



Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG

KLARA WESSMAN

Kursvårdande informationsgivning

Särtryck ur häfte 2/2014

KURSVÅRDANDE INFORMATIONSGIVNING

Av Klara Wessman¹

Av aktiemarknadsrättslig reglering följer att noterade bolag är skyldiga att offentliggöra kurspåverkande information. Det förekommer emellertid att bolag sprider mer information än vad som krävs enligt dessa regler i syfte att påverka aktiekursen i positiv riktning. Det kan exempelvis vara frestande för bolag att offentliggöra prognoser om bolagets optimistiska framtidsutsikter eller att kontinuerligt informera aktiemarknaden om mindre, men gynnsamma, affärer bolaget har rott i land.

Trots att kurspåverkande åtgärder tycks vara relativt vanligt förekommande på marknaden har frågan inte ägnats någon större uppmärksamhet i den juridiska doktrinen. Denna artikel syftar därför till att analysera motivet bakom kommunikationsbaserad kursvård och huruvida styrelsen i aktiemarknadsbolag får vidta sådana åtgärder. Artikeln tar sin utgångspunkt i de aktiemarknadsrättsliga reglerna gällande aktiemarknadsbolags informationsgivningsplikt och de straffrättsliga reglerna som förbjuder vilseledande informationsgivning. Något sägs också om hur den nya marknadsmissbruksförordningen, MAR,² kan tänkas påverka aktiemarknadsbolags möjligheter att ägna sig åt kursvård.

I. ALLMÄNT OM KURSVÅRDANDE INFORMATIONSGIVNING

Kursvård, på engelska ofta kallat *signalling*,³ kan ske på olika sätt och ta sig olika uttryck men har den gemensamma nämnaren att åtgärderna huvudsakligen syftar till att öka eller upprätthålla ett bolags börsvärde. Kursvårdande åtgärder kan bestå i kommunikation, olika typer av affärsbeslut och handelsrelaterade åtgärder. Kommunikationsbaserad kursvård, som står i fokus i denna artikel, kan i sin tur delas in i kursvårdande informationsgivning och sådant spridande av kursvårdande information som sker utanför börsens kanaler för offentliggörande av sådan information.

¹ Jur. kand., universitetsadjunkt vid Uppsala universitet och associate på Mannheimer Swartling Advokatbyrå. Artikeln bygger på delar av min examensuppsats med samma titel författad vid Uppsala universitet våren 2014. De synpunkter som uttrycks i artikeln är helt mina egna och ska inte till någon del läggas Mannheimer Swartling till last. Jag vill också rikta ett stort tack till professor Daniel Stattin för värdefulla synpunkter och råd i samband med arbetet med artikeln.

² Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordningen) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

³ Se t.ex. Kahan, Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices, 41 Duke L. J. s. 977–1044 (1992), särskilt s. 1030 med vidare hänvisningar.

Med begreppet kursvårdande informationsgivning avses i denna artikel de pressmeddelanden ett bolag offentliggör via börsens kanaler för offentliggörande av kurspåverkande information. Informationen kan till exempel gälla ett bolags senaste kvartalsrapport, att ett bolag utsett en ny VD eller att ett bolag anser sig kunna meddela en positiv prognos inför framtiden.

Utöver den kursvård ett bolag kan genomföra genom att sprida positiv information via börsens kanaler, kan bolag även ägna sig åt att sprida positiv information via andra medier. Som exempel på sådana åtgärder kan nämnas VD:s medverkan i positiva tidningsintervjuer och deltagande i analytikerträffar. Även spridande av rykten på marknaden och andra försök att ”prata” upp kursen faller in under denna kategori av åtgärder.

