

Juridiska institutionen
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
Jur.kand.programmet
Tillämpade studier, 20 p, höstterminen 1999

Informationsregler på Stockholms, Köpenhamns och Oslos Fondbörs

- en kartläggning

Författare:
Lisa Eklind
740922-5526

Handledare:
Rolf Dotevall

Sammanfattning

Uppsatsen innehåller jämförelse och kartläggning mellan de informationsregler som bolag listade på Stockholms, Köpenhamns och Oslos börs är skyldiga att följa. Arbetet har sin bakgrund i det samarbete mellan ovan nämnda börser som kallas NOREX. NOREX är ett samarbete som skulle kunna utmynna i att en gemensam börs till slut bildas. Eftersom arbetet initierades av Stockholms Fondbörs utgår jämförelsen från Stockholms regler och skillnader i reglerna jämförs mot Stockholmsbörsens.

Uppsatsen kan ses som en del i ett större arbete med att harmonisera de centrala informationsreglerna. Den stora frågan att lösa är hur informationsreglerna vid de ovanstående tre nordiska börserna skall harmoniseras. Frågan är viktig då det för ett bolag, som är noterat på någon av de tre börserna, inte bör spela någon roll vilken börs det vänder sig till för att få hjälp med hur reglerna skall tolkas. På motsvarande vis är detta betydelsefullt för investerarna. För att svara på frågan bör först och främst en kartläggning av informationsreglerna göras, som kan ligga till grund för steg två, nämligen en värdering av vilka befintliga regler som kan anses vara viktigast. Därefter kan en analys företas för att utreda vilket förändringsbehov som föreligger för att nå en harmonisering. Analysen kan sedan utmynna i förändring av informationsreglerna.

Genomgående under arbetet upplevs Stockholms Fondbörs som en institution som besitter större auktoritet än både Köpenhamn och Oslo. Detta inte minst för att Stockholms regler angående börsbolagens löpande information är mer precis till sin utformning, den upplevs som mer genomtänkt och reglernas placering i Noteringsavtalet har en mycket framträdande plats då de upptar hela bilaga 1 och därför finns att finna på ett enda ställe i Noteringsavtalet.

Uppsatsen visar att skillnaderna mellan informationsreglerna inte är speciellt stora. Några olikheter finns dock bland regler som är av central betydelse för en fondbörs informationsövervakning.

Detta gäller bland annat informationens spridning, det vill säga när informationen skall anses vara offentliggjord. På denna punkt ställer Stockholms Fondbörs höga krav på bolagen, då bolagen är skyldiga att lämna information för spridning till minst en etablerad nyhetsbyrå, minst tre rikstäckande dagstidningar, samt till Fondbörsen. För bolag noterade vid Köpenhamns börs är det tillräckligt att de lämnar information till börsen för att den skall anses vara offentliggjord. Oslos börs anser att informationen är offentliggjord då den kommit in till börsen och börsen har distribuerat den i sitt informationssystem där de som abonnerar kan ta del av den.

Spridning av information är en central fråga på kapitalmarknaden. För att få till stånd en fungerande marknad och av rättviseskäl är det av vikt att detta fungerar på ett smidigt sätt.

En annan olikhet som är värd att uppmärksammas är att Köpenhamn, till skillnad mot både Stockholm och Oslo, inte tillåter att listade bolag dröjer med att lämna viss information som är till förfång för bolaget.

I ett tätt och förtroendefullt samarbete mellan de tre börserna kan det vara nödvändigt att harmonisera ovanstående skillnader så att respektive börs känner att dess samarbetspartners har lika syn på informationsreglernas utformning och efterlevnad.

Innehållsförteckning

1	INLEDNING.....	4
1.1	Bakgrund.....	4
1.1.1	<i>Förutsättningar och drivkrafter för börsverksamhet.....</i>	<i>4</i>
1.2	Problembeskrivning.....	5
1.2.1	<i>Stockholm Fondbörs och det europeiska samarbetet.....</i>	<i>5</i>
1.2.2	<i>Det nordiska samarbetet, NOREX, och informationsreglerna.....</i>	<i>6</i>
1.2.3	<i>Generella syften med informationsregler utifrån ett svenskt perspektiv.....</i>	<i>7</i>
1.2.4	<i>De nordiska ländernas börsrättsliga system vad gäller informationsregler.....</i>	<i>8</i>
1.2.5	<i>Informationsregler enligt Stockholm Fondbörs noteringsavtal.....</i>	<i>11</i>
1.3	Problemställning.....	12
1.4	Syfte.....	12
1.5	Avgränsningar.....	12
1.6	Metod.....	14
2	KARTLÄGGNING AV INFORMATIONSREGLER.....	15
2.1	Offentliggörande.....	15
2.2	Tidpunkt för offentliggörande.....	17
2.3	Informationens spridning.....	18
2.4	Informationens utformning.....	20
2.5	Förfång.....	22
2.6	Årsredovisning, emissionsprospekt och annan information.....	23
2.7	Distribution av informationen till börsen.....	24
2.8	Årsredovisning.....	25
2.9	Årsredovisning och förvaltningsberättelse.....	27
2.10	Redovisning av befattningshavares förmåner.....	28
2.11	Bokslutskommuniké.....	28
2.12	Offentliggörande av bokslutskommuniké.....	31
2.13	Ändring i bokslutet – påverkan på bokslutskommunikén.....	32
2.14	Delårsrapport.....	33
2.15	Delårsrapport och revisorer.....	35
2.16	Prognoser.....	36
2.17	Bolagsstämma.....	37
2.18	Offentliggörande av beslut fattade under bolagsstämman.....	38
2.19	Emissioner.....	39
2.20	Förlängt räkenskapsår.....	41
2.21	Notering på annan börs.....	41
2.22	Förändring av styrelse m.m.....	43
2.23	Transaktioner med närstående.....	44
2.24	Oren revisionsberättelse.....	46
2.25	Uppgiftsskyldigheter i övrigt (generalklausulen).....	46
2.26	Genomgripande förändringar.....	49
3	SLUTSATSER.....	51
3.1	Markanta skillnader och eventuella problem.....	51
3.2	Konsekvenser vid samarbete och fortsatt arbete.....	53
4	REFERENSER.....	55
4.1	Förarbeten.....	55
4.2	Litteratur.....	55
4.3	Artiklar.....	55
4.4	Fondbörsernas regelverk.....	56

1 Inledning

1.1 Bakgrund

1.1.1 Förutsättningar och drivkrafter för börsverksamhet

De senaste åren har omsättningen på de europeiska börserna ökat markant. Fler och fler bolag börsnoteras och de personer som investerar och intresserar sig för de investeringsalternativ och sparformer som finns på börsen har ökat i antal. Samtidigt har konkurrensen mellan börserna ökat. Med konkurrens utifrån en börsverksamhets synvinkel menas att den konkurrerar genom att locka till sig företag och investerare och därigenom skapa en likvid marknad.

För att en börs skall ha framgång måste den emellertid först locka till sig företag som ter sig attraktiva för kapitalplacering. Samtidigt måste den ställa krav på de noterade bolagen, eftersom oseriösa företag skapar osäkerhet, vilket kan skrämja bort investerare från de mer seriösa bolagen. Dessa krav syftar därför bland annat till att skapa en likvid och attraktiv marknad. Med en likvid och attraktiv marknad menas att den har god omsättning samt relativt stabila priser och små marginaler mellan köp- och säljpris. Detta gör att det oftast är möjligt för en investerare att köpa eller sälja sina värdepapper i och med att det finns omsättning på värdepapper samt tillit till de samma. En icke-likvid marknad kan bli mycket turbulent och skrämja bort en del investerare och därmed företag och är på sikt negativ för börsen¹. En börs som upprätthåller en likvid marknad, lockar således både investerare och bolag till sig. En likvid marknad är en trovärdig marknad, vilket är en förutsättning för att den skall kunna fortsätta sin verksamhet och kunna konkurrera med andra börser.

En ökad konkurrens mellan börsverksamheter innebär att bolag från olika länder noterar sig på utländska börser. Detta kan bero på att den utländska börsen har förmånliga villkor för notering, att omsättningen är hög och att bolaget därigenom kan erhålla kapital vid behov. Fler anledningar till ökad konkurrens är börsverksamheternas tekniska framsteg (där exempelvis Stockholm Fondbörs ligger väl framme) som erbjuder nya elektroniska handelssystem, kostnadseffektivitet och snabbhet. Den tekniska förbättringen innebär lägre transaktionskostnader och snabbare affärer vilket medför en större lockelse för investerare. Därtill kommer Europas förberedelser inför den monetära unionen, i vars kölvatten följer färre restriktioner för placeringar vad gäller internationell handel.²

Den ökade konkurrensen, eller bolagens tendens att notera sig utomlands, har blivit något av ett huvudbry för börsverksamheterna i Europa. En väl fungerande värdepappershandel är av nationell betydelse då det medför bättre möjligheter att attrahera kapital till värdeskapande företag och därmed öka sysselsättning, generera skatteintäkter mm. För att begränsa konkurrensen har börserna i Europa inlett ett samarbete som innebär att de delar upp marknaden mellan sig, det vill säga att en börs inte försöker locka till sig företag som är noterade på en annan

¹ Kortsiktigt tjänar Stockholmsbörsen pengar på att det är turbulens på marknaden.

² Afrell m fl, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s 117f.

börs som är med i samarbetet. Därmed minskar konkurrensen.³ I spetsen för detta samarbete går Londonbörsen och Frankfurtbörsen. De har bildat en strategisk allians som trädde i kraft 1 januari 1999.⁴ Meningen är att tyska företag skall avregistreras från London och brittiska företag från Frankfurtbörsen.⁵ Investeringarna skall sedan kunna handla med de största tyska och brittiska företagen från en enda terminal. Detta skall i sin tur öka likviditeten för respektive börs och därmed trovärdigheten.

1.2 Problembeskrivning

1.2.1 Stockholm Fondbörs och det europeiska samarbetet.

Stockholm Fondbörs⁶, OM, var inbjuden till förhandlingarna inför det europeiska samarbetet, men tackade nej. En anledning var bland annat att OM, till skillnad mot de europeiska börserna, är ett aktiebolag. Som ett sådant måste de leva upp till aktieägarnas vinstkrav. För att ha möjlighet att uppnå maximal vinst måste OM kunna konkurrera med de övriga börserna. Att skriva på ett avtal med en ”non competitive clause”⁷ skulle då begränsa möjligheten att maximera vinsten genom att locka utländska företag till att notera sig på Stockholm Fondbörs.⁸ En annan anledning är att OM inte tror att så stora allianser blir framgångsrika.⁹ Det kan ju tänkas att den istället blir tungrodd, med svårigheter som bland annat beror på olika kulturer och språk. Ytterligare skäl för OM att inte medverka i samarbetet är att OM är den största och mest utvecklade börsen i Norden, Den har dessutom, under hösten 1999, ökat sin omsättning med 29%, vilket kan mäta sig med amerikanska NASDAQ.¹⁰ Som en part i ett samarbete med åtta andra europeiska börser och däribland de två största, London och Frankfurt, skulle OM emellertid inte ha speciellt stor påverkan.¹¹ I jämförelse med de stora europeiska marknaderna, såsom London, Tyskland och Paris, är den svenska emellertid relativt liten. En allians med övriga nordiska börser kan därför vara nödvändig för att kunna hävda sig i konkurrensen (tillsammans med högt ställda krav på kostnadseffektivitet, väl utvecklad transaktionsteknologi, kunskap etc)¹²

³ Med i samarbetet är börserna i London, Frankfurt, Madrid, Paris, Milano, Amsterdam, Zürich och Bryssel.

⁴ Finanstidningen 980709, ”Nya börsen skrämmar inte Stockholm”.

⁵ FI 980709, ”Nya börsen skrämmar inte Stockholm”.

⁶ Kommer i det följande även att kallas för OM, vilket står för Optionsmäklarna.

⁷ Veckans Affärer, 990222, ”OM Gruppen: Virtuellt rebell utmanar Europas börsetablissemang”.

⁸ Det måste påpekas att OM inte ställer sig helt negativ till ett samarbete med övriga Europa, men dock inte under de former som utarbetats hitills.

⁹ TT Nyhetsbanken, 90504.

¹⁰ Dagens Industri, 991029, ”Stockholmsbörsen i världstopp”. NASDAQ står för The National Association of Securities Dealers Automated Quotations Stock Market. Den startade 1971 som ett alternativ för mindre men snabbväxande företag. Den är, i formell mening, inte någon egentlig börs, utan en sk market maker-marknad. NASDAQ har utvecklats till en mycket viktig och stor marknad, inte minst för utländska företag.

¹¹ SvD 980709, ”Hela Norden i börsallians om några år”.

¹² Affärsvärlden, 980429, OM:s första eldprov”.

1.2.2 Det nordiska samarbetet, NOREX, och informationsreglerna.

OM har inlett ett samarbete med Köpenhamn Fondbörs. Samarbetet kallas NOREX. Visionen är att NOREX skall vara en gemensam nordisk värdepappersmarknad där investerare kan handla med alla typer av värdepapper. Det är inte fråga om att slå samman de två börsverksamheterna, utan att i stället ”vid sidan om” skapa en gemensam marknad. Det som uppnåtts idag är att svenska och danska aktier kan handlas samtidigt med hjälp av ett system som kallas SAXESS. Målet med NOREX är att skapa en stark och effektiv nordisk finansmarknad. Ett Letter of Intent skrevs under av OM och Köpenhamn Fondbörs redan i juni 1997. Förhandlingarna avslutades januari 1998 och i juni 1999 började handeln i det gemensamma handelssystemet SAXESS.

Anledningen, som lyfts fram av OM och Köpenhamn Fondbörs, till NOREX framväxt, är att konkurrensen ökar mellan de europeiska börserna. De båda börserna vill möta den ökade konkurrensen genom NOREX som tillsammans ger dem en större och kapitalstark marknad och som i sin tur skall locka fler bolag och investerare, däribland också utländska sådana. NOREX skall även konkurrera med väl utvecklad teknologi, flera investeringsalternativ och ett bra distributionssystem.

Hittills har NOREX ungefär 80 medlemmar¹³, varav 20 är fjärrmedlemmar som sitter i andra europeiska länder och handlar mot systemet SAXESS. Några av de största globala investmentbankerna är medlemmar och kan därigenom erbjuda sina kunder att få direkt tillgång till SAXESS och handla med aktier var än de befinner sig i världen.

I skrivande stund förs det även diskussioner mellan NOREX och Oslo Fondbörs. Oslo har visat intresse av att vara med i den nordiska alliansen och ett mål är att förhandlingar och norska lagändringar skall vara klara den 21 juni 2001. Det talas till och med om att alliansen skall utvecklas till en enda nordiska börs, det vill säga att den svenska, danska och norska börsen avvecklas och att de tre går samman helt.¹⁴

Ett samarbete mellan börserna inom Norden kräver dock att regelverken ses över och eventuellt harmoniseras. Ett viktigt regelområde utgör reglerna för bolagens informationsplikt.

