % av bolagets omsättning. Att risken för så stora viten finns torde medföra en viss försiktighet hos marknadens aktörer när det gäller bristfällig eller felaktig informationsgivning. Införandet av hårdare sanktioner måste emellertid även förankras hos den dömande instansen, i detta fall Disciplinnämnden. Genom att studera praxis går det att utläsa en trend av

ganska milda sanktioner. Det handlar oftast om varningar och i graverande fall om låga viten. Avnotering blir nästan aldrig aktuellt när det handlar om bristande offentliggörande. Maximalvitet höjdes till 15 gånger årsavgiften i sommar och Disciplinnämnden måste våga använda sig av den övre delen av straffskalan. Dock är 15 gånger årsavgiften fortfarande en liten summa med tanke på den ringa årsavgiften. Förutom strängare sanktioner behövs även kontinuerlig utbildning av företagen på börsen. Utbildningen minskar risken för bristfällig eller felaktig informationsgivning på grund av okunskap eller slarv, vilket står för en stor del av informationsmisstagen.

Om inte företaget är bundet av Noteringsavtalet hjälper det inte med strängare sanktioner, utan idag får man lita till verkan av dålig publicitet och påtryckningar från rådgivare och marknaden. Frågan är dock om det räcker. Rådgivarna påtalas som väldigt viktiga för att säkerställa att informationsgivningen följer reglerna. Det finns emellertid en hel del tveksamheter varför en mer stabil ordning efterfrågas. Förslaget är att införa en kombination av lagstiftning och självreglering av den typen som nyligen presenterats av Takeover-utredningen i SOU 2005:58. En sådan ordning skulle innebära att alla personer som handlar på en börs eller auktoriserad marknadsplats i Sverige måste följa börsens eller marknadsplatsens regler. Skulle bolaget vägra detta och ändå handla, riskerar det kraftiga straffavgifter. Lagen skulle alltså bara vara en formell hänvisning till att följa börsens regelverk, så den materiella rätten finns kvar hos börsen i form av självreglering. Förslaget måste i ett andra steg kombineras med hårda sanktioner enligt börsens regelverk för att komma till rätta med de problem som beskrivits ovan.

Det finns givetvis inga universallösningar som tar hand om alla problem, men lösningen med kombinerad lagstiftning och självreglering löser en stor del av de problem som behandlas i uppsatsen. Både utländska och svenska icke noterade bolag kommer att omfattas av informationsreglerna om de handlar på Stockholmsbörsen. Med strängare sanktioner minskar risken för tveksamma cost-benefitkalkyler och skapar starkare incitament för informationsgivning i enlighet med EMH. Bakom allt detta ligger marknadskrafterna i form av verkan av dålig publicitet som en extra garant för en tillfredsställande informationsgivning. Trots dessa brister anses det svenska systemet fungera bra idag, men för ännu klara säkerställa de krav som EMH uppställer föreslås ovanstående förändringar.

## **2 Förslag till vidare forskning**

Ambitionen med uppsatsen har varit att utreda hur de svenska informationsreglerna uppfyller kravet på offentliggörande enligt EMH, och det har gjorts på ett mycket grundligt och analyserande vis. Vad undersökningen i uppsatsen kan bidra med för andra forskare är en förståelse för hur komplex aktiemarknaden och dess reglering verkligen är. EHM är ett vanligt förekommande ämne inom den finansiella forskningen, men alltför ofta är frågeställningen för bred och svår att realisera. I detta arbete har en relativt smal del av EMH analyserats, nämligen ett av grundkraven.

## Slutsats

Problematiken har smalnats av ytterligare genom att se hur de svenska reglerna uppfyller detta krav. Uppsatsen är ett litet steg mot att undersöka hur och om EMH gäller på den svenska marknaden.