Motivet bakom kursvårdande åtgärder består i en önskan att höja ett bolags aktiekurs, vilket gynnar bolagets aktieägare och, i många fall, även dess styrelse och bolagsledning. Ett bolags aktieägare gynnas primärt ekonomiskt av en positiv kursutveckling eftersom en sådan ökar deras chanser att göra vinster vid försäljning av sina aktier. Styrelsens ledamöter och bolagets ledning har däremot många gånger såväl ekonomiska som karriärstrategiska incitament att verka för att höja bolagets börsvärde. Det är inte ovanligt att styrelseledamöterna och bolagsledningen äger ett större antal aktier och att innehavet skapar ekonomiska motiv för dem att verka för en positiv kursutveckling. Därtill kommer att styrelseledamöterna är beroende av aktieägarnas gillande för att få sitta kvar i styrelsen nästkommande mandatperiod och att en hög aktiekurs kan fungera som en försvarsåtgärd för ledamöter som inte vill bli utbytt i samband med ett ägarskifte.⁴ Detta medför att aktieägarna och styrelsen delar intresset av en positiv kursutveckling och att den typiska intressekonflikten mellan aktieägarna och styrelsen inte ställs på sin spets i dessa frågor.⁵

2. KURSVÅRDENS LEGALA RAMAR

2.1 ALLMÄNT OM INFORMATIONSGIVNINGSGREGLERNA

Aktiemarknadens huvudsakliga uppgift är att underlätta en effektiv resursallokering i samhället.⁶ För att en sådan ska åstadkommas krävs att förtroendet för marknaderna upprätthålls och att prissättningen av aktierna sker på ett effektivt sätt.⁷ I den svenska regleringen av aktiemarknadsbolags informations-

4 Jfr Stattin, *Takeover. Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 2 uppl., Thomson Reuters 2009 s. 383 f.

5 Jfr Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, 4 uppl., Norstedts Juridik 2012 s. 70 ff.

6 Se t.ex. SOU 2004:69 s. 59 och Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. s. 383–417 (1970), särskilt s. 383.

7 Se Roberts, *Stock-market "Patterns" and Financial Analysis: Methodological Suggestions*, 14

givning har nyss nämnda övergripande ändamål konkretiserats i en stor mängd regler till skydd för investerare och för marknadseffektiviteten.⁸

Informationsgivningsreglerna består dels av positiva krav på emittenten att offentliggöra kurspåverkande information, dels av förbud mot vilseledande informationsgivning. Den positiva offentliggörandeskyldigheten regleras i lagen om värdepappersmarknaden,⁹ Finansinspektionens föreskrifter¹⁰ och regelverket.¹¹ Reglerna innebär att samtliga investerare ska förses med all relevant information om emittentens verksamhet på ett snabbt och säkert sätt. Informationen som offentliggörs måste vara korrekt och fullständig och ska spridas på ett rättvist sätt. Reglerna ger uttryck för en aktiemarknadsrättslig likabehandlingsprincip som innefattar krav på likabehandling av såväl aktieägare som investerare.¹²

Den positiva offentliggörandeskyldigheten kompletteras av förbudet mot vilseledande informationsgivning enligt regelverket och de straffrättsliga reglerna om svindleri och otillbörlig marknadspåverkan. Dessa regler begränsar, snarare än stimulerar, emittentens informationsgivning och riktar sig därtill även till andra marknadsaktörer utöver emittenten.

2.2 OBLIGATORISK INFORMATIONSGIVNING

Informationsgivningsreglerna pekar ut ett antal obligatoriska informationsgivningstillfällen då styrelsen måste offentliggöra information.¹³ Noterade bolag måste till exempel alltid offentliggöra information om att bolaget har bytt VD, att bolaget avser att genomföra en nyemission och resultatet för det senaste kvartalet. Skyldigheten att offentliggöra i informationsgivningsreglerna listad information är absolut och således inte beroende av omständigheterna i det enskilda fallet.

Utöver de obligatoriska informationsgivningstillfällena har styrelsen en skyldighet att offentliggöra annan information som *förväntas* vara kurspåver-

J. Fin. s. 1–10 (1959) och Fama, a.a. s. 383–417.

8 Jfr prop. 2006/07:65 s. 85 ff.

9 Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (Vpml).

10 Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:17) om verksamhet på marknadsplatser (Finansinspektionens föreskrifter).