¹³ Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet 3 kap. Medlemmar är de som har rätt att för egen räkning handla med värdepapper. Vissa medlemmar får även för annans räkning delta i handeln vid en börs.

¹⁴ Dagens Industri, 991113, Tre begravningar och ett bröllop.

1.2.3 Generella syften med informationsregler utifrån ett svenskt perspektiv

Informationsreglerna, som reglerar företagens informationsplikt, är till för att ge investerare tillförlitlig kunskap om de noterade bolagens verksamhet och underlag för investeringsbeslut. De fungerar därför bland annat som ett skydd för investerare.¹⁵ En annan betydelsefull funktion med utförliga informationsregler är att de motverkar insiderhandel.¹⁶ Med detta menas att om bolagen åläggs att offentliggöra kurskänslig information, minskar utrymmet för insatta personer att utnyttja sin position och nå fördelar framför andra ”vanliga” investerare. Även denna aspekt är viktig för att upprätthålla förtroendet för kapitalmarknaden. Information från börsbolagen till marknaden ligger också till grund för prisbildningen på värdepapper. För att investerarna skall kunna värdera aktiernas värde och därmed priset krävs att de har tillgång till all relevant information.¹⁷

Det finns emellertid argument som talar mot en alltför långtgående informationsplikt.¹⁸ Investerarna har ofta goda möjligheter att skaffa sig informationen på egen hand, vilket kan ställas mot att det medför en kostnad för företagen att uppfylla krav på (detaljerad) informationsgivning. Naturligtvis kan det invändas att om det kostar mycket för företagen att ge information, måste det även kosta mycket, antagligen mer, för investerare att skaffa informationen.

En långtgående informationsplikt kan även medföra att informationsströmmen från bolagen blir så stark att den information som verkligen är viktig försvinner i det allmänna flödet. Företagen kan ge ”överinformation” för att gömma undan den information som de egentligen inte vill ge - företrädesvis negativ information.

Det ligger dessutom i både företagens och aktieägarnas intresse att för mycket information inte ges ut till allmänheten. Till exempel skulle detta kunna vara skadligt för bolaget och aktiernas värde om bolaget förhandlar med ett annat företag om uppköp och detta kommer till allmän kännedom. Det bolag som skall köpa ett annat bolag kan då få se hur aktierna i målbolaget stiger och köpet därigenom blir dyrare än vad som var tänkt från början, vilket kan vara till nackdel för aktieägarna i både det köpande bolaget och målbolaget. För målbolaget uppstår skadan om en från början gynnsam affär för aktieägarna inte avslutas på grund av en alltför hög värdering. Ett stort informationsflöde från företaget kan också leda till minskad konkurrenskraft.

Information som angår värdepappersmarknaden finns på ett antal områden. För det första märks de regler som börsbolagen skall lämna till börsen. Dessa finns i Fondbörsens noteringsavtal¹⁹, i EG-rådets direktiv av den 15 februari 1982²⁰ och i lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (kap 5, 3§), LBC.

¹⁵ Prop.1991/92:113, s 57.

¹⁶ C. Östensen, Borsnoterte selskapers lopende opplysningsplikt, s 56.

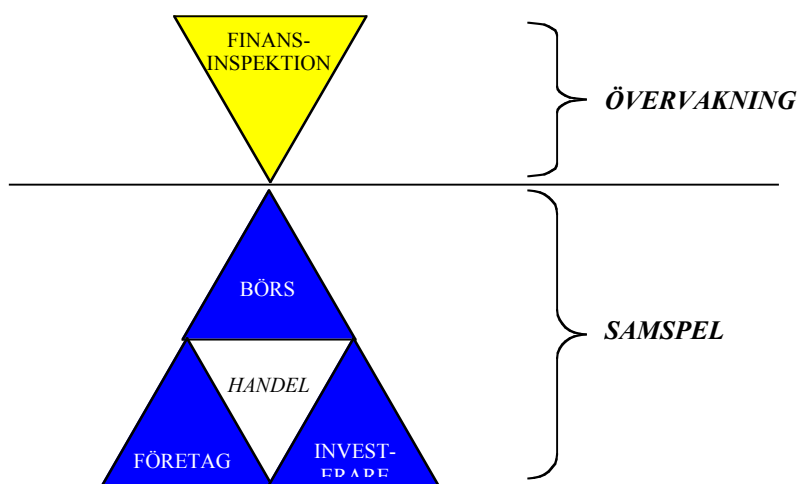
¹⁷ Prop. 1991/92:113, s 57.

¹⁸ C. Östensen, A a s 59.

¹⁹ Börsregler, Handledning till noteringsavtal och listningskrav, 1999.

²⁰ Direktiv 82/121/EEG

Börsen, som verksamhet, har ett sundhetskrav på sig som innebär att den skall svara för god genomlysning och se till att investerare får snabb, samtidig och korrekt information²¹. Eftersom en auktoriserad börs står under tillsyn av Finansinspektionen, eller motsvarande tillsynsmyndighet i andra länder, ankommer det på börsen att även lämna upplysningar och information om sin verksamhet till inspektionen och att följa dess föreskrifter.²² En ytterligare form av information som berör värdepappersmarknaden är börsmedlemmarnas information till börsen, exempelvis vid avslut.



Figur 1 Övervakning och samspel mellan aktörerna på aktiemarknaden

1.2.4 De nordiska ländernas börsrättsliga system vad gäller informationsregler.

Stockholm Fondbörs

Den börsrättsliga verksamheten i Sverige präglades länge av monopol. Från och med 1979 gällde lagen om Stockholm Fondbörs som uttryckligen gav Stockholm Fondbörs monopol vad gällde börshandel med fondpapper i Sverige. Genom sin utformning hindrade lagen inte att handel med svenska aktier skedde på utländska marknadsplatser. Likaså var det tillåtet att vid sidan av monopoliet handla med optioner, terminer, obligationer och andra penninginstrument.

Den 1 januari 1993 ersatte lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, LBC, den ovan nämnda lagen. I och med detta upphävdes börsmonopolet och alla företag fick därför möjlighet att ansöka om auktorisation för att bedriva börsverksamhet. Enligt LBC kan auktorisation även ges till företag att bli auktoriserade marknadsplatser.

²¹ LBC, 2 kap 1st.

²² LBC, 11kap.

På det börsrättsliga området finns även tre EG-direktiv som är av stor betydelse. Dessa utgörs av det sk första börsdirektivet.²³ I detta direktiv ställs vissa krav på det bolag som vill få sina fondpapper noterade vid en fondbörs. I Lista C anges även vissa skyldigheter för de bolag vars fondpapper är noterade. Dessa skyldigheter innefattar bland annat att ge allmänheten information om bolagsstämmor, offentliggöra det senaste årsbokslutet och förvaltningsberättelsen och ge information om väsentliga förändringar inom bolagets verksamhetsområde. Detta direktiv skall ge investerarna ett visst minimiskydd.

Det direktiv som kallas det andra börsdirektivet²⁴, innehåller regler för bolagens börsprospekt. Som komplement till detta direktiv finns det tredje börsdirektivet²⁵. Det tredje innehåller regler som angår börsbolagens delårsrapporter.

EG:s direktiv riktar sig till börsbolagen, avseende vilka (minimi)krav som bör ställas på fondpapper vid inregistrering vid en fondbörs och vilken information som skall lämnas om dessa fondpapper. Den svenske lagstiftaren har implementerat dessa direktiv genom LBC. Denna lag behandlar dock i huvudsak vilka krav som till exempel skall gälla för börsverksamheter och deras medlemmar. Till viss del ställs även krav på börsbolagen i LBC (kap 5 §3). Bolagen skall fortlöpande informera börsen om sin verksamhet och i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt LBC eller annan författning och offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen. Ytterligare krav ställer fondbörsen eller den auktoriserade marknadsplatsen själv. Stockholm Fondbörs genom sitt Noteringsavtal, varav en del skall tas upp längre fram. Även om börsbolagens information sker på deras eget initiativ har emellertid Fondbörsen och bolagen löpande kontakt med varandra för att diskutera hur informationen skall utformas och när den skall lämnas. Finansinspektionen har också en betydande roll då den i FFFS 1996:16 ger råd och anvisningar till företag som ansöker om auktorisation som börs eller marknadsplats och även fungerar som tillsynsorgan över desamma²⁶

Köpenhamn Fondbörs

I Danmark trädde VHL (lov nr 1072 af 20 dec 1995 om værdipapirhandel) i kraft den 1 maj 1996. Denna lag ersatte den forna fondbörsloven, værdipapircentralloven och udbudsprospektloven. Dessa lagar finns alltså numera samlade i en enda lag. I och med bearbetningen av lagar togs även hänsyn till de EG-rättsliga regler som då hade utfärdats på området. Till skillnad mot svensk regeluppbyggnad har danskarna tagit hänsyn till börsdirektiven redan i lagtexten, det vill säga redan i lagtexten regleras relativt detaljerat börsbolagens åtaganden vad gäller informationsgivning till allmänheten.²⁷ De danska börsreglerna utarbetas av

²³ Direktiv 79/279/EEG om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid en fondbörs.

²⁴ Direktiv 80/390/EEG om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs.

²⁵ Direktiv 82/121/EEG (Halvårsrapportdirektivet) om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs.

²⁶ Se LBC 11:7.

²⁷ VHL kap 7.

Köpenhamn Fondbörs. De lagfästa informationsreglerna ingår dock som en del av dessa börsregler.

Genom införandet av en ny lagstiftning kom Danmarks reglering på området att mer präglas av rättsliga regler, i stället för som innan, börsetiska regler. Den praxis som hade utarbetats i anslutning till fondbörslagen gäller dock även idag. De största förändringarna som ägt rum i och med införandet av VHL rör nämligen inte de materiella reglerna, utan istället de institutionella, strukturella reglerna.²⁸

Även i Danmark fanns tidigare ett börsmonopol. Det är nu upphävt och Köpenhamn Fondbörs är omgjord till ett aktiebolag. Denna struktur är alltså lik den svenska.

Oslo Fondbörs

Norge skiljer sig från Sverige och Danmark i och med att landet står utanför EU. Det har emellertid skrivit under EES-avtalet och är därför i viss mån förpliktad att följa EG-rådets direktiv. Direktivet har dock inte någon direkt effekt på norrmännen, utan enligt den sk dualistiska principen, måste det till en norsk lag eller föreskrift för att norska medborgare skall vara tvungna att följa denna och att det skall vara hållbart inför en norsk domstol.²⁹ Norsk rätt går alltså före EG-rätten. Norge, som stat, är dock skyldig att implementera direktiven i norsk rätt, vilket gör att de här relevanta börsdirektiven även, i och med implementeringen, gäller i Norge. På det börsrättsliga området har implementeringen gått till så att lagstiftaren stiftat lagar och regler i enlighet med direktiven.

Den lagstiftning som i huvudsak är relevant är Börsloven.³⁰ Denna reglerar bland annat själva börsens uppbyggnad och verksamhet. Vad gäller kraven på börsen står det i §1-4 2st att den skall ”drive informasjon vedrørende börsens virksomhet, verdipapirhandel i sin alminnelighet og vedrørende foretak hvis verdipapirer er børsnotert”. Kraven på börsbolagen regleras sedan i Börsforskriften³¹ som, liksom Börsloven, är fastställd av Finans- och Tulldepartementet, men utarbetad av Börsrådet. Börsrådet består av 15-20 medlemmar som tjänstgör i 4 år. Rådet skall vara allsidigt sammansatt och ha representanter från olika offentliga institutioner och privata organisationer som har särskilt intresse av börsens verksamhet. Den förutsätts bygga på Börsloven. Börsen själv har ingen egentlig föreskrifts- eller påföljdskompetens.³²

Det är inte vilket aktiebolag eller annan institution som helst som kan utgöra en börs, utan det måste vara en ”selveiende institusjon”. Riktigt så fritt som i Sverige och Danmark är det alltså inte. I dagens läge har inte Oslo Börs någon egentlig ägare, utan Börsen ägs istället av de som är aktiva inom den.

²⁸ Werlauff, Börsret, s 39.

²⁹ Bergo, Börs- og verdipapirrett, s 25 f.

³⁰ Lov om verdipapirbørs 1988-06-17 nr 0057)

³¹ Börsforskriften 1994-01-17 nr 0030.

³² Bergo, s 130.

Informationsregler enligt Stockholm Fondbörs noteringsavtal.

Stockholm Fondbörs noteringsavtal med bilagor innehåller en mängd regler och rekommendationer rörande information som börsbolagen skall ge till börsen. Detta visar i viss mån hur centralt det är med tillräcklig information på kapitalmarknaden. Redan i avtalets första punkt , a), stadgas att ”bolaget utfäster sig att informera om bolaget och dess verksamhet i den omfattning och på det sätt som framgår av bilaga 1 till detta avtal. Titeln på bilaga 1 är just ”Aktiemarknadsinformation”. Av bilagan framgår i detaljerad form vilken information som skall offentliggöras, på vilket sätt detta skall ske och vid vilken tidpunkt. Som en försäkran om att all relevant information verkligen lämnas innehåller bilaga 1 även en generalklausul som skall fånga upp den information som eventuellt inte redogörs enligt tidigare punkter. Viss slags information och information som är känslig vid vissa tidpunkter kan lämnas enbart till börsen. Denna information kommer senare att offentliggöras för allmänheten.

Också i listningskraven i noteringsavtalets bilaga 2, belyses vikten av ett börsbolags kapacitet att kunna lämna aktiemarknadsinformation.

I nästföljande kapitel ger börsen rådgivning angående analytikerkontakter och informationsläckor. Analytiker befinner sig i en speciell situation då det är deras uppgift att hålla reda på vad som händer i företagen. I rent arbetssyfte håller de därför kontakt med företagen för att få information som breddar deras förståelse för bolagens verksamhet. För att det inte skall ges selektiv information är det dock viktigt att kontakten mellan analytiker och bolagen hanteras på ett korrekt sätt.³³ Om en analytiker erhåller selektiv information innebär ju detta att han blir en insider, det vill säga han har ”kunskap om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument”.³⁴

I noteringsavtalets bilaga 2 finns fyra rekommendationer från NBK och en rekommendation av Stockholm Fondbörs. Alla tar de på något sätt upp informationsregler.³⁵

Denna mängd regler som berör och reglerar bolagens informationsplikt gentemot börsen och investerarna visar på hur viktiga dessa regler anses vara. Särskilt tydligt framstår detta då man betänker att Stockholm Fondbörs noteringsavtal inte är det enda stället där denna typ av information regleras. Som ovan redogjorts månår även EG och den svenske lagstiftaren om informationsgivning från börsbolagen, vilket är en naturlig följd av den funktion som informationsreglerna har, bland annat att skudda investerarna (se ovan avsnitt 1.1).