Oftast när det sker undersökningar av den effektiva marknaden är det stora kvantitativa studier där aktiedata samlas in under långa tidsperioder för att sedan köras igenom en regressionsanalys som sedan ger alla svar. Jag ställer mig skeptisk till att göra sådana undersökningar innan fundamentet och förutsättningarna undersökts. Det är oerhört viktigt att ha grunden klar innan man bygger ett hus. Ett av grundfundamenten har byggts i denna uppsats och förhoppningsvis kan den underlätta när resten av huset skall byggas. En felmarginal i en kvantitativ undersökning av EHM:s förankring på den svenska marknaden kan bland annat bero på att informationsgivningen inte fungerar perfekt vilket i sin tur kan bero på att regelverket inte skapar tillräckligt starka incitament. Genom att titta på den här undersökningen kan efterföljande forskare förhoppningsvis få uppslag till nya infallsvinklar och bättre förståelse av informationsgivningen på den svenska aktiemarknaden.



## Källförteckning

---

### Offentligt tryck

FFFS 1995:21, *Finansinspektionens föreskrifter om prospekt*, 1995-03-27.

Prop. 1991/92:113, *Om ny börslagstiftning m.m.*, 1992-03-19.

Prop. 1997/98:71, *Förstärkt tillsyn över börser*, 1998-01-29.

SOU 1989:72, *Värdepappersmarknaden i framtiden*, Del 2, 1989-10-04.

SOU 2005:58, *Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden – Betänkande av Takeover-utredningen*, 2005-06-01.

### Regler och avtal

NBK:s regler, *Rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv*, 2003-09-01.

[citeras NBK/OE]

Stockholmsbörsen, *Börsregler 2003/2004 – handledning till noteringsavtal och noteringskrav*, Stockholmsbörsens skriftserie nr 2, 2003-09-01.

[citeras Börsregler 2003/2004]

Stockholmsbörsen, *Noteringsavtal*, 2003-09-01.

[citeras Noteringsavtalet]

Stockholmsbörsen, *Prislista för aktieemittenter 1 jan 2003*, 2003-01-01.

[citeras Prislista för aktieemittenter]

### Litteratur

Adlercreutz, A., *Avtalsrätt I*, Elfte upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2000.

[citeras Adlercreutz, 2000]

Bell, J., *Introduktion till forskningsmetodik*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund, 1995.

[citeras Bell, 1995]

Grundvall, B., Melin, A. & Thorell, P., *Vägvisare till börser*, Andra upplagan, Liber AB, Malmö, 2003.

[citeras Grundvall *et al*, 2003]

Holme, I. M. & Solvang, B. K., *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund, 1997.

[citeras Holme & Solvang, 1997]

## Källförteckning

Jonsson, M., *Aktemarknadsbolagens ansvar enligt Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt och noteringsavtal*, Stiftelsen för börsrätt, Stockholm, 2000.

[citeras Jonsson, 2000]

Kågerman, P., *Värdepappersmarknadens regelsystem – Lagreglering, självreglering och etik*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2001.

[citeras Kågerman, 2001]

Lundahl, U. & Skärvad, P. H., *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund, 1992.

[citeras Lundahl & Skärvad, 1992]

Nyström, G., Ohlsson, R & Skog, R., *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Elanders Gotab AB, Stockholm, 2004.

[citeras Nyström *et al*, 2004]

Patel, R. & Davidson, B., *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund, 1994.

[citeras Patel & Davidson, 1994]

Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F., *Corporate Finance*, Sjätte upplagan, McGraw-Hill, New York, 2002.

[citeras Ross *et al*, 2002]

af Sandeberg, C., *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?*, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2001.

[citeras af Sandeberg, *Prospektansvaret*, 2001]

## **Periodiskt tryck**

Agerman, P., "Här avslöjas börsbolagens informationsluckor", *Affärsvärlden*, 2004-05-17.

[citeras Agerman, *Affärsvärlden* 040517]

Ahrony, J. & Swary, I., (1980) "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. 35, Nr. 1, s. 1-12.

[citeras Ahrony & Swary, 1980]

Asquith, P. & Mullins, D. W. Jr., (1983) "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *The Journal of Business*, Vol. 56, Nr. 1, s. 77-91.