11 Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter, uppdaterat 1 juli 2014 (regelverket).

12 15 kap. 6 § och 17 kap. 2 § Vpml, 10 kap. 3 § och 10 kap. 10 § Finansinspektionens föreskrifter och p. 3.1.1–3.1.6 regelverket.

13 Jfr 16 kap. 4–7 §§ Vpml, 10 kap. 3a–9 §§ Finansinspektionens föreskrifter och p. 3.2–3.3 regelverket.

kande.¹⁴ Enligt 15 kap. 6 § VpmL är noterade bolag skyldiga att offentliggöra upplysningar som är *av betydelse* för bedömningen av kursvärdet på värdepappren. En motsvarande formulering återfinns i 10 kap. 3 § Finansinspektionens föreskrifter som stadgar att noterade bolag ska offentliggöra information som *i icke oväsentlig grad påverkar* bilden av bolaget och i p. 3.1.1 regelverket som stadgar att begreppet information av kurspåverkande natur avser sådan information som i enlighet med nationell lagstiftning *rimligen kan förväntas påverka* priset på bolagets värdepapper. Dessa formuleringar kan jämföras med de nuvarande EU-rättsliga direktiven på området, öppenhetsdirektivet¹⁵ och MAD¹⁶, som är tillämpliga på så kallad *insiderinformation*. Begreppet insiderinformation definieras i artikel 1.1 MAD som icke offentliggjord information av specifik natur som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument och som *kan förväntas ha en väsentlig inverkan* på priset på det finansiella instrumentet. Detta positivt formulerade väsentlighetskrav återfinns i svensk rätt i insiderlagstiftningen i definitionen av insiderinformation i 1 § MmL¹⁷ men är, som framgått ovan, istället negativt formulerat i informationsgivningsreglerna.

I samband med införandet av värdepappersmarknadslagen framhölls att en skillnad mellan formuleringarna i informationsgivningsreglerna och i insiderlagstiftningen motiverades av skillnaden mellan en civilrättslig och en straffrättslig reglering.¹⁸ Något motsägelsefullt påstods dock i samband med implementeringen av MAD att en eventuell ändring av insiderregleringens väsentlighetskrav till ett negativt formulerat sådant framstod som ”närmast kosmetisk”.¹⁹ Utifrån dessa uttalanden är det svårt att avgöra huruvida en praktisk skillnad mellan ett positivt och ett negativt väsentlighetskrav är avsedd. Eftersom reglerna är av betungande karaktär för de enskilda emittenterna och eftersom olika definitioner i lagstiftningen typiskt sett betyder olika saker, är det enligt min bedömning emellertid rimligt att anta att ett negativt formulerat väsentlighetskrav innebär ett lägre krav på informationens kurspåverkande karaktär än ett motsvarande positivt formulerat krav. Av detta följer att informationsgivningsplikten omfattar all information som i icke oväsentlig grad förväntas påverka bolagets aktiekurs.

14 Jfr 15 kap. 6 § VpmL, 10 kap. 3 § Finansinspektionens föreskrifter och p. 3.3.1 regelverket.

15 Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

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

17 Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL).

18 Jfr prop. 1984/85:157 s. 40 f., prop. 1995/96:215 s. 36 och prop. 1999/00:109 s. 53.

19 Se prop. 2004/05:142 s. 56 och s. 76.

För att avgöra om viss information kan förväntas vara kurspåverkande måste bolaget göra en bedömning av informationens förväntade effekt på aktiekursen utifrån sin ställning, den specifika branschen och marknadsläget. Även tidigare offentliggjord information kan få betydelse för bedömningen, då bolaget bör sträva efter att hantera liknande information på ett likartat sätt. Plikten att offentliggöra information omfattar vidare såväl positiv som negativ information om bolaget – avgörande för bedömningen är om informationen kan förväntas påverka aktiekursen i någon riktning.²⁰

2.3 FÖRBJUDEN KURSVÅRD

Möjligheten för en styrelse att vidta frivilliga kursvårdande åtgärder begränsas av såväl informationsgivningsreglerna som reglerna om otillbörlig marknadspåverkan och svindleri i 8 § MmL respektive 9 kap. 9 § BrB²¹. Enligt p. 3.1.2 regelverket ska, såsom framhållits ovan, information som offentliggörs vara korrekt, relevant och tydlig och får inte vara vilseledande. Kravet gäller emellertid endast information som *offentliggörs*, och skiljer sig därmed från reglerna om otillbörlig marknadspåverkan och svindleri.

Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan i 8 § MmL infördes i samband med implementeringen av MAD. Vad avser informationsbaserad kursmanipulation överlappar 8 § MmL till stora delar regeln om svindleri i 9 kap. 9 § BrB. Båda reglerna förbjuder spridande av falsk eller vilseledande information som är ägnad att påverka priset på värdepapper. Reglerna träffar, som framhålls i stycket ovan, såväl offentliggjorda uppgifter i informationsgivningsreglernas mening som annat spridande av vilseledande uppgifter. För ansvar enligt 9 kap. 9 § BrB krävs emellertid minst grov oaktsamhet medan 8 § MmL endast kräver oaktsamhet.²²

Vid frivillig kursvård är det tänkbart att styrelsen blir frestad att sprida dels sanna men i oväsentlig grad kurspåverkande uppgifter, dels falska uppgifter. Att sprida sanna men i oväsentlig grad kurspåverkande uppgifter torde som utgångspunkt falla utanför reglernas tillämpningsområde medan spridandet av direkt falska uppgifter däremot omfattas av regleringen. Ett omfattande spridande av sanna men i oväsentlig grad kurspåverkande uppgifter som tillsammans skapar en oriktig bild av företagets ekonomiska ställning bör dock kunna omfattas av förbudet mot vilseledande informationsgivning.

20 Jfr kommentaren till p. 3.1.1 regelverket.

21 Brottsbalken (1962:700) (BrB).

22 Se prop. 2004/05:142 s. 167.

2.4 FRIVILLIG KURSVÅRD?

Av det ovan sagda följer att lagen å ena sidan föreskriver bolag en skyldighet att vidta viss obligatorisk informationsgivning men att vilseledande kursvård å andra sidan kan vara straffbar. För att avgöra om kursvårdande åtgärder är tillåtna enligt svensk rätt är det därmed relevant att undersöka huruvida all tänkbar informationsgivning *antingen* är obligatorisk eller vilseledande, och därmed förbjuden, eller om det finns ett utrymme däremellan som styrelsen kan utnyttja för frivillig kursvård.

Varken värdepappersmarknadslagen, Finansinspektionens föreskrifter eller regelverket innehåller något uttryckligt förbud mot offentliggörande av icke kurspåverkande information. En e contrario-tolkning av reglerna skulle emellertid kunna ge vid handen att kurspåverkande, och endast kurspåverkande information, får spridas genom de av informationsgivningsreglerna anvisade kanalerna för offentliggörande.²³ Det finns också ett avgörande från Stockholmsbörsens disciplinnämnd där nämnden funnit att ett bolag, som hade offentliggjort en stor mängd pressmeddelanden utan adekvat underlag och som även i andra avseenden brutit i sin hantering av informationsgivningen, hade brutit mot regelverket.²⁴ Det framgår emellertid inte av avgörandet om bristen bestod i att meddelandena vilseledde marknaden eller om den offentliggjorda informationen inte uppfyllde kravet på väsentlighet. För egen del finner jag det därför svårt att dra några säkra slutsatser av fallet.