³³ Med selektiv information menas att informationen endast ges till vissa personer och dessa får därigenom en kunskap om bolaget vilket medför en fördel som andra investerare inte har.

³⁴ Insiderlag (1990:1342), 4§.

³⁵ Den första rekommendationen rör offentligt erbjudande om aktieförvärv, den andra är en rekommendation angående vissa utköp av rörelse eller aktier från aktiemarknadsbolag, den tredje rekommendationen är den sk flaggningsrekommendationen, den fjärde stadgar om information angående ledande befattningshavares förmåner och den femte rör information inför val av styrelse i aktiemarknadsbolag.

1.3 Problemställning

Problemställningen i denna uppsats grundar sig på det samarbete som de tre nordiska börserna eventuellt skall fördjupa. Alla tre börserna styrs av EG-direktiv, nationell lagstiftning och egna börsregler. I varje form av reglering tas börsbolagens information till allmänheten upp. Som ovan klargjorts är dessa regler mycket viktiga för att en fondbörs skall fungera med hänsyn till genomlysning, förtroende och likviditet.

Problem med ett samarbete kan uppstå om de olika fondbörserna har informationsregler som är olika varandra.

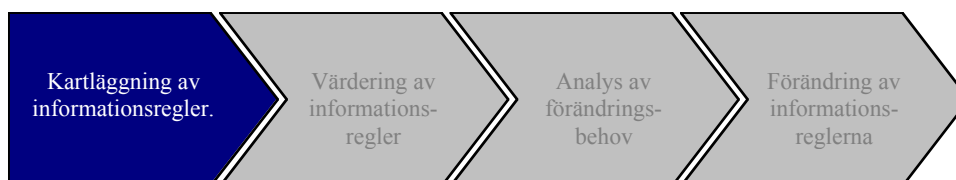
I ett tätt samarbete är det, för investerarna och börsmedlemmarna, av vikt att reglerna harmonierar. Hur skulle en allians, med de ambitioner som målas upp för NOREX, annars kunna erhålla den tillit från marknaden som är så viktig för en börsverksamhet?

1.4 Syfte

Utifrån problemställningen kan frågan ställas: Hur skall informationsreglerna vid Stockholm Fondbörs, Köpenhamn Fondbörs och Oslo Fondbörs harmoniseras?

Detta syfte kan delas upp i fyra mindre delar som omfattar:

- Kartläggning av informationsregler.
- Värdering av vilka befintliga informationsregler som är viktigast.
- Analys av förändringsbehov för att nå harmonisering.
- Förändring av informationsreglerna.



Figur 2 Schematisk bild över problemställningens fokus

1.5 Avgränsningar

Denna uppsats skall behandla den första punkten, nämligen en kartläggning av nuvarande informationsregler vid Stockholms, Köpenhamns och Oslo Fondbörs.

Uppsatsen kommer endast att behandla den löpande informationen från bolagens sida, det vill säga information som bolagen kontinuerligt skall ge till börsen och allmänheten och som regleras i Noteringsavtalets bilaga 1. I denna löpande information inräknas bland annat delårsrapporter, årsredovisningar och bokslutskommunikéer.

De tre nordiska börsernas regelverk skiljer sig oftast åt vad gäller placering av regler, reglernas utformning och antalet regler. Det svenska Noteringsavtalets punkt 1 finner till exempel inte sin motsvarighet i de danska och norska reglernas första paragrafer. Det kan vara så att en punkt i Noteringsavtalet motsvarar olika stycken i olika danska paragrafer. I bland kan det därför vara nödvändigt att upprepa en dansk eller norsk paragraf som redan tagits upp.

Vidare ger Stockholms Fondbörs genomgående mer eller mindre utförliga kommentarer till varje punkt. Kommentarererna kan dels bestå av vägledning för att tillämpa regeln, dels beskriva dess syfte. Dessutom kan de precisera regeln och i viss mån fylla ut den. Köpenhamn Fondbörs ger ibland kommentarer, medan Oslos Fondbörs är mycket knapp vad gäller att kommentera bestämmelserna. Detta leder till att jämförelsen ibland görs mellan Stockholmsbörsens kommentar och en faktisk dansk och norsk regel. Anledningen till detta är att det mellan Stockholmsbörsen och de där noterade bolagen ofta har en regelbunden kontakt vad gäller bolagens information. Det förutsätts därför att bolagen oftast lyssnar till börsens önskemål om informationens utformning.

I vissa avseenden har Köpenhamns börs och Oslos börs med bestämmelser som inte Stockholms börs har. Som nedan anges används en metod för denna uppsats som utgår från Stockholms regler och jämför de norska och danska regler som motsvarar de svenska. De utländska paragrafer som inte har någon svensk motsvarighet har det därför inte tagits hänsyn till. Däremot har det uppmärksammats om någon av de utländska börserna har en utförligare reglering av en specifik bestämmelse än vad Stockholm Fondbörs har. Naturligtvis är varken Köpenhamns eller Oslos börs inaktiv vad gäller börsbolagen. De utfärdar nyhetsbrev och cirkulär till hjälp för bland annat informationsgivningen. Uppsatsen har dock själva börsreglerna som utgångspunkt och därför tas det inte hänsyn till denna reglering som sker ”vid sidan om”.

1.6 Metod

Som redan antytts är utgångspunkten för kartläggningen Stockholms Noteringsavtal bilaga 1. Denna går igenom punkt för punkt med början i punkt 1. För varje punkt i Noteringsavtalet belyses om det finns någon motsvarighet i Köpenhamns och Oslos regelverk.

Det börsrättsliga området är dynamiskt och litteraturen på området kan därför relativt fort bli för gammal. En huvudbok för den danska börsrätten och en huvudbok för den norska börsrätten har emellertid kunnat användas. Litteraturen har mest varit behjälplig för att ta reda på bakgrunden till vissa bestämmelser. I övrigt har uppgifter hämtats från de olika börsernas informationsavdelningar med hjälp av Internet, såsom den danska VHL, den norska Börsloven och respektive börs regler. Eftersom kapitalmarknadens svängningar och utveckling är ett ofta förekommande ämne i dagstidningar har även dessa varit till hjälp för att följa utvecklingen med bland annat NOREX.

Vidare kommer de tre fondbörserna att ömsom benämnas med Fondbörs i namnet, ömsom med Stockholm, Köpenhamn och Oslo.

2 Kartläggning av informationsregler

2.1 Offentliggörande

Stockholm Fondbörs

Bilaga 1 punkt 1 stadgar att ”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.”

Detta betyder att annan information än den som i inte oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen naturligtvis får ges, men där bortfaller kravet på offentliggörande.

Att märka är att Stockholm Fondbörs i punkt 1 går längre än vad EG:s direktiv kräver, det vill säga genom att använda rekvisitet ”i inte oväsentlig grad”. EG:s direktiv kräver endast att bolagen upplyser allmänheten om alla *väsentliga* förändringar.³⁶

I kommentaren till stadgandet görs ett undantag för så kallad selektiv information. Med detta menas att kurspåverkande information kan lämnas till utomstående utan att samtidigt offentliggöras. Exempel på situationer då selektiv information kan lämnas är bl a :

- Information till större aktieägare eller tilltänkta aktieägare vid sondering inför planerad nyemission.
- Information om investeringsplaner och förväntad lönsamhetsutveckling till kreditgivare inför viktigt kreditbeslut.
- Information till tilltänkt budgivare eller målbolag i samband med förhandlingar om uppköpserbjudande.

Rådet från Stockholm Fondbörs vad gäller selektiv information är att undantaget skall tillämpas restriktivt och att det informerande bolaget *bör* göra klart för mottagaren att denne blir en ”insider” och därför är förbjuden enligt lag att utnyttja informationen för egen eller annans räkning.

Köpenhamn Fondbörs

Motsvarande regel, §3, hos Köpenhamn Fondbörs har en något annorlunda utformning. Där stadgas att utgivaren (av värdepapper) ”skal straks offentliggøre oplysninger om vaesentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på vaerdipapirena”

Här märks för det första den skillnaden att rekvisitet ”upplysningar av väsentligt förhållande” ställer ett något lägre krav på börsbolagen. Det är först när uppgifterna når statusen av att bli

³⁶ 79/279/EEG, Lista C.

väsentliga som de måste offentliggöras. Med tanke på att EG-direktivet (79/279) endast uppställer minimikrav och att det i förarbetena till VHL poängteras att ”en sådan lagfaestelse af udstederes oplysningsforpligtelser er et vaesentligt element i den beskyttelse af investorerne”³⁷, tycks det vara svårt att finna hinder för att ställa det strängare krav som i Sverige.

Köpenhamn Fondbörs ställer inte heller i denna paragraf det absoluta krav på offentliggörande som Stockholm gör. Det stadgas endast att bolagen skall ”offentliggöra” informationen. Det läggs inte samma vikt och tyngd vid ordet ”offentliggörande”. (Jfr ovan ”får inte...lämnas på annat sätt än genom offentliggörande”).

Någon motsvarighet till Stockholms undantag för selektiv information finns överhuvudtaget inte att finna i Köpenhamns börsregler.

Enligt Fondbörsens kommentar är förpliktelsen att offentliggöra information om väsentligt förhållande den viktigaste informationsförpliktelse som ett bolag har.

Oslo Fondbörs

I de norska börsreglerna §5-2 ges motsvarigheten till den svenska paragrafen. Där anges att ”Selskapet skal uopffordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å vaere av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer”.

Oslo Fondbörs ställer samma stränga krav som Stockholm vad gäller att den information som är av icke oväsentlig betydelse genast skall offentliggöras.

Det undantag som Stockholm Fondbörs ger för selektiv information, upptar en egen paragraf i de norska börsreglerna. Som huvudregel anges i §5-1 att ingen ovidkommande skall få tillgång till information från bolaget förrän denna är offentliggjord.

Det finns dock förståelse för att bolaget, i vissa situationer, kan ha behov av att lämna icke offentliggjord information till en utomstående. Till skillnad mot Stockholms börsregler är detta enligt de norska reglerna inte enbart en sak mellan det informationsgivande företaget och det informerade. Ges selektiv information ut, vill även Oslo Fondbörs få del av informationen, liksom upplysningar om mottagaren. Det ställs även ett strängare krav på att bolaget *skall* inhämta en bekräftelse från mottagaren om att denne förpliktar sig att hålla dessa hemliga och inte tecknar, säljer, köper eller byter aktier eller rättigheter i bolaget förrän upplysningarna är offentliggjorda eller förlorat sin aktualitet.

Oslos regler angående offentliggörande av information stadgar endast att information skall ges till børsen. Ordet offentliggörande används endast i rubriken till kapitlet. Paragraf 5-2 som sedan motsvarar Stockholms ovanstående regel behandlar endast att information skall ges omedelbart, men det talas inte om offentliggörande riktad till allmänheten, utan istället om att upplysningarna skall ges till børsen (se nedan avsnitt 2.3).

³⁷ Börsreform II, Betaenkning nr. 1290, s 54.

2.2 Tidpunkt för offentliggörande.

Stockholm Fondbörs

Punkt 2 i bilaga 1 st 1 tar upp vid vilken tidpunkt offentliggörandet skall ske. Där sägs att ”offentliggörande skall ske *omedelbart*, dvs *i direkt anslutning till att beslutet fattats*, valet ägt rum eller händelsen blivit känd för bolaget”. (Min kursiv)

Vad gäller ”bokslutskommuniké, delårsrapport samt prognoser avseende resultat och/eller försäljning som bolaget upprättat för offentliggörande”, så skall dessa ”offentliggöras omedelbart efter det att rapporten eller prognosen fastställts”.

Syftet bakom rekvisitet ”omedelbart” är att försäkra att alla aktörer på aktiemarknaden samtidigt har tillgång till samma information. Det ständiga problemet med insiderhandel ligger till grund för detta syfte. Enligt börsens kommentar till regeln är risken för insiderhandel särskilt stor ”i samband med väsentliga val, beslut och händelser. Risken för insiderbrott ligger även till grund för det andra stycket. Fondbörsen understryker att tidpunkten för offentliggörande av delårsrapport, bokslutskommuniké och prognoser är omedelbart efter fastställande. Sådan information som det är meningen att bolaget skall offentliggöra är alltid lockande för vissa att utnyttja i illegalt ”insider-syfte”.

Med ”direkt anslutning” menas att om ett beslut tas under ett styrelsemöte behöver inte den informationen nå ut till marknaden och börsen omedelbart i snäv bemärkelse, utan det räcker med detta sker i direkt anslutning till själva styrelsemötet. Likaså kan bolaget offentliggöra beslut, som fattats under kvälls- eller nattetid, under morgonen följande dag eller i god tid innan börsens öppnande.

Köpenhamn Fondbörs

§12 i Köpenhamns regel är här jämförbar med den svenska. Den lyder: ” Alle oplysninger skal straks meddeles Københavns Fondsbørs, og Københavns Fondsbørs skal altid underrettes senest samtidig med anden offentliggørelse. Beslutninger, som er omfattet af oplysningspligten, skal meddeles, når afgørelsen reelt er truffet” .

I kommentaren förtydligar Köpenhamns fondbörs genom att förklara att även om ett beslut exempelvis fortfarande saknar en bekräftelse som gör det formellt fastlagt, så träder informationsplikten ändå i kraft om beslutet har ”fast karaktär” samt att det föreligger risk för missbruk av informationen (insiderbrott). Börsen menar att ibland är ett godkännande endast en formalitet som inte har någon betydelse för beslutets genomslagskraft på marknaden.

Gemensamt har reglerna att de båda skall fungera som skydd mot insiderbrott. Att märka är att den danska kommentaren, i teorin, går något längre än den svenska eftersom det här talas om icke formella beslut, vilket inte nämns i de svenska börsreglerna. Som exempel på vad Köpenhamn Fondbörs menar med att ”afgørelsen reelt er truffet”, kan nämnas att om en styrelsemedlem meddelar att han har för avsikt att meddela att han frånträder uppdraget under

nästa bolagsstämma, så är detta ett beslut som har fast karaktär och därför bör meddelas Köpenhamn Fondbörs. I ett sådant fall är själva frånträdandet en ren formalitet.³⁸ Även om Stockholm Fondbörs inte uttrycker sig på samma sätt, kan det antas att ovanstående exempel skulle bedömas på liknande vis. Dels har den svenska och danska regeln samma syfte, att förebygga insiderbrott, dels räcker det, enligt Stockholm Fondbörs, att beslutet fattats.