[citeras Asquith & Mullins, 1983]

Bernstein, P. L., (1999) "A New Look at the Efficient Market Hypothesis", *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 25, Nr. 2, s. 1-3.

[citeras Bernstein, 1999]

## Källförteckning

Bradley, M., (1980) "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *The Journal of Business*, Vol. 53, Nr. 4, s. 345-376.  
[citeras Bradley, 1980]

Busse, J. A. & Green, T. C., (2002) "Market Efficiency in Real Time", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, Nr. 3, s. 415-437.  
[citeras Busse & Green, 2002]

Dreman, D., (1993) "An Inefficient Hypothesis", *Forbes*, Vol. 151, Nr. 9, s. 402-403.  
[citeras Dreman, 1993]

Fama, E. F., (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, Nr. 2, s. 383-417.  
[citeras Fama, 1970]

Fama, E. F., (1991) "Efficient Capital Markets II", *The Journal of Finance*, Vol. 46, Nr.52, s. 1575-1617.  
[citeras Fama, 1991]

Gordon, B. & Rittenberg, L., (1995) "The Warsaw Stock Exchange: A Test of Market Efficiency", *Comparative Economic Studies*, Vol. 37, Nr. 2, s. 1-28.  
[citeras Gordon & Rittenberg, 1995]

Grossman, S. J. & Stiglitz, J. E., (1980) "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *The American Economic Review*, Vol. 70, Nr. 3, s. 393-408.  
[citeras Grossman & Stiglitz, 1980]

Hess, A. C. & Frost, P. A., (1982) "Tests for Price Effects of New Issues of Seasoned Securities", *The Journal of Finance*, Vol. 37, Nr. 1, s. 11-25.  
[citeras Hess & Frost, 1982]

Madden, G. P., (1981) "Potential Corporate Takeovers and Market Efficiency: A Note", *The Journal of Finance*, Vol. 36, Nr. 5, s. 1191-1197.  
[citeras Madden, 1981]

Malkiel, B. G., (1989) "Is the Stock Market Efficient?", *Science*, New Series, Vol. 243, Nr. 4896, s. 1313-1318.  
[citeras Malkiel, 1989]

Malkiel, B. G., (2005) "Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later", *The Financial Review*, Vol. 40, Nr.1, s. 1-9.  
[citeras Malkiel, 2005]

Nachemson-Ekwall, Sophie, "TDC hade insiderinformation om Song", *Affärsvärlden*, 2005-01-11.  
[citeras Nachemson-Ekwall, Affärsvärlden, 050111]

## **Praxis**

### **AMN**

AMN 1987:8 – *Anonymt*, 1987-09-21.

AMN 1988:3 – *BPA*, 1988-02-24

AMN 1991:3 – *Industrivärden och Bahco*, 1991-12-10.

AMN 2001:3 – *E.ON*, 2001-02-19.

AMN 2004:18 – *Proventus och Brio*, 2004-07-04.

AMN 2004:19 – *VLT*, 2004-07-14.

AMN 2004:31 – *VLT*, 2004-11-08.

### **Stockholmsbörsens Disciplinnämnd**

2003:2 – *Sweco AB*, 2003-03-04.

2003:3 – *Nordea AB*, 2003-03-04.

2003:4 – *Intentia International AB*, 2003-03-04.

2003:7 – *Höganäs AB*, 2003-07-31.

2004:1 – *Tripep AB*, 2004-03-19.

2004:2 – *Lundin Petroleum AB*, 2004-03-19.

2005:1 – *Intentia AB*, 2005-02-17.

## **Intervjuer**

Ackebo, A., Chef för Handels- och bolagsövervakningen, OMX Exchanges/Stockholmsbörsen, Stockholm, intervju genomförd via e-post 2005-07-14.

Bruzelius, A., Aktieanalytisk, Swedbank Markets, Stockholm, intervju genomförd via e-post 2005-08-16.