Av 10 kap. 14 § Finansinspektionens föreskrifter följer att ett bolag inte får kombinera offentliggörande av kurspåverkande information med marknadsföring av den egna verksamheten om informationen kan bli vilseledande för marknaden. Offentliggörande av icke kurspåverkande information tycks mot den bakgrunden vara tillåten förutsatt att marknaden inte vilseleds. Enligt 10 kap. 11 § Finansinspektionens föreskrifter bör bolag vidare, vilket framhölls ovan, markera vilken information som bolaget bedömer vara kurspåverkande och vilken information som offentliggörs utan en i informationsgivningsreglerna stadgad skyldighet att göra så. Inte heller denna regel torde ha existerat om offentliggörande av icke kurspåverkande information inte var tillåten och talar därmed för att frivillig kursvård är tillåten.²⁵

23 Jfr angående detta resonemang Andersen & Clausen, Børsretten, 2 uppl., Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2003 s. 280 och Keisu, Aktiemarknadsbolagens informationsgivning. Om hantering av kurspåverkande information, informationsläckor, rykten och educated guesses, AMRS nr 1 2009 s. 38 f.

24 Se beslut 2010:1 meddelat av disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm 2010-02-17.

25 Se Finansinspektionens vägledning för börsbolag, dnr 11-1971, publicerad 2013-10-16, s. 8 f.

I p. 3.1.1 regelverket regleras vidare offentliggörandet av prognoser och andra framtidsblickande uttalanden. Regeln stadgar att offentliggjorda prognoser måste innehålla information om de förutsättningar och villkor som ligger till grund för prognosen och presenteras på ett tydligt och enhetligt sätt. Vidare stadgas att bolaget måste offentliggöra eventuella avvikelser från tidigare offentliggjorda prognoser. Regeln innebär att offentliggörande av prognoser och framtidsblickande uttalanden är frivilligt för noterade bolag men att bolag som önskar göra detta måste göra det på ett ansvarsfullt sätt. Att prognoser och framtidsblickande uttalanden särregleras i regelverket utgör enligt min mening ytterligare ett argument för att information som varken är vilseledande eller kurspåverkande får offentliggöras genom börsens kanaler.

2.5 KURSVÅRD I ANDRA MEDIER

Information kan, som ovan framhölls, spridas såväl genom de av informationsgivningsreglerna anvisade kanalerna för offentliggörande som genom andra medier. Exempel på de senare kan vara analytikerträffar eller intervjuer i affärspress. Spridande av icke kurspåverkande information i de nyss nämnda kanalerna omfattas inte av informationsgivningsreglernas tillämpningsområde eftersom det är begränsat till information som är av betydelse för prisbildningen och som offentliggörs enligt kraven i informationsgivningsreglerna. Sådan information omfattas inte heller av det i 1 kap. 7 § ABL uppställda så kallade spridningsförbudet eftersom noterade bolag per definition är publika aktiebolag, eller av reglerna i marknadsföringslagen eftersom de enligt 3 § MFL gäller åtgärder som syftar till att främja bolagets omsättning av varor och tjänster.²⁶ Om den information som sprids är ägnad att vilseleda allmänheten kan möjligen ansvar för otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL eller svindleri enligt 9 kap. 9 § BrB aktualiseras. I övrigt tycks kursvårdande åtgärder utanför de av informationsgivningsreglerna utpekade kanalerna ha lämnats oreglerade i svensk rätt.

2.6 SLUTSATSER

Sammanfattningsvis kan konstateras att lagen å ena sidan föreskriver bolag en skyldighet att vidta viss obligatorisk informationsgivning, men att vilseledande kursvård å andra sidan kan vara straffbar. Varje åtgärd som enligt informationsgivningsreglerna inte måste vidtas är dock inte otillåten enligt informationsgivningsreglerna eller reglerna om otillbörlig marknadspåverkan och svindleri. Ovan konstaterades vidare att offentliggörandeskyldigheten endast omfattar information som i icke oväsentlig grad är kurspåverkande. Som tillåten frivillig kursvård får således betraktas information som är *kurspåverkande i oväsentlig*

26 Aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) och marknadsföringslagen (2008:486) (MFL).

grad och som inte är vilseledande. Exempel på kursvårdande informationsspridning kan vara offentliggörande av optimistiska prognoser om bolagets framtidsutsikter och annan positiv information som inte når upp till kravet på kurspåverkande natur. Mot bakgrund av det ovan diskuterade väsentlighetskravet och den reglerade möjligheten att offentliggöra optimistiska prognoser måste styrelsen anses ha ett inte obetydligt utrymme att ägna sig åt frivillig kursvård.