Till skillnad mot Stockholm Fondbörs tar danskarna ej upp val och händelser. Det får förutsättas att danskarna menar att även de sistnämnda kategorierna är inräknade i ”beslut”. Stockholm har dock valt att vara något tydligare.

Till skillnad mot Stockholms börsregler anges inget om tidpunkten för offentliggörande av delårsrapport, bokslutskommuniké eller prognoser, i samband med tidpunkt för offentliggörande.

Inte heller anges, varken i paragrafer eller i kommentarer, vad bolagen skall göra då sådana beslut, som skall offentliggöras, tas under natten. Troligen skall detta, i likhet med Stockholms regler, offentliggöras innan börsens öppnande morgonen därpå.

Att Köpenhamn Fondbörs skall underrättas senast samtidigt med annan offentliggörelse motsvaras snarast av Stockholms punkt 3 (se nedan avsn 4.4)

Oslo Fondbörs

Oslo Fondbörs har inte någon särskild paragraf för offentliggörandets tidpunkt. I stället får här hänvisas till ovanstående paragraf, nämligen § 5-2 med rubriken ”Informationspliktens innehåll”, som anger att information skall offentliggöras ”ouppfordrat och omedelbart”.

§ 23-3 är en paragraf som enbart tar upp offentliggöring av information då börsen har stängt. Paragrafen motsvarar inte fullt det som anges i kommentaren till Stockholmsbörsens p2, men kan ändå anses vara relevant i detta sammanhang. Den föreskriver att information som offentliggörs efter (eller före) börsens öppningstider skall (enligt 2men), ”være mottatt av börsen og klar for offentliggjoring ...for börsen åpner neste dag”.³⁹

2.3 Informationens spridning

Stockholm Fondbörs

Punkten 3 föreskriver att ”offentliggörande anses ha skett om informationen lämnats för spridning till minst en etablerad nyhetsbyrå samt minst tre rikstäckande dagstidningar. Informationen skall samtidigt lämnas till börsen.”

³⁸ Werlauff, s 219.b

³⁹ Enligt §23-2 1st anses informationen vara mottagen av börsen först då den är distribuerad i börsens informationssystem.

Som framgår av regeln utgör detta minimikrav. Det råd som ges i kommentaren är att informationen bör ges till alla etablerade nyhetsbyråer och de största dags- och affärstidningarna. Av dessa bör nyhetsbyråerna erhålla informationen först. Ett annat gott råd som ges till bolagen är att de, efter att ha spridit informationen på rätt sätt, kan lägga in den på bolagets hemsida på Internet. Detta uppskattas tydligt av analytiker och andra intressenter.

Kravet på att börserna skall erhålla informationen samtidigt som allmänheten grundar sig på börserna skall kunna övervaka handeln och kontrollera att informationen överensstämmer med aktiemarknadens krav och noteringsavtalets regler.

Köpenhamn Fondbörs

Paragraf 13 i börsreglerna anger att ”Offentliggørelse anses at vaere sket, når meddelelsen er kommet frem til Københavns Fondsbørs”.

Här uppträder en märklig skillnad jämfört med Stockholms regel. Medan Stockholms regel är inriktad på att bolagen skall informera både marknaden, dvs nyhetsbyråer och tidningar, och börserna menar Köpenhamn Fondbörs att det räcker med att informationen kommer in till själva börserna. Enligt Första börsdirektivet artikel 17 punkt , gäller att informationen skall offentliggöras i en eller flera dagstidningar med spridning i hela eller stora delar av medlemsstaten (jfr Stockholms reglering) *eller* på andra likvärdiga sätt som har godkänts av de behöriga myndigheterna (jfr Köpenhamns reglering). Den svenska och danska fondbörsen tillämpar alltså EG-direktivet på olika sätt.

Det finns dock, av den danska börsregeln att döma, inget som hindrar att bolagen ger ut information till andra samtidigt. Detta finner stöd i den nyss nämnda §12 där det står att ”Københavns Fondsbørs skal altid underrettes senest samtidig med anden offentliggørelse”.

Oslo Fondbörs

Enligt § 23-2 anses offentliggörande ha skett ” når opplysningene er mottatt av börserna og distribuert i börsernas informasjonssystem, hvis ikke annet fremgår av de enkelte bestemmelser. Börserna kan la et representativt sammendrag av opplysningene distribueres i informasjonssystemet. Börsstyret kan bestemme at opplysningene i tillegg skal gjøres kjent på annen måte.

Även i Oslo är regeln något annorlunda än i Stockholm. I samklang med ovannämnda § 5-2 åläggs bolagen en informationsplikt gentemot själva fondbörsen och inte gentemot marknaden eller allmänheten. Genom denna utformning får Oslo Fondbörs något av en plikt att informera marknaden. Ansvaret för informationens distribution övergår alltså från börsbolaget till fondbörsen.⁴⁰ Rent praktiskt går offentliggörandet till så att informationen läggs in i börsernas informationssystem och på så sätt når den börsmedlemmarna och andra som abonnerar på denna

⁴⁰ Bergo, s 156.

informationstjänst och de sprider den sedan vidare. Detta medför naturligtvis att det inte är den stora allmänheten som det tas hänsyn till, såsom i Stockholm.

2.4 Informationens utformning

Enligt Stockholm Fondbörs punkt 4 skall informationen ”vara korrekt, relevant och tillförlitlig. Den skall vara avfattad på svenska språket eller – om detta godkänts av börsen – på danska, norska eller engelska språket”.

Meningen med bolagets information är att den skall spegla bolagets verkliga förhållanden. Den måste därför vara korrekt. Likaså skall innehållet i informationen ha relevans för att ge marknaden god vägledning för bedömningen om hur aktiekursen påverkas av informationen. Kravet på tillförlitlighet och relevans medför att informationen måste vara så fullständig som möjligt. Utelämnas viss information kan den totala informationen bli vilseledande eller felaktig. Det kan även tänkas att kravet på relevans är till för att hindra ett alltför stort informationsflöde från företaget så att den information som verkligen är viktig ”försvinner” i mängden (se ovan avsnitt 1.1 ”Generella syften med informationsreglerna”)

I kommentaren understryks vidare att informationen bör ”utformas i syfte att underlätta bedömningen av beslutets eller händelsens långsiktiga effekt på bolagets resultat och ställning”. Detta på grund av att aktiekurserna styrs av marknadens förväntningar om bolagets framtida vinst- eller kassaflödesutveckling.

Stockholmsbörsen ger även råd om hur viktig information bör redovisas, nämligen på en framträdande plats i informationsmeddelandet. Den anser det vara ”direkt olämpligt” att placera viktig information tillsammans med mindre viktig sådan.

Det är börsen själv som bestämmer om företaget skall få använda sig av utländskt språk. Den vill att företaget motiverar sitt krav.

Köpenhamn Fondbörs

I Köpenhamn går man något längre än i Stockholm vad gäller informationens utformning. En större grad av detaljreglering gör sig här synlig.

För det första är § 9 tillämplig som stadgar att meddelandena skall vara ”nøjaktige, tydelige og fyldestgørende”, vilket direkt motsvarar den svenska regelns första mening. Sedan fortsätter samma paragraf med att ange att ”De skal formuleres på en måde, der giver umiddelbart grundlag for at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information. Enhver meddelelse skal indeholde selskabets egen vurdering af konsekvenserne af den givne information, herunder om muligt med en angivelse af konsekvenserne for indevaerende og kommende regnskabsår”.

I börsens kommentar menas att om företaget inte kan upplysa om konsekvenserna av den givna informationen bör skälet härtill anges.

Paragrafens andra mening har som grund att det är viktigt att investerarna enbart med hjälp av ett enskilt meddelande kan värdera betydelsen av den inträffade händelsen. Ett enda meddelande skall alltså vara utformat på ett sådant sätt att det kan läsas och förstås oberoende av andra tidigare meddelanden och annat material som berör företaget.⁴¹

I företagets värdering av konsekvenserna är det viktigt att det gör sitt allra bästa med att försöka förutse följderna för bolaget.⁴²

Den danska fondbörsen reglerar tillåtet språk i en egen paragraf, § 11. Där sägs att ”Offentliggørelse af meddelelser skal for danske udstedere ske på dansk”. I stycke 3 anges slutligen att ”For udenlandske udstedere kan offentliggørelse ske på engelsk, svensk eller norsk. Ligeledes kan danske udstedere, der har udenlandske børsnoterede datterselskaber, offentliggørelse af meddelelser fra de udenlandske datterselskaber på engelsk, svensk eller norsk”.

I jämförelse med den svenska, ovan redogjorda, bestämmelsen, är de danska bestämmelserna något mer fylliga och medgörliga än den svenska. Paragraf 11 ger ju direkt möjlighet till utländskt språk i vissa fall. Detta sparar tid både för bolagen och börsen.

I § 10 regleras särskilt meddelandets form. Där anger börsen hur den vill att meddelandet, mer i detalj, skall se ut. Det skall ”inledes med praktiske oplysninger om dato, udstederens navn og telefonnummer og skal i øvrigt angive en kontaktperson”.

I 2st anges att ”I overskriften anføres, hvilken type meddelelse, der er tale om. Det skal af hver enkelt side fremgå, hvor mange sider meddelelsen omfatter, hvilken slags meddelelse det drejer sig om, samt hvilket selskab meddelelsen vedrører”.

I 3st uttrycks att ”Meddelelser, der på grund af det kvantitative omfang er vanskelige at overskue, skal indledes med et resumé, og væsentlige informationer skal altid gives først”. Denna paragraf är närmast att jämföra med kommentaren till Stockholms regel där det tillråds att viktig information bör ges en framträdande plats i meddelandet. Stockholmsbörsen har i detta fall inte tillnärmelsevis lika hög grad av detaljreglering som Köpenhamnsbörsen.

Oslo Fondbörs

Någon motsvarighet till Stockholms børsregel i bilaga 1, 4 p 1 men. finns inte i de norska reglerna. Där ställs alltså inget egentligt krav på korrekthet, relevans och tillförlitlighet. Med hänsyn till att det är den norska börsen som i slutändan distribuerar informationen till marknaden (se avsnitt 2.3), så kan det tänkas att om bolaget skulle sända in ett meddelande till börsen som är rörigt och saknar korrekthet, relevans och tillförlitlighet så korrigerar börsen detta antingen genom att ändra följdordningen i meddelandet eller genom att ge bolaget sin åsikt.

Däremot regleras vilket språk som bör användas. Detta anges i § 23-5 2st. Den lyder: ”Norske utstedere skal gi opplysningene på norsk. Utenlandske utstedere kan benytte engelsk, dansk eller

⁴¹ Andersen, Introduktion till børsretten, s 170.

⁴² A a s, 170.

svensk. Börsstyret kan beslute at utsteder i stedet for eller i tillegg til annet språk skal gi opplysningene på engelsk”.

I en alldeles egen paragraf, 23-6, stadgas att: ”Utsteder skal til enhver tid ha utpekt en person som skal kunne kontaktes av børsen. Kontaktpersonen skal kunne nås uten unødige opphold. Utsteder skal straks melde fra om skifte av utsteders kontaktperson overfor børsen samt endringer i kontaktpersonens kontor- og privatadresse samt telefonnumre hvor vedkommende kan nås”. Dette krav ställer inte Stockholm Fondbörs.

2.5 Förfång.

Stockholm Fondbörs

”Om offentliggörande av viss oppgift är till förfång för bolaget, får bolaget underlåta att offentliggöra den under förutsättning att børsen lämnat medgivande till detta. Oppgiften skall dock alltid på det sätt som är föreskrivet tillställas børsen”.

Egentligen är det fondbörsen som här gör avvägningen mellan informationens värde för aktiemarknaden och skadan för bolaget. Som exempel på fall där undantaget skulle kunna bli tillämpligt anger børsen att bolaget har sekretessregler för bolagets verksamhet som hindrar offentliggörande. Däremot skulle regeln inte tillämpas om informationen skulle skada ett bolag som befinner sig i ett ansträngt likviditetsläge.

Köpenhamn Fondbörs

Kartläggningen visar ingen dansk regel som motsvarar den i Sverige.

Oslo Fondbörs

Motsvarigheten till Stockholms femte punkt finns i § 23-2 4st. Där medges att om opplysningarna inneholder ”forretningshemmeligheter eller når særlige hensyn tilsier det, kan utsteder gi opplysninger bare til børsstyrets leder, børsdirektørens stedfortreder, og kan pålegge disse taushetsplikt slik at opplysningene ikke kan offentliggjøres i henhold til første og andre ledd. ...Børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder kan, i samråd med børsstyrets leder eller nestleder, ud fra en helhetsvurdering hvor det tas hensyn til opplysningens kurspåvirkende karakter, markedets behov for opplysningene og utsteders behov for taushetsplikt, beslute at opplysningene skal offentliggjøres på tross av pålegget om taushetsplikt. Foretaket skal informeres om slikt vedtak forut for offentliggjøring.

Fördelen med regler rörande förfång är att børsen lättare kan försäkra sig om att det inte sker insiderhandel i bolagets aktier. Regeln utnyttjas mest vid uppköps- eller fusionsprocesser. Naturligtvis har den även en fördel för bolagen som kan agera i lugn och ro.

Nackdelen är dock att marknadens möjlighet, att på ett så riktigt sätt som möjligt värdera bolagets aktier, minskar. En del aktieägare kan till och med ha otur att sälja sina aktier i bolaget på grund av att informationen ännu inte offentliggjorts av börserna och missa en kurshöjning som beror på att informationen senare offentliggörs. En sådan regel skapar en viss osäkerhet på marknaden.

Såsom paragrafen är utformad kan den dock bli till nackdel även för bolaget. Utnyttjas den förlorar ju bolaget kontrollen över informationen. Börserna kan besluta att offentliggöra upplysningarna i alla fall. Regelns betydelse för bolaget blir sålunda att det kan få en "auktoritativ förhandstolkning" av om informationen bör offentliggöras eller inte. Om börserna inte vill hemlighålla upplysningarna är bolaget mer eller mindre tvungat att offentliggöra dem.⁴³ Trots att den svenska och norska regeln skiljer sig åt till ordalydelsen bör utfallet bli detsamma. Om Stockholm Fondbörs vägrar att ge sitt medgivande till att hemlighålla informationen, blir bolaget, liksom det norska, i praktiken tvunget att offentliggöra den.

2.6 Årsredovisning, emissionsprospekt och annan information.

Stockholm Fondbörs

Enligt p 6 i bilaga 1 skall "årsredovisning, emissionsprospekt och *annan information* som lämnas för distribution till eller hålls tillgänglig för aktieägarna skall samtidigt lämnas till börserna".

Punkten skall, enligt kommentaren, förstås så att informationen *senast* skall vara börserna tillhanda samtidigt som till de övriga.