Eisen, G., Corporate Finance and Debt Capital Markets, Handelsbanken Capital Markets, Stockholm, intervju genomförd via e-post 2005-07-14.

Hedsund, M., biträdande jurist, Advokatfirman Vinge, Malmö, intervju genomförd muntligen 2005-04-09 samt via e-post 2005-07-05.

## Källförteckning

Henriksson, B., Investor Relations Manager, Carnegie, Stockholm, intervju genomförd via e-post 2005-06-14.

Pihl, L., styrelseproffs och managementkonsult, tidigare VD för bland annat Brio Lek & Lär AB och Bong Ljungdahl AB, intervju genomförd muntligen 2005-04-14 samt via e-post 2005-08-15.

Sjöman, E., biträdande jurist, Advokatfirman Vinge, Malmö, intervju genomförd muntligen 2005-04-06.

Åkerlund, B., chef för publika transaktioner, Handelsbanken Capital Markets, Stockholm, intervju genomförd via e-post 2005-07-14.

## **Internet**

<http://www.afv.se>

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se>  
[citeras AMN.se]

<http://www.far.se/balans/>

<http://www.di.se>

<http://elin.lub.lu.se>

<http://www.ft.com>

<http://www.jt.se>

<http://www.naringslivetsborskommitte.se>  
[citeras NBK.se]

<http://www.regeringen.se>

<http://www.riksdagen.se>

<http://www.stockholmsborsen.se>

<http://www.svjt.se>

<http://www.thomsonfakta.se>

<http://www.va.se>

<http://online.wsj.com>

# Bilaga

---

## Intervjumallens frågor

### Bakgrund

Frågan huruvida Stockholmsbörsens informationsregler uppfyller kravet på offentliggörande enligt EMH kommer således att utredas i magisteruppsatsen. Jag studerar endast Noteringsavtalets samt NBK:s informationsregler då de är av störst vikt. Någon straffrätt, såsom Insiderstrafflagen (ISL), kommer inte att studeras. Detta för att behålla uppsatsens fokus samt för att ISL kräver relativt grova översteg av informationsgivningen för att aktualiseras. När jag refererar till ”regler” menar jag således Stockholmsbörsens och NBK:s informationsregler. När jag undersöker om reglerna uppfyller EMH:s krav tittar jag primärt på vilka sanktioner som kan bli aktuella, dvs. vilka incitament reglerna ger till bolagen.

Efter att ha studerat regler och praxis är en iakttagelse att sanktionerna är relativt lindriga i ekonomiskt hänseende. Det blir ofta fråga om varningar eller i vissa fall vite. Endast i undantagsfall blir det aktuellt med avnotering. I de fall vite blir aktuellt är det ganska små summor det rör sig om (sett i relation till bolagens omsättning). Jag försöker emellertid att se utanför de traditionella sanktionerna och även titta på det jag väljer att kalla marknadspsykologi. Med detta menar jag den badwill det innebär för ett företag att bli uppmärksammat i samband med ett disciplinärende. Kan exempelvis en varning innebära kännbara sanktioner även i ekonomiskt hänseende?

Det jag behöver din hjälp att utreda är hur sanktionerna uppfattas i praktiken. Vad innebär det för ett noterat bolag att få dålig publicitet i form av sanktioner från Stockholmsbörsens disciplinnämnd eller genom ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden? Leder dålig publicitet till att investeringarna i bolaget minskar, kunder försvinner och leverantörer blir mer restriktiva? Kan myndigheterna lita på att marknaden kommer att fördöma ett klandervärt beteende av ett noterat bolag? Hur blir det när det är fråga om ett utländskt bolag, eller ett annat bolag som inte är bundet av Stockholmsbörsens noteringsavtal eller de svenska reglerna?

Ovanstående allmänna frågor preciseras nedan.