3. EFFEKTERNA AV MAR OCH MAD II

Den 16 april 2014 antog EU en ny marknadsmissbruksförordning, MAR, och ett nytt marknadsmissbruksdirektiv, MAD II,²⁷ som ska ersätta det nuvarande marknadsmissbruksdirektivet. De nya reglerna syftar till att förstärka de europeiska aktiemarknadernas integritet och till att ytterligare harmonisera reglerna på området för att därigenom minimera möjligheterna till regelarbiterage. MAR, som i egenskap av förordning kommer att bli direkt tillämplig i alla medlemsstater och därmed bidra till en mer enhetlig tillämpning av reglerna, ska till skillnad från sin föregångare även tillämpas på finansiella instrument som handlas på MTF:er och OTF:er. Förordningen medger därtill relevanta myndigheter en utvidgad kompetens att genomföra undersökningar och utfärda avskräckande sanktioner.

En ytterligare förändring är att definitionen av begreppet insiderinformation, som idag hittas i MAD, efter förändringen återfinns i MAR. Precis som tidigare innehåller definitionen ett positivt formulerat väsentlighetskrav vilket följaktligen kommer att bli direkt gällande även i Sverige. Som en konsekvens av detta kommer definitionerna av kurspåverkande information i värdepappersmarknadslagen och i Finansinspektionens föreskrifter att behöva lyftas ur dessa regler. Huruvida regelverket ändras är däremot, mot bakgrund av dess avtalsrättsliga grund, upp till börsen själv att avgöra och regeländringens genomslag är därmed till stor del beroende av börsens inställning till densamma.

Att det idag gällande kravet på icke oväsentlig kurspåverkan genom antagandet av MAR förmodligen, beroende på börsens inställning, kommer att ändras till ett krav på väsentlig kurspåverkan innebär rimligen att ribban för vilken information ett aktiemarknadsbolag måste offentliggöra höjs i förhållande till nu gällande regler. Att kravet på informationens kurspåverkande natur sätts högre innebär i sin tur rimligen att utrymmet för kursvårdande åtgärder blir större. Det återstår dock att se vilket genomslag de nya reglerna får i praktiken och hur börsen ställer sig till den föreslagna ändringen.

27 Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk.

4. AVSLUTNING

I denna artikel har motiven bakom och tillåtligheten av kursvårdande åtgärder analyserats. Sammanfattningsvis kan konstateras att den typiska intressekonflikten mellan bolagets aktieägare och dess styrelse inte uppstår i frågor gällande kursvård eftersom de många gånger delar intresset av en positiv kursutveckling. Istället kan aktieägarnas och styrelsens gemensamma intresse av en positiv kursutveckling komma i konflikt med investerarens intresse av att kunna göra en riktig bedömning av aktiernas värde och i förlängningen därmed även med intresset av en effektiv aktiemarknad.

Ovan konstaterades vidare att styrelsen å ena sidan måste genomföra viss obligatorisk informationsgivning men att spridande av vilseledande information å andra sidan kan vara straffbar. Däremellan tycks det dock finnas ett utrymme för styrelsen att ägna sig åt kursvård genom att publicera pressmeddelanden och på andra sätt sprida positiv information om bolaget. Denna möjlighet är emellertid begränsad till information som är kurspåverkande i oväsentlig grad och som inte vilseleder marknaden.

Slutligen konstaterades att utrymmet för kursvårdande åtgärder möjligen kan komma att vidgas något i samband med införandet av den nya marknadsmissbruksförordningen, MAR, och det däri stadgade positiva väsentlighetskravet. Hur börsen ställer sig till den föreslagna ändringen och hur aktiemarknadsbolagens informationsgivning i praktiken kommer att påverkas av de nya reglerna i praktiken återstår dock att se och det ska bli spännande att följa denna utveckling. 