Köpenhamn Fondbörs

Någon exakt motsvarande regel finns inte vid Köpenhamn Fondbörs. Endast angående årsredovisning kan man finna en motsvarighet. I § 22 som rör bolagets årsredovisning uttrycks det i första stycket att "Selskaberne skal straks efter trykningen og senest 8 dage før generalforsamlingen sende et eksemplar af det trykte årsregnskab til hvert medlem af Københavns Fondsbørs. Samtidig skal der sendes 2 eksemplarer til Københavns Fondsbørs".

I övrigt finns ingen motsvarighet. Möjligen går det att falla tillbaka på §12 där det står att "Københavns Fondsbørs skal altid uderrettes senest samtidig med anden offentliggørelse". Frågan är dock om denna paragraf inbegriper att bolaget faktiskt skall sända sitt emissionsprospekt eller annat sådant liknande material som distribueras till aktieägarna till Köpenhamn Fondbörs.

Oslo Fondbörs

⁴³ Bergo, s 157.

Det finns en norsk regel som kan svara mot den svenska, nämligen § 5-6. ”Alle meldinger til aksjonaerer, skal senest samtidig sendes til børsen og offentliggøres etter reglene i § 23-2 første ledd”.

2.7 Distribution av informationen till børsen.

Stockholm Fondbörs

Angående informationens distributionsmedel kan man läsa i børsreglernas p 7 att: ”underrättelser eller andra meddelanden till børsen som *kräver skyndsamhet skall* lämnas genom fax eller genom annat av børsen godkänt elektroniskt medium. *Kortare meddelanden* kan lämnas per telefon om børsen medger det. Uppgift som *inte kräver skyndsamhet* får sändas med posten”. (Min kursiv)

Till grund för denna bestämmelse ligger att børsen vill åstadkomma en rättvis distribution av informationen. Där ingår kravet på samtidighet, det vill säga alla aktörer på aktiemarknaden skall samtidigt få tillgång till informationen. Idag är fax det enda godkända medlet för att sprida information skyndsamt. E-post är inte ett godkänt distributionsmedel då samtidighet inte kan garanteras. Däremot finns det inget som hindrar att bolaget, som komplement, lägger ut informationen på Internet.

Enligt bestämmelsen kan børsen medge att kortare meddelanden lämnas per telefon. Fax är emellertid det medium som dominerar informationsspridningen.

Exempel på meddelanden som inte kräver skyndsamhet (från børsens sida) är årsredovisningar och prospekt.

Köpenhamn Fondbörs

Enligt § 14, 1 st skall ”Oplysninger ...sendes til Københavns Fondsbørs via telefax, medmindre andet aftales. I andra stycket medges att ”I undtagelsestilfaelde kan meddelelser afleveres med bud”.

Som synes förespråkar även Köpenhamn Fondbörs fax som distributionsmedel. En öppning ges dock för att avtala om annat sätt. Det görs däremot ingen skillnad på om meddelandet kräver skyndsamhet eller inte.

För övrigt kan det antas att skälet till paragrafens utformning är detsamma som Stockholms, det vill säga behovet av samtidig information.

Oslo Fondbörs

Om det kan sägas att Köpenhamn Fondbörs, på grund av att den ej skiljer på skyndsamhet och icke-skyndsamhet, är något strängare än Stockholm i sin syn på hur informationen skall

distribueras, kan det definitivt sägas att Oslo Fondbörs är mer medgörlig än både Stockholm och Köpenhamn i sin utformning av denna regel. Enligt § 23-5, 1st skall nämligen informationen sändas till börsen via ”telefaks, per elektronisk post eller tilsvarende med minre noe annet er avtalt med börsen...Børsstyret kan pålegge utsteder å sende informasjonen på annen måte”.

Denna skillnad framstår inte som så märklig med tanke på att det endast är börsen som får informationen och distribuerar denna i sitt informationssystem.

2.8 Årsredovisning

Stockholm Fondbörs

Punkt 8 i bilaga 1 handlar om bolagets årsredovisning. Enligt denna punkt skall årsredovisningen ”vara upprättad i enlighet med tillämplig lag eller annan författning samt enligt *god redovisningssed* för aktiemarknadsbolag”. Bestämmelsen fortsätter: ”Avvikelse från Redovisningsrådets rekommendationer av icke oväsentlig betydelse skall omnämnas under rubriken ”redovisningsprinciper”. Avvikelsen skall motiveras”.

Syftet med denna punkt är att säkerställa att börsbolagen tillämpar enhetliga redovisningsprinciper. I kommentaren poängteras att det är ett brott mot själva noteringsavtalet att redovisa i strid med god redovisningssed eller lagstiftning.

Att bolagen följer befintliga principer och måste motivera en avvikelse är av vikt för att skapa tilltro till börsbolagen och förebygga att bolagen upprättar en mer eller mindre förvirrande årsredovisning. Detta är betydelsefullt ur investerarsynpunkt, då bolagens redovisning ofta spelar stor roll som grund för investeringsbeslut.

Stockholm Fondbörs ger i anslutning till bestämmelsen om årsredovisning en omfattande kommentar. Till att börja med tar den upp requisitet ”god redovisningssed”. Där räknas de rekommendationer upp som har stor betydelse för vad som är att förstå som god redovisningssed. Det poängteras att det internationella redovisningsorganet IASC:s rekommendationer utgör förebild för Redovisningsrådets rekommendationer.⁴⁴ Fondbörsen avslutar med att medge att avvikelse från rekommendationerna inte automatiskt innebär ett brott mot god redovisningssed, utan en avvikelse får bedömas i varje enskilt fall.

Stockholm Fondbörs fortsätter sedan med att specifikt kommentera avvikelse från Redovisningsrådets rekommendationer. Anledningen till detta sägs vara att dessa rekommendationer är så viktiga för börsbolagen att de intar en särställning. På grund av detta är noteringsavtalets utgångspunkt att dessa skall följas. Det skall till särskilda omständigheter för att en avvikelse skall kunna motiveras. Såsom det står i bestämmelsen skall avvikelsen motiveras om den är av icke oväsentlig betydelse. Enbart att underlåta att motivera avvikelsen i sådana fall kan vara ett brott mot avtalet. Enligt Fondbörsen bör huvudregeln dock vara att bolaget redovisar enligt Redovisningsrådets rekommendationer och påpekar eventuella särskilda omständigheter i en kommentar.

⁴⁴ IASC står för International Accounting Standards Committee.

Sist men inte minst påpekas att en avvikelse från Redovisningsrådets rekommendation oftast är av sådan vikt att den även bör omnämnas i bokslutskommunikén.

Börsen slår även fast att årsredovisningen inte får innehålla ”ny kurspåverkande information”. Skälet är att det är omöjligt att uppfylla kraven på samtidighet och omedelbarhet när det gäller distributionen av en tryckt årsredovisning. Information som inte offentliggjorts tidigare får därför inte stå med i årsredovisningen. I sådana fall finns det nämligen risk att intressenterna erhåller informationen vid olika tidpunkt. Om bolaget under upprättandet av årsredovisningen vill inkludera icke offentliggjord information måste denna information offentliggöras i ett pressmeddelande omedelbart efter det att den fastställts.

Köpenhamn Fondbörs

Den danska regeln är i sig mer utförlig än den svenska bestämmelsen. Efter första stycket följer fem till, där innehållet i årsredovisningen preciseras mer i detalj. I § 20 1st står det att: ”Regnskaber, der aflægges af danske börsnoterede aktieselskaber, skal til enhver tid leve op til den *højeste standard* for den kategori af virksomheder, selskabet tilhører. Regnskaberne skal følge udviklingen i *god regnskabsskik* og skal *aflægges i overensstemmelse med almindeligt anerkendte danske regnskabsvejledninger*”(min kursiv).

Likheten med den svenska regeln ligger i omnämmandet av principen ”god regnskabsskik”. Likaså anges att bolagen skall följa erkända rekommendationer. En sådan rekommendation är FSR’s regnskabsvejledninger.⁴⁵

Efter första stycket följer i stycke 2 och 3 en precisering av vad årsredovisningen skall innehålla. I 2 st står att de skall innehålla ”sammenligningstal for det foregående år” och i 3 st står att det även skall ingå ”sammenlignende hovedtal for de seneste 4 år, dvs 5 års tal i alt”. Ytterligare anges i 4 st att årsredovisningen skall innehålla en ”pengeströmsopgørelse, der viser årets pengestrømme fra henholdsvis driften, investeringsaktiviteterne og finansieringsaktiviteterne”. Syftet med dessa efterföljande stycken är att försäkra sig om att bolagens årsredovisning verkligen lever upp till den ”højeste standard”.⁴⁶

I likhet med Stockholms punkt 8, skall bolaget upplysa om årsredovisningen är avlagd i enlighet med 1 st, det vill säga om den överensstämmer med erkända danska redovisningsrekommendationer. Detta stadgas i 5 st. Det danska organet FSR:s (Foreningen af Statsautoriserede revisorer) redovisningsrekommendationer utgör en självklar del av allmänt erkända redovisningsrekommendationer. Liksom det svenska Redovisningsrådet, låter FSR sig inspireras av IAS som står för International Accounting Standards. Det är dock bara om bolaget avviker från ovan redogjorda st 2-4, som börsen kräver att denna avvikelse skall motiveras (jfr 5 st 2 men). Skillnaden mot Stockholms regel är således att det inte är avvikelse från allmänna rekommendationer som skall motiveras, utan endast från stycke 2-4.

⁴⁵ FSR står för Foreningen af Statsautoriserede Revisorer.

⁴⁶ Andersen, Introduktion till börsret, s 173.

Köpenhamn Fondbörs ger inte ett så tydligt budskap om att årsredovisningen inte får innehålla ny information som Stockholm gör. I bilaga A angående bokslutkommunikén anges att den skall vara så ”fyldestgörande, at årsregnskabet ikke tilfører markedet ny vaesentlig information, som kan antages få betydning for kursdannelsen”.

Oslo Fondbörs

Oslos bestämmelse i detta avseende lyder: ” Selskap med börsnoterte aksjer skal avlegge årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i denne forskrift”. Paragraf 6-1.

Med ”regnskapslovgivning” menas att rapporterna skall utarbetas efter norsk räkenskapstandard, det vill säga norska GAAP.⁴⁷

I själva börsregeln finns inget omnämnande som motsvarar ”god redovisningssed”. De norska börsbolagen lyder emellertid under den norska regnskapslovgivningen där detta krav ställs.⁴⁸

Avvikelser från ovanstående regler kan göras endast om tillstånd för detta har erhållits av Fondbörsen enligt § 6-6.

Vad gäller ny kurspåverkande information i årsredovisningen anges inget om detta.

2.9 Årsredovisning och förvaltningsberättelse

Stockholm Fondbörs

Regel 9 i Noteringsavtalet stadgar att ”Styrelsen skall i ett särskilt avsnitt i årsredovisningens förvaltningsberättelse lämna en redogörelse för styrelsearbetet under året. Av årsredovisningen skall för varje styrelseledamot framgå hur länge denne ingått i bolagets styrelse, dennes huvudsysselsättning och övriga väsentliga styrelseuppdrag”.

Syftet bakom denna regel är att aktieägarna på ett smidigt sätt skall kunna värdera styrelsens insatser under året som gått. Genom att sammanfatta detta i årsredovisningen säkras att denna information kommer varje aktieägare till del.

Som ett led i aktieägarnas värdering av styrelsens arbete ingår att uppskatta hur väl kvalificerade ledamöterna är för uppdraget. Därför skall bolaget uppfylla kraven i bestämmelsens andra mening. Enligt Fondbörsens kommentar kan det även vara önskvärt att andra uppgifter lyfts fram såsom om ledamöterna innehar större aktieinnehav i företaget eller i ett annat bolag som företaget har affärsförbindelser med.

Köpenhamn Fondbörs

⁴⁷ K Bergo, A a s 159.

⁴⁸ Regnskapslovgivningen, § 2-1.

I Köpenhamns börsregler finns ingen regel som motsvarar den svenska. Däremot är det lagstadgat i Regnskabslovgivningen § 56, st 3 att aktiebolag skall redogöra för styrelse- och direktionsmedlemmarnas ersättning och därmed även hur mycket de erhåller från andra bolag där de har ledande poster.⁴⁹ Det får därför förmodas att just dessa upplysningar ändå finns med i årsredovisningen även hos danska bolag. Det är dock inte ett krav som själva fondbörsen ställer.

De danska börsreglerna är alltså på detta område inte lika långtgående som de svenska.

Oslo Fondbörs

Kartläggningen visar inte någon norsk regel som motsvarar den svenska.

2.10 Redovisning av befattningshavares förmåner

Punkt 10 tar upp ledande befattningshavares förmåner skall framgå av årsredovisningen. Det görs en hänvisning till en av Näringslivets Börskommittés rekommendationer som ingår i Noteringsavtalet. Denna punkt tas inte upp i uppsatsen eftersom det ligger utanför syftet att gå in på en dylik rekommendation.

2.11 Bokslutskommuniké

Stockholm Fondbörs

Enligt punkt 11 skall bolaget, sedan bolagets styrelse godkänt årsbokslutet, ”omedelbart offentliggöra en bokslutskommuniké som skall innehålla det väsentliga från den kommande årsredovisningen”.

I kommentaren poängteras att om bolaget publicerar en tryckt version av bokslutskommunikén får denna inte innehålla ny kurspåverkande information som inte tidigare meddelats i kommunikén. Det föreligger däremot inget hinder mot att komplettera den tryckta versionen med annan mer allmän information om bolaget och dess verksamhet.

Vad bokslutskommunikén *alltid* skall innehålla preciseras utförligt i de efterföljande 11 punkterna a-k. Det läggs med andra ord stor vikt vid att bokslutskommunikén blir rättvisande och till nytta för investerare och aktieägare.

Den första **punkten a)** tar upp att det i kommunikén skall ingå en ”resultaträkning i sammandrag för räkenskapsåret med jämförelsesiffror för föregående årOm det förekommer extraordinära poster skall dessa särredovisas”.

⁴⁹ Werlauff, Börsret, s 266.

Fondbörsen påpekar i kommentaren att sammandraget inte bör vara allför kortfattat. Anledningen är att det då kan finnas risk för att det i årsredovisningen kan komma att presenteras ny kurspåverkande information, vilket inte är tillåtet enligt punkt 8.

Nästföljande **punkt b)** stadgar att bokslutskommunikén skall innehålla ”nettoresultatet per aktie”. Företaget skall även visa hur det räknat fram detta nyckeltal. Det medges dock undantag genom att ”resultatet per aktie kan ersättas av annan information som med hänsyn till förhållandena i branschen eller dylikt kan anses ge ett bättre underlag för värderingen av aktien”.

Punkt c) anger att ”balansräkning i sammandrag för bokslutstidpunkten med jämförelsetal för föregående år” skall medtagas i bokslutskommunikén.

Årsredovisningslagens huvudrubriker är här ett minimikrav. Det anges uttryckligen att goodwill, liksom vissa andra tillgångsposter av speciellt intresse, dock bör särredovisas.

Enligt **punkt d)** skall ”finansieringsanalys i sammandrag för perioden med jämförelsesiffror för föregående år” tas med.

Detta innebär att finansieringsanalysen i vart fall bör innehålla information om kassaflödet från den löpande verksamheten, investeringsverksamheten och finansieringsverksamheten.

Bokslutskommunikén skall även, enligt **punkt e)**, innehålla ”omsättning och/eller resultat per verksamhetsgren i den mån detta presenteras i årsredovisningen”.

Anledningen är att detta är kurspåverkande information och att den därför inte kan presenteras första gången i årsredovisningen.

Enligt **punkt f)** skall bolaget ge ”förklaringar till utvecklingen av resultat och ställning, bl a effekten av väsentliga engångshändelser”.

Uppfyllelse av denna punkt är viktig för aktiemarknaden då förklaringarna till viss del kan ligga till grund för upprättandet av prognoser.

Bolaget skall, enligt **punkt g)**, ange ”uppgift om storleken av gjorda investeringar”.

Enligt **punkt i)** skall bokslutskommunikén även innehålla ”uppgift om när årsredovisningen beräknas bli publicerad”.

Punkt j) sammanhänger med punkt i) då den stadgar att bolaget även skall ange ”var årsredovisningen/koncernredovisningen kommer att hållas tillgänglig för allmänheten”.

Slutligen skall bolaget enligt **punkt k)** i kommunikén ange ”planerad dag för bolagsstämma”.

Helst skall bolaget då även ange klockslag och ort eller plats för stämman. Syftet är att aktieägarna skall få tid att förbereda sig.

Köpenhamn Fondbörs

Hos Köpenhamn Fondbörs finns en motsvarande regel i § 23. Där sägs: ”Umiddelbart efter afholdelsen af det bestyrelsesmøde, hvor årsregnskabet behandles, skal selskaberne offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse, der skal fremtraede som en kort udgave af årsregnskabet”.

I bestämmelsens st 3 hänvisas till bilaga A för information om närmare bestämmelser för bokslutskommunikéns innehåll och utformning. Köpenhamn Fondbörs har alltså upprättat en hel bilaga på tre sidor som motsvarar de ovan nämnda 11 punkterna. I början av denna bilaga anges att kommunikén skall vara som en mindre utgåva av årsredovisningen, innehålla bland annat årsberättelse, årsräkenskaper, revisors underskrift och annan information. Av formuleringen att döma bör därför revisorernas eventuella anmärkningar komma fram här. Köpenhamns önskan om innehåll i en bokslutskommuniké skiljer sig dock något från Stockholms. Enligt denna bilaga skall bokslutskommunikén innehålla:

- 1) ”Opstilling af hovedtal fra regnskabet og eventuelt nøgletal med tilhørende sammenligningstal”.

Huvudtalen skall sträcka sig fyra år bakåt i tiden. De skall ställas upp på ett strukturerat sätt i överblickbar form.

- 2) ”Kommentarer til regnskabet for det forløbne år”.

Denna punkt kan jämföras med Stockholms punkt 11 f), men den danska kommentaren till punkten är något annorlunda än den svenska. Den tar upp att det skall ges upplysningar om årets resultat i relation till tidigare offentliggjorda förväntningar och även orsaken till en eventuell avvikelse. Vidare skall det här anges om bolaget använt sig av samma redovisningsprinciper som föregående år.

- 3) ”Fremtidsudsigter”

Under denna punkt vill börsen att bolaget skall ge ett *sammandrag* av de upplysningar om verksamhetens framtidsutsikter som finns i årsredovisningen. Detta gäller betydelsefulla händelser som inträffar efter räkenskapsårets utgång och uppgifter om bolagets förväntade utveckling. (Min kursiv).

- 4) ”Bestyrelsebeslutninger og forslag til generalforsamlingen m. v.”

Denna punkt syftar på *väsentliga* styrelsebeslut. Det ges en rad exempel på sådana väsentliga beslut i kommentaren. (Min kursiv)

- 4) ”Årsregnskabet”

Denna punkt motsvarar Stockholms punkt i. Det är nämligen meningen, enligt punkt 4), att bolaget skall informera om när den tryckta årsredovisningen förväntas vara färdig.

- 5) ”Bilaga”

Som bilaga till bokslutskommunikén skall resultaträkning, balansräkning och finansieringsanalys bifogas (eventuellt i förkortad version) samt information om det egna kapitalets utveckling. Föregående års siffror skall tas med.

Detta är en ungefärlig motsvarighet till Stockholms punkter a), c) och d).

Oslo Fondbörs

Bland Oslos regler finns ingen som enbart behandlar bolagets bokslutskommuniké. I § 6-1 2 st står det att ”Delårsrapport skal utarbeides for hvert av regnskapsårets fire kvartaler. Delårsrapport for regnskapsårets siste kvartal utgör også foreløpige årsregnskap”.

Därmed är fastslaget att en bokslutskommuniké skall ges ut och att samma regler som gäller för delårsrapport även gäller för bokslutskommuniké.

I § 6-3 anges att ”Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret”. Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i § 23-2.” Offentliggörande enligt § 23-2 innebär att informationen läggs ut i börsens informationssystem.

I § 6-5 regleras vad som skall ingå i bokslutskommunikén. Till att börja med skall det ”for hver post i resultatregnskapet skal det i årsregnskapet og foreløpig årsregnskap vises tilsvarende tall fra de siste to foregående årsregnskap. For hver post i balansen skal det vises tilsvarende tall fra foregående årsregnskap”. Den första meningen är jämförbar med Stockholms punkt 11 a) med den skillnaden att Stockholm endast ställer krav på ett års tillbakablick. Den andra meningen är jämförbar med 11 b). Oslo Fondbörs påpekar att siffrorna kan behöva omarbetas för att bli jämförbara, vilket ligger i sakens natur och också genomsyrar Stockholms specificering om vad som skall ingå i bokslutskommunikén. Något förvirrande i sammanhanget är att i detta stycke behandlas bokslutskommunikén helt plötsligt tillsammans med årsredovisningen istället för med delårsrapporten.

Fler likheter finns alltså inte med Stockholms Noteringsavtal punkt 11 a)-k).

2.12 Offentliggörande av bokslutskommuniké

Stockholm Fondbörs

Punkt 12 i Noteringsavtalet lyder: ”Bokslutskommuniké skall offentliggöras senast inom två månader från utgången av räkenskapsåret”.

Denna bestämmelse måste ställas mot den föregående regeln, som anger att bolaget omedelbart skall offentliggöra en bokslutskommuniké, sedan styrelsen godkänt årsbokslutet. Två månader är alltså den absoluta tidsgränsen.

Syftet med bestämmelsen är att förebygga att bokslutsinformationen ”läcker ut”. Ju längre tid det går innan informationen offentliggörs, desto större risk är det för läckage. Fondbörsen menar dock att egentligen är en månad en lämpligare tidsrymd, på grund av att utvecklingen gått mot att bolagen flyttar fram sina rapporttidpunkter.

Rapporten kan offentliggöras tidigare, men bolaget bör tänka på journalisters och analytikers arbete. Om det således, i ett tidigt skede av bokslutsprocessen, märker att kommunikén kan offentliggöras tidigare skall det avisera en ny dag för offentliggörande. Det allra bästa är om bolaget har så bra planering att rapporten kan offentliggöras på utsatt tid.

En preliminär bokslutskommuniké kan övervägas om det under bokslutsarbetet framkommer att resultatet i inte oväsentlig grad kommer att avvika från vad som informerats av bolaget tidigare och från vad marknaden därför har anledning att förvänta sig. En sådan ”vinstvarning” ges alltså i undantagsfall.

Köpenhamn Fondbörs

Paragraf 23 st 5 anger att ”offentliggörelse af årsregnskabsmeddelelsen skal ske senest 3 måneder efter regnskabsårets afslutning”.

Även här är det meningsfullt att se till paragrafens första stycke, som i likhet med Stockholm, stadgar att bokslutskommunikén egentligen skall offentliggöras omedelbart efter styrelsemötet där bokslutet behandlas.

I Köpenhamn ges alltså en något längre tidsfrist för bolagen.

Det kan påpekas att det råder skillnad mellan Köpenhamns och Stockholms regler för hur offentliggörande skall ske (se ovan avsnitt 4.4).

Oslo Fondbörs

I § 6-2 2st står det att ”Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal vedtas av selskapets styre inne to måneder etter periodens utløp”. Alltså inom samma tidsfrist som Stockholm anger.

2.13 Ändring i bokslutet – påverkan på bokslutskommunikén.

Stockholm Fondbörs

I punkt 13 föreskrivs: ”Ändras bokslutet så att det i icke oväsentlig grad avviker från vad som angetts i bokslutskommunikén, skall bolaget omedelbart offentliggöra förändringen”.

Detta är aktuellt då bokslutskommunikéns siffror exempelvis visar sig vara orealistiska. Företaget kan då korrigeras genom ett pressmeddelande. Det är en fördel om denna ändring även framgår av årsredovisningen.

Köpenhamn Fondbörs

Här finns motsvarigheten i § 23 st 4. Där står: ” Såfremt der efterfølgende ændres i årsregnskabet i forhold til den offentliggjorte årsregnskabsmeddelelse, skal meddelelse herom straks offentliggøres”.

För Köpenhamn Fondbörs räcker det med att det skett en ändring, det finns inget rekvisit som anger att det ”i icke oväsentlig grad avviker” (jfr Stockholm).

Oslo Fondbörs

Hos Oslobörsen finns ingen paragraf som behandlar en avvikelse ”i icke oväsentlig grad”.

2.14 Delårsrapport

Stockholm Fondbörs

Delårsrapport skall, enligt punkt 14, ”lämnas kvartalsvis och senast inom två månader från kvartalets utgång”. Vad gäller innehåll och upprättande hänvisas till vad som gäller enligt punkt 8 och punkt 11 a)-g) om årsredovisning respektive bokslutskommuniké. Bestämmelsen fortsätter: ”Därutöver skall om möjligt anges när nästa delårsrapport eller bokslutskommuniké beräknas bli offentliggjord”.

Vad gäller tidsfristen, inom vilken delårsrapporten skall offentliggöras, gäller samma som för bokslutskommunikén, det vill säga 2 månader (men omedelbart efter det att den fastställts, vilket uttryckligen framgår av punkt 2, 2 st, se avsnitt 4.3.) Det vore alltså även i detta fall olyckligt om den finansiella informationen läckte ut. Noteringsavtalet ställer inget krav på att delårsrapporten skall beslutas av styrelsen, utan den kan lämnas av VD:n, i enlighet med undantaget i årsredovisningslagen (1995:1554) 9 kap 1 § 3 st.

Som synes är det inget absolut krav att det i delårsrapporten skall anges när nästa rapport skall offentliggöras. Fondbörsen menar dock att det underlättar för intressenter om informationen finns med i delårsrapporten. Den kan dock lämnas på annat vis, exempelvis i årsredovisningen eller i samband med övrig löpande information.

Om ett tidigare fastställt rapportdatum ändras skall detta meddelas marknaden. Av meddelandet bör det framgå att det rör sig om en ändring.

I likhet med vad som gäller för bokslutskommunikén får en tryckt version av delårsrapporten inte innehålla kurspåverkande information som inte tidigare offentliggjorts genom bokslutskommunikén.

Köpenhamn Fondbörs

I § 24 1 st står att: ”Selskaberne skal offentliggøre en delårsrapport vedrørende aktiviteten og resultatet af de første 6 måneder af hvert regnskabsår”.

I 6 st står att ”Offentliggørelse af delårsrapporten skal ske senest 2 måneder efter delårsperiodens udløb”.

Det absoluta kravet är alltså att det skall upprättas en delårsrapport som omfattar 6 månader. Andra stycket i samma paragraf fortsätter sedan: ” Det anbefales, at selskaberne tillige offentliggør en delårsrapport vedrørende aktiviteten og resultatet af de første henholdsvis 3 og 9 måneder af hvert regnskabsår”.

Avvikelsen från Stockholms regler består alltså i att det absoluta kravet inte gäller en delårsrapport som ges ut kvartalsvis, utan i stället halvårsrapport. Det är dock ett önskemål om att bolaget upprättar kvartalsvisa rapporter.

I kommentaren till paragrafen går att läsa att vad gäller det andra stycket i paragrafen, så skall detta förstås så att Köpenhamn Fondbörs har inställningen att det internationellt anses vara bäst praxis att bolaget ger ut kvartalsrapporter. Detta understryks av att Fondbörsen i bilaga B, 4st skriver att ”rapporten skal omhandle aktiviteten i og resultatet af de første henholdsvis 3,6 og 9 måneder af hvert regnskabsår”. Detta ger, enligt Fondbörsen, den konsekvensen att om bolaget inte upprättar kvartalsrapporter, så skall detta uttryckligen anges i bokslutskommunikén. Om bolaget emellertid upprättar en kvartalsrapport, gäller samma regler angående innehåll och tidsfrist (2 månader) som vid offentliggörande av en halvårsrapport.

Det kan därför antagas att Köpenhamn Fondbörs i praktiken ställer krav på kvartalsrapporter, på grund av att det oftast är till bolagets fördel att framstå som skötsamt inför marknaden.

Vidare kan det påpekas att det i bilaga B utförligt anges vad som skall ingå i en delårsrapport. Innehållsmässigt gäller dock ungefär samma som för bokslutskommunikén. En hänvisning till denna kanske därför hade gått lika bra, men å andra sidan, om delårsrapporten ändå tas upp i en egen bilaga kan det lika gärna göras ordentligt. Det kan hända att det blir enklare att tillämpa på detta sätt. Detta kan jämföras med att Stockholm hänvisar till punkt 8 och Punkt 11 a) – g).

Det finns inget önskemål om att bolaget bör meddela när nästa delårsrapport offentliggörs. Däremot finns det krav på, både i § 24 st 4 och i bilaga B att ”Selskaberne skal senest 7 børsdage før den pågældene uges begyndelse meddele, i hvilken uge, gerne med angivelse af dato, der forventes at ske offentliggørelse af delårsrapporten”.

Hos Köpenhamn Fondbörs står det ingenstans uttryckligen att delårsrapporten skall offentliggöras omedelbart efter det att den fastställts.

Oslo Fondbörs

I § 6-1 2 st står att ”Delårsrapporter skal utarbeides for hvert av regnskapsårets fire kvartaler”. § 6-2 2 st fortsätter: ” Delårsrapporter... skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp”.

I Norge gäller alltså samma regler som i Sverige, nämligen att delårsrapporten omfattar tre månader och att tidsfristen är två månader.

Vad gäller innehållet i delårsrapporten skiljer det sig något mot de krav det ställs på bokslutskommunikén. Enligt § 6-5 2 st skall en delårsrapport ”vise sammenlignbare resultat- og balansetall for samme delårsperiode foregående år. Det skal i tillegg vises resultat- og balansetall for samme tidsrom i foregående år, samt sammenlignbare resultat- og balansetall for det siste året forut for regnskapsåret”. Första meningen i detta stycke motsvarar på ett ungefär Stockholms punkt 11 a) och c) genom att resultatsiffror samt jämförelsesiffror från föregående år skall visas. Däremot saknas att delårsrapporten skall innehålla balansräkning i sammandrag för perioden, såsom stadgas i punkt 11 c)

Vidare menar Oslo Börs att ”Delårsrapporter skal inneholde opplysninger om driftsinntekter og driftsresultat fordelt på virksomhetsområder for delårsperioden, hittil i regnskapsåret og for de samme perioder for foregående år. Tallene skal om nødvendig omarbeides for å bli sammenlignbare”. Detta stycke finner sin motsvarighet i punkt 11 e).

I 4 st fortsätter Oslobörsen med att ”Delårsrapporten skal inneholde opplysninger som er av vesentlig betydning for en vurdering av selskapets økonomiske situasjon. Selskapet skal opplyse om alle saerlige faktorer som har haft innvirkning på virksomheten og resultatene i den aktuelle periode, herunder sesongsvingninger og hvilken effekt disse har på delårsresultatet”. 4 st kan jämföras med Stockholms punkt 11 f).

Vad gäller nettoresultat per aktie (b), finansieringsanalys (d) samt gjorda investeringar (g), saknar Oslos regelverk dessa krav på delårsrapportens innehåll. Likaså balansräkning i sammandrag som det krävs enligt Stockholms punkt 11 c).

2.15 Delårsrapport och revisorer.

Stockholm Fondbörs

I punkt 15 kan man läsa ”Av delårsrapport skall framgå huruvida bolagets revisorer gjort en översiktlig granskning av rapporten”.

I kommentaren upplyses om att det inte är något krav att delårsrapporten skall vara granskad, men är så fallet, skall detta framgå av rapporten. Fondbörsen påminner även om att den fullständiga granskningsrapporten, enligt Finansinspektionens föreskrifter, skall bifogas om det är så att bolagets revisorer utfört revision. Detta är ett krav som även ställs i direktiv 82/121/ EEG, art 8.

Köpenhamn Fondbörs

Motsvarigheten i Danmark står att finna i bilaga B 8 st. ”Hvis de regnskabsmæssige oplysninger er revideret af selskabets statsautoriserede revisorer, gengives revisors påtegning ubeskåret”.

Danmark är således något tydligare genom att Fondbörsen här har med kravet på att den fullständiga granskningsrapporten skall bifogas redan i själva bestämmelsen. Stockholm påtalar detta först i sin kommentar.

Oslo Fondbörs

På Oslobörsen behandlas delårsrapport och tillhörande revision i samband med paragraf 6-3 angående offentliggörande av delårsrapporter. I paragrafen står: ”...Er det avgitt revisjonsberetning eller uttalelse om begrenset revisjon til delårsrapport, skal denne meddeles börsen så snart den foreligger”.

2.16 Prognoser

Stockholms nästa punkt handlar om prognoser. I punkt 16 står att ”prognos avseende resultat och/eller omsättning som bolaget upprättar för offentliggörande, skall offentliggöras omedelbart efter det att prognosen fastställts.

Finner bolag som offentliggjort sådan prognos att förutsättningarna ändrats så att utfallet i inte oväsentlig grad kan beräknas avvika från prognosen skall bolaget omedelbart offentliggöra detta”.

I kommentaren understryks sedan att det är frivilligt att avge prognos. Har bolaget väl avgivit sådan har det dock tagit på sig ett ansvar. Detta kan utläsas av bestämmelsens andra stycke. Likaså gäller att om bolaget väl upprättat en prognos så ställer Fondbörsen vissa krav på denna. Exempelvis skall det framgå vilket resultatmått bolaget använder, det vill säga om det är före eller efter skatt, om realisationsvinster eller realisationsförluster ingår. Det bör även framgå vilka förutsättningar som ligger till grund för prognosen, exempelvis valutakursförändringar.

Vad gäller offentliggörande gäller som vanligt att informationen ges aktiemarknaden via ett pressmeddelande. Även här är det alltså viktigt att alla aktörer meddelas samtidigt.

Köpenhamn Fondbörs

På Köpenhamn Fondbörs finns ingen egentlig motsvarighet till punkt 16. Det som mest liknar en prognos, i Stockholms noteringsavtals mening, är § 25 som tar upp förväntad utveckling. Detta

hör dock samman med bolagets redovisning. Även den svenska lagen har en motsvarande regel.⁵⁰ Jag tar ändå upp dessa danska regler nu, då de till sin utformning påminner om den svenska regeln om prognoser.

I § 25 anges nämligen att ” *Regnskaber og regnskabsmeddelelser fra et børsnoteret selskab skal indeholde oplysninger om ledelsens forventninger til selskabets økonomiske udvikling for indevaerende regnskabsår. Disse meddelelser skal indeholde oplysninger om forventninger til niveauet for aktivitet og resultat*” (Min kursiv).

Här är det alltså inte fråga om en fristående prognos, utan denna rapport om förväntad utveckling skall ingå i redovisningen och bokslutskommunikén. Bestämmelsen är en följd av Foreningen af Statsautoriserede Revisorer's Regnskabsvejledning nr 12. Bolaget ges heller inget val om det skall upprätta prognosen eller inte, utan denna skall ingå.

I nästföljande paragraf 26 finns bestämmelsen som behandlar väsentliga förändringar. Där sägs att ” Intraeder der vaesentlige aendringer i den forventede udvikling i forhold til det allerede offentliggjorte, skal dette straks meddeles Københavns Fondsbørs. Denne forpligtelse indtraeder, selv om det ikke på det pågældende tidspunkt er muligt at fastslå det forventede resultat praesist”.

Samma sak gäller alltså som för noterade bolag på Stockholm Fondbörs.

Efter detta följer en tredje paragraf som också har en motsvarighet i det svenska noteringsavtalets kommentar till punkt 16. § 27 stadgar att ” Når selskaber omtaler deres forventede udvikling skal der oplyses om de eventuelle saerlige forudsætninger, som selskabet har lagt til grund herfor. Den danske regelen går dock något längre då den fortsätter ”Hvis der er saerligt usikre faktorer, eller faktorer over for hvilke det forventede resultat er saerligt følsomt, skal der redegøres herfor”.

Oslo Fondbörs

I Oslos börsregler finns ingen paragraf om prognoser.

2.17 Bolagsstämma

I punkt 17 står att ”Kallelse till bolagsstämma skall offentliggöras i samband med utfärdandet”. Enligt ovan nämnda regler menas med offentliggörande att bolaget ger informationen i ett pressmeddelande. Detta är något märkligt i och med att det i punkt 3 uttryckligen står att offentliggörande betyder att informationen skall spridas genom en etablerad nyhetsbyrå samt minst tre rikstäckande dagstidningar. Dessutom skall den samtidigt lämnas till börsen. (se ovan avsnitt 2.3).

⁵⁰ Årsredovisningslag (1995:1554), kap 6 § st 2 p 3.

Kravet på offentliggörande gäller även om kallelsen går ut med post till aktieägarna och/eller annonsera. Vad som skall ingå i kallelsen regleras i ABL.⁵¹

Köpenhamn Fondbörs

I § 4 regleras kallelse till bolagsstämma. ”Når der er truffet beslutning om afholdelse af generalforsamling, skal dette straks meddeles Københavns Fondsbørs”, vilket bör vara samma sak som att offentliggörande anses ha skett (se ovan avsnitt 2.3).

Andra stycket fortsätter: ”Senest ved indkaldelsen skal kopi af denne med samtlige forslag sendes til Københavns Fondsbørs”. I stycke 3 anges att: ”Indkaldelse til generalforsamlingen med angivelse af dagsordenen skal tillige indrykkes i Statstidende samt i et landsdaekkende dagblad”.

Bestämmelsen är lik Stockholms. Skillnaden ligger i att, som redogjorts ovan, offentliggörande på Köpenhamn Fondbörs sker genom meddelande till börsen (se ovan avsnitt 2.3), men i och med det tredje stycket går Köpenhamn Fondbörs här något längre än vanligt i sitt krav på offentliggörande. En ytterligare skillnad är att tidpunkten för offentliggörande här ligger något tidigare än i Stockholm. Redan då bolaget beslutat om stämmans hållande skall detta meddelas fondbörsen.

Oslo Fondbörs

I § 4-1 regleras kallelse till bolagsstämma. Paragrafen inleds med ett formkrav. Det står att: ”Selskapets generalforsamling skal innkalles ved skriftlig henvendelse til alle aksjeeiere med kjent adresse. Innkallingen med samtlige vedlegg skal senest samtidig sendes börsen. Innkalling til generalforsamling skal så snart som praktisk mulig efter utsendelse annonseres i minst en riksdekkende avis”. Offentliggörande enligt Oslo Fondbörs sker genom att börsen mottagit information och spridit den i sitt system. I den norska paragrafen nämns varken offentliggörande eller att börsen skall sprida informationen. Även om börsen inte har för avsikt att själv sprida denna kallelse, når den i alla fall i viss mån allmänheten genom att den dels skall sändas till aktieägarna, dels skall annonseras i en rikstäckande tidning. Detta är dock inte tillräckligt för att uppfylla Stockholms krav på offentliggörande – i alla fall inte så som det är utformat i punkt 3 (observera kravet på minst 3 rikstäckande tidningar och en etablerad nyhetsbyrå, samt information till fondbörsen).

2.18 Offentliggörande av beslut fattade under bolagsstämman.

I punkt 18 står det att ”Bolaget skall i kommuniké från bolagsstämman omedelbart offentliggöra beslut om utdelning, förändring av styrelse och/ eller revisorer eller annan information som är av inte oväsentlig betydelse för aktiemarknaden”.

⁵¹ Aktiebolagslag (1975:1385) kap 9 § 15.

Meningen är att information som är kurspåverkande och som skall ges under stämmans hållande skall offentliggöras i ett pressmeddelande redan innan stämmans öppnande. Vad punkt 18 egentligen tar sikte på är att om det framkommer ny information under pågående bolagsstämma, som inte kunnat förutses innan, så måste bolaget ta ställning till om denna information skall offentliggöras genom ett pressmeddelande. Är informationen kurspåverkande är det naturligtvis en plikt att offentliggöra den enligt konstens alla regler. Ny information bör i alla fall redogöras i stämmokommunikén då stämman är avslutad. Klart och tydligt är i alla fall att en stämmokommuniké alltid skall upprättas, även om fattade beslut inte skiljer sig från det tidigare offentliggjorda förslaget.

Köpenhamn Fondbörs

Här är § 5 aktuell där det står: ” Senest børsdagen efter generalforsamlingens afholdelse skal der offentliggøres en meddelelse om forløbet heraf, indeholdende oplysning om trufne beslutninger”. Paragrafen fortsätter med ett andra stycke: ” Fremkommer der på generalforsamlingen vaesentlige oplysninger, som icke i forvejen er offentliggjort, skal der straks gives Københavns Fondsbørs meddelelse herom”.

Skillnaden är att för sådan information som inte kan kallas väsentlig, ges en viss tidsfrist jämfört med Stockholms regel. ”Omedelbart” enligt Noteringsavtalet betyder ”i direkt anslutning” (se ovan avsnitt 2.2).

Oslo Fondbörs

I § 4-4 anges att ”Generalforsamlingsprotokollen skal umiddelbart etter at den er underskrevet sendes børsen”.

I denna formulering ingår krav på offentliggörande, enligt Oslos regler (se ovan avsnitt 2.3), och att fondbörsen verkligen får information om vad som avhandlats under stämman. Liksom på Stockholmsbörsen gäller krav på omedelbarhet.

2.19 Emissioner.

Punkt 19 i Noteringsavtalet stadgar: ” Har styrelsen eller bolagsstämman i bolaget fattat beslut om emission av fondpapper eller har styrelsen beslutat föreslå stämman sådant beslut, skall bolaget omedelbart offentliggöra beslutet, skälen för emissionen, de huvudsakliga emissionsvillkoren samt till vem eller vilka emissionen riktas”.

Samma skyldighet gäller i fråga om sådant beslut av bolagsstämma i bolaget som avses i 5 § lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.

Emissionsprospekt skall lämnas till börserna samtidigt med att det lämnas för distribution eller hålls tillgängligt hos de institut där teckning sker”:

Förutom de i punkten uttryckligen nämnda fallen skall även förslag från styrelsen till bolagsstämman om att ge styrelsen bemyndigande att emittera fondpapper liksom stämmobeslut om detta offentliggöras.⁵² Vidare skall styrelsen offentliggöra eventuellt beslut att utnyttja bemyndigandet eller inte.

Stockholm Fondbörs menar vidare i sin kommentar att beslut om riktad nyemission bör tas av bolagsstämman och inte av styrelsen. Angående denna fråga finns en rekommendation från NBK (1986) om riktade emissioner. Denna rekommendation är inte en del av noteringsavtalet, men Fondbörsen tycker att denna bör följas.

Fondbörsen tar även upp vad som gäller enligt den sk Leolagen⁵³, enligt vilken beslut om riktad emission i dotterbolag till vissa närstående skall godkännas av det noterade moderbolagets stämma. Vidare hänvisas till viss komplettering av denna lag som finns i bilaga 2, punkt 2 i noteringsavtalet.

Om ett prospekt som ges ut i samband med emissionen innehåller ny kurspåverkande information, skall denna information offentliggöras i ett pressmeddelande omedelbart efter det att den fastställts och *innan* prospektet trycks och distribueras.

Stockholm Fondbörs lägger relativt stor vikt vid att uttömmande reglera informationstillfällena vid emissioner. Syftet är sannolikt att som i ovan angivna punkter förhindra läckage och fördelar för endast vissa personer på aktiemarknaden.

Köpenhamn Fondbörs

På den danska börserna finns ingen motsvarande regel som uteslutande handlar om emission. När ett bolag genomför en emission (nyemission eller fondemission) ändrar det just aktiekapitalet. Det får därför sägas att § 18 tar sikte på emissioner såsom punkt 19 i det svenska Noteringsavtalet.

Däremot finns det en regel med rubriken ”kapitalforhold”. Paragraf 18 1 st 1 men lyder således: ”Samtlige beslutninger om ændringer i udsteders aktiekapital – eller forslag hertil – skal straks meddeles Københavns Fondsbørs”.

Tredje stycket fortsätter ” Forslag til udvidelse af selskabets kapital skal angive, hvorvidt der tillægges aktionærer eller andre en fortegningsret, eller om forhøjelsen udbydes i fri tegning til offentligheden”, hvilket nærmest motsvarar Stockholms krav på redogörelse för emissionsvillkoren samt till vem eller vilka emissionen riktas.

Enligt 4 st skall ”meddelelsen til Københavns Fondsbørs...mindst oplyse om:

- størrelsen af den planlagte kapitalforhøjelse

⁵² Om sådant bemyndigande se Aktibolagslagen (1975:1385) kap 5 § 9.

⁵³ Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m.

- hvorvidt der er tale om en udvidelse med eller uden fortegningsret for de hidtidige aktionærer, samt om kapitalforhøjelsen er rettet til bestemte personer eller offentligheden
- tegningsforhold
- tegningskurs
- tidspunkt for kapitaludvidelsens gennemførelse

I 4 st ges minimikrav på vad som skall ingå i informationen. Det enda som fattas jämfört med Stockholms motsvarande uppräknning i punkt 19 1st, är ”skälen för emissionen”. Däremot skall bolag vid Köpenhamn Fondbörs ha med storleken av emissionen, teckningskurs och tidpunkt för genomförandet.

Oslo Fondbörs

Det står även i § 5-2 st 2 1p om sådan information som alltid skall ges till börsen. I den uppmaningen ingår att bolaget skall ”ouppfordret og umiddelbart” informera om ”Förslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan, om udbytte, fusjon, fisjon, forhøjelse eller nedsettelse av aksjekapitalen. Det samme gjelder forslag og beslutning om utstedelse av tegningsretter, opptak av lån med rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet, samt opptak av ansvarlig lånekapital”.

Regeln är således inte tillnärmelsevis lika detaljerad som Stockholms, det vill säga vad angår informationens innehåll med mera.

2.20 Förlängt räkenskapsår

Stockholm Fondbörs

Förlängt räkenskapsår behandlas i Noteringsavtalets punkt 20. Det står att om bolaget beslutar ”förlänga räkenskapsåret skall bolaget avge delårsrapport enligt punkt 14 för den tid som motsvarar det tidigare räkenskapsåret, om börsen inte medger annat”.

Köpenhamn Fondbörs

På den danska fondbörsen finns ingen motsvarande regel.

Oslo Fondbörs

Kartläggningen visar ingen norsk regel som motsvarar den i Sverige.

2.21 Notering på annan börs.

Stockholm Fondbörs

I punkt 21 skriver fondbörsen ” Fattar bolagets styrelse beslut att ansöka om notering av bolagets fondpapper vid annan marknadsplats eller fattar den marknadsplatsen beslut med anledning av sådan ansökan från bolaget, skall bolaget omedelbart offentliggöra beslutet.

Lämnar bolaget kurspåverkande uppgift till annan marknadsplats, skall uppgiften samtidigt lämnas till börsen”.

Stockholm Fondbörs lägger i kommentaren till att om ny kurspåverkande information lämnas till utländska myndigheter skall den offentliggöras i de fall informationen blir offentlig via myndigheten.

Köpenhamn Fondbörs

I § 7 regleras motsvarande fenomen. ” Søger en udsteder sine vaerdipapirer optaget på en anden fondsbørs end Københavns Fondsbørs eller et andet organiseret marked, skal dette meddeles Københavns Fondsbørs. Det skal endvidere meddeles, om ansøgningen imødekommes eller afslås”.

Här är inte den avgörande tidpunkten då bolagets styrelse *fattar beslut* om ansökning, som hos Stockholm Fondbörs, utan i stället då ansökningen sker.

Köpenhamn Fondbörs fortsätter sedan i andra stycket. Där står:” Bliver en udsteder bekendt med, at dens vaerdipapirer noteres og handles på et andet marked, skal udstederen give meddelelse herom til Københavns Fondsbørs”.

I stycke 3 står det ytterligare att ” Udstedere, hvis vaerdipapirer tillige er optaget til notering på udenlandske fondsbørser, skal informere børsmyndighederne i de pågældende lande om de samme forhold, som skal meddeles Københavns Fondsbørs og skal informere Københavns Fondsbørs om de samme forhold, som skal meddeles de udenlandske børsmyndigheder. Informationen skal afgives samtidig til alle börser”.

Tredje stycket påminner om punkt 21 2 st. Skillnaden består i att Stockholm endast reglerar bolagets agerande utifrån sin synvinkel, det vill säga börsen kräver att ny kurspåverkande information i vart fall skall lämnas till börsen om informationen blir offentliggjord i annat land. Danmark är således något strängare på detta område, då den även reglerar information som skall lämnas på andra börser och marknader.

Oslo Fondbörs

Oslo Fondbörs har ingen bestämmelse som motsvarar punkt 21 1 st, men däremot något som påminner om punktens 2 st. I § 5-2 4 st skriver börsen: ” Opplysninger som skal meddeles til eller offentliggjøres ved andre börser hvor selskapets aksjer er notert, skal sendes börsen for

offentliggöring i henhold til § 23-2 senest samtidig med at melding sendes til annen børs eller opplysningene offentliggjøres på annen måte”.

2.22 Förändring av styrelse m.m.

Stockholm Fondbörs

Punkt 22: ” Avgång eller utseende av styrelseledamot eller suppleant vald av bolagsstämman eller revisor eller utseende eller avgång av konsernchef eller verkställande direktör skall omedelbart offentliggöras”.

Med omedelbart menas att informationen skall ges omedelbart efter bolagsstämman eller styrelsens beslut eller då VD meddelat bolaget om sin avgång. I fall då det är en ny styrelseledamot som utses bör bolaget i sitt pressmeddelande om detta ge en mer allmän bild av ledamoten. De oppgifter som bör vara med framgår av punkt 9 i noteringsavtalet (se ovan avsnitt 2.9).

Köpenhamn Fondbörs

I paragraf 6 skriver den danske fondbörsen: ” Alle ændringer i bestyrelse og direktion, væsentlige ændringer i den ledende medarbejderstab samt fratæden af revisor skal straks meddeles til Københavns Fondsbørs”.

Paragrafen är mycket lik den svenska, men enligt ordalydelsen är det endast avgång av revisor som skall meddelas och inte, som i Sverige, utseende av ny revisor.

Vad angår begreppet ”ledande medarbetare” kan detta beroende på omständigheterna bland annat ta sikte på en direktör i ett betydande dotterbolag eller ansvarig för produktionen i ett viktig segment.⁵⁴

Den avgörande tidpunkten för när informationsplikt föreligger är då beslutet har fast karaktär och att det föreligger risk för missbruk av oppgifterna (jämför ovan avsnitt 2.2).⁵⁵

Oslo Fondbörs

I § 5-2 2st 1 p, vilken berörts ovan med anledning av emission (se ovan avsnitt 2.19), anges att ”Forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan, om udbytte...” skall börsen informeras om ”oppfordret og umiddelbart” .

⁵⁴ Werlauff, Börsret, s 229.

⁵⁵ A a s 229.

I och med att paragrafen också innefattar en hel del andra beslut och förslag som börserna skall underrättas om, framträder bestämmelsen inte lika klart och tydligt som Stockholms regel.

2.23 Transaktioner med närstående.

Stockholm Fondbörs

Punkt 23 behandlar ovanstående transaktioner. I punkten står det att: ”Fattar bolaget eller dess dotterbolag beslut om affär eller annat avtal med närstående skall bolaget omedelbart offentliggöra beslutet, *om inte* affären eller avtalet är av *oväsentlig betydelse* för bedömning av bolagets behandling av sina aktieägare. Närstående definieras därvid enligt 4 § första stycket 1. –6 lagen om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m. Vad som nu sagts skall även gälla om bolaget eller dess dotterbolag och den närstående i samförstånd fattar beslut om affär med tredje part” (Min kursiv).

Syftet med regeln är att säkerställa likabehandling av aktieägarna.

Den krets av närstående som åsyftas i och med hänvisningen till Leo-lagen, utgörs av VD, styrelseledamöter eller anställda i moderbolaget eller annat koncernbolag och deras makar eller sambor och omyndiga barn liksom juridisk person över vilka någon av dessa eller några av dem tillsammans har ett *bestämmande inflytande*. Vidare menar Stockholmsbörsen att även om en stor aktieägare inte inkluderas i lagens krets av närstående så är det lämpligt att informera om transaktioner även i sådana fall (Min kursiv).

Det väsentlighetsrekvisit som ställs upp i punkt 23 är ”betydligt” lägre än till exempel offentliggörande enligt Noteringsavtalets generalklausul (se nedan avsnitt 2.25).

Köpenhamn Fondbörs

§ 19 står det att ” Transaktioner mellem naertstående parter, der ikke foretages som et led i den normale forretningsmaessige drift, skal offentliggøres straks efter indgåelsen. Offentliggørelse skal ske, selv om de pågældende transaktioner på grund af deres størrelse, karakter m.v. ikke ville kunne påvirke kursdannelsen, såfremt transaktionerne blev foretaget med tredjemand”. I andra stycket angivs det att ” I tilknytning til årsregnskabsmeddelelsen skal der gives en samlet redegørelse for årets transaktioner med naerstående parter, som er offentliggjort efter stk. 1”.

Köpenhamn Fondbörs menar, till skillnad mot Stockholm, att värderingen av bolagets värdepapper kan påverkas av transaktioner mellan närstående, även om deras ekonomiska effekt inte har någon inverkan på bolagets räkenskaper.

Kretsen av närstående är annorlunda jämfört med Leo-lagens. De danska börsreglerna rättar sig efter Regnskabsvejledningens definition på vad som menas med närstående. I denna står det att ”Personer eller virksomheder er naertstående parter, hvis den ene part har *bestemmende indflydelse* på den anden part, eller hvis begge parter er underlagt *bestemmende indflydelse* fra

den samme part. Personer eller virksomheder er endvidere naertstående parter, når den ene part har betydelig indflydelse på den anden parts driftsmaessige eller finansielle ledelse” (Min kursiv).

Bestämmelserna är lika på så sätt att de hänvisar till *bestämmande inflytande*. Leo-lagen begränsar dock sin tillämpning till att omfatta vissa givna personer. I den danska lagens fall blir det mer av en tolkningsfråga vilka som skall anses ha bestämmande inflytande över varandra. Den sista meningen får i praktiken samma konsekvenser som Stockholm Fondbörs tillägg om att transaktioner med stora aktieägare bör ingå i bolagets information. Stora aktieägare har ju i praktiken betydande inflytande på bolagets driftsmässiga och finansiella ledning, till exempel vid beslut om nyemission. Inflytandet på den driftsmässiga kommer sig av att stora aktieägarna genom styrelsen har indirekt inflytande på vd:n som står för driften av bolaget. Inflytande på den finansiella ledningen har stora aktieägarna direkt genom medbestämmande på bolagsstämman. Till sin utformning kan emellertid sägas att den svenska meningen är något tydligare än den danska. Svagheter med den svenska regeln är dock att den ej är lagstadgad, utan endast en rekommendation från Stockholm Fondbörs. På grund av att det är viktigt för börsbolagen att framstå som trovärdiga kan det tänkas att denna rekommendation följs.

I likhet med svensknoterade börsbolag skall dansknoterade en gång om året redogöra för gjorda närståendetransaktioner (jfr vad som gäller enligt Leo-lagen).

Oslo Fondbörs

Enligt § 5-2 2st skall bolaget omedelbart ge börsen information om: ”Avtaler av vesentlig betydning for selskapet som inngås mellom selskapet og annet selskap i samme konsern. Det samme gjelder avtaler mellom selskapet og personer som nevnt i § 2-3 som etter sin art eller omstendighet er av uvanlige for selskapet og/eller for vekommende person”.

Det är i § 2-3 som kretsen av närstående räknas upp. Denna är relativt vid och utgörs av:

1. ”medlem av selskapets styre, bedriftsforsamling, representantskap, kontrollkomité, selskapets revisor, daglige leder og andre ledende ansatte i selskapet,
2. ektefelle til personer som nevnt i nummer 1 eller person som vedkommende bor sammen med i ekteskapsliknende forhold,
3. mindreårige barn til personer som nevnt i nummer 1 eller 2,
4. selskap som noen som nevnt i nummer 1 eller 2, alene eller sammen med andre som der nevnt, har slik innflytelse over som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,
5. annet selskap i samme konsern, og,
6. noen som det må antas at person som nevnt i nummer 1 eller 2 har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av aksjer”.

Skillnaden mot den svenska regeln består i att den norska paragrafen räknar upp ett antal personer i den första punkten, men inkluderar inte alla anställda. I Oslos punkt 6 tas även med aktionärer som samarbetar, det vill säga när någon närstående i 1p och 2p har förpliktande samarbete med annan aktieägare. Denna sista punkt tar sikte på ett långsiktigt samarbete och inte ett sådant som endast gäller för en bolagsstämma.⁵⁶ Även denna punkt kan jämföras med Stockholms

⁵⁶ Bergo, s 99; Ot prp nr 29 (1996-97) s 71.

rekommendation om att det är lämpligt att informera om transaktioner med större aktieägare, i och med att vid ett långsiktigt samarbete kan dessa samarbetande aktieägare anses som en stor aktieägare..

2.24 Oren revisionsberättelse

Stockholm Fondbörs

I punkt 24 reglerar Fondbörsen vad som skall göras då revisorerna har anmärkningar med mera. I punkten stadgas att ”Om revisionsberättelsen innehåller anmärkning eller upplysning (som avses i 10 kap. 10 § tredje stycket aktiebolagslagen eller motsvarande i annan associationsrättslig lagstiftning) eller om revisorerna inte enhälligt tillstyrker fastställande av balansräkning och resultaträkning, styrelsens förslag till dispositioner beträffande bolagets vinst eller förlust eller ansvarsfrihet för styrelsens ledamöter och verkställande direktören, skall bolaget omedelbart efter det att revisionsberättelsen överlämnats till bolaget offentliggöra densamma”.

Köpenhamn Fondbörs

På denna fondbörs finns ingen motsvarande regel. Om inte revisorerna tillstyrker styrelsens och VD:d handlande eller om de har anmärkningar, så kommer detta till aktiemarknadens kännedom först i och med bokslutskommunikén (se ovan avsnitt 2.10)

Oslo Fondbörs

På Oslo Fondbörs finns en paragraf som motsvarar den svenska. Det är § 6-4 2 st.: ”Har revisor funnet at regnskapet ikke bør fastsettes slik det foreligger, eller i revisjonsberetningen gitt merknader, presiseringer eller tatt