## Renommé

- Hur kännbart är det att få dålig publicitet/renommé i samband med ett disciplinärende?
- Skall/bör exempelvis Stockholmsbörsens disciplinnämnd ta i beaktande den eventuella dåliga renommé som kan innebära för det enskilda företaget när disciplinnämnden meddelar sanktioner?
- Kan det vara värt för ett enskilt företag att ta risken att få dålig renommé genom att "tumma" på informationsreglerna? Kan det finnas fall där de potentiella vinsterna av ett regelbrott överstiger eventuella förluster i form av varning/vite samt dålig renommé?

## Utländska aktörer

- Finns det risk för att utländska aktörer, som inte är bundna av noteringsavtalet, bryr sig mindre om de svenska reglerna?
- Hur resonerar utländska aktörer som gör affärer i Sverige? Ignoreras de svenska reglerna, eller kan motsvarande resonemang om badwill och dålig renommé även appliceras på dessa?
- Bryr sig utländska aktörer sig mindre om de svenska reglerna än svenska bolag?
- Behövs det strängare sanktioner eller till och med lagstiftning så att det inte finns någon möjlighet att kringgå reglerna, eller kan man lita på marknadspsykologin? (Se vidare nedan angående strängare sanktioner och lagstiftning)

## Rådgivarnas roll

- Vilken roll spelar rådgivarna (advokatbyråer, banker och andra finansiella rådgivare)?
- Kan rådgivarnas "rädsla" för dålig renommé medföra att reglerna faktiskt följs även om deras klienter (såväl svenska som utländska) inte är juridiskt bundna av reglerna och/eller inte bryr sig om eventuell dålig renommé.
- Går det att säga att rådgivarna "klär skott" och på så sätt garanterar att reglerna följs även om klienten inte bryr sig?

## Sanktionernas effektivitet

- Är Stockholmsbörsens regler angående informationsgivning (som de definierats ovan) effektiva?
- Leder reglerna till ett omedelbart offentliggörande av kursdrivande information såsom EMH förutsätter eller behövs det en reform?

## Bilaga

- Finns det fall där det enskilda företaget (tillsammans med rådgivarna eller ensamt) anser att det kan vara värt att endast lämna information till vissa enskilda aktörer, eftersom eventuella vinster anses vara större än de sanktioner som kan tänkas inträda?

### **Strängare/hårdare sanktioner**

- Behövs det, med hänsyn till frågorna ställda ovan, hårdare sanktioner?
- Räcker det med varningar och de relativt modesta vitena samt i grövre fall avnotering?
- Hade det varit bättre med väldigt stränga sanktioner som definitivt satte stopp för eventuella ”cost-benefitövertväganden” (dvs. övertväganden som leder till att det ”tummas” på reglerna för att eventuella vinster är större än de sanktioner som kan tänkas inträda)?

### **Lagstiftning eller ej**

- Räcker det med självreglering, som vi har idag, eller behövs det lagstiftning på området?
- Räcker det inte med hårdare sanktioner, men med bibehållande av självreglering? Måste vi ändå inte införa lagstiftning, då problemet med utländska aktörer (och andra aktörer som inte är bundna av noteringsavtalet) kvarstår om självregleringen bibehålls (oavsett om sanktionerna blir hårdare)?
- Behövs det verkligen hårdare sanktioner, eller införande av lagstiftning på området, fungerar det inte bra som det gör idag?

### **Generell uppfattning om Stockholmsbörsens informationsreglers funktion**

- Hur anser du att reglerna fungerar idag?
- Uppfyller de det krav som ställs enligt EMH?
- Behövs det en reform?
- Är det bättre att ha det som vi har det idag, med den dynamik det innebär att ha flexibla regler som beaktar marknadsspykologin och inte någon rigid lagstiftning?
- Är det bättre att införa hårda sanktioner som verkligen ”känns” eller skulle det innebära att det blir en ”tårta på tårta-effekt”, dvs. att det enskilda företaget dels får en kännbar sanktion av exempelvis disciplinnämnden och dels en sanktion i form av dålig renommé, färre investeringar, vikande kunder etc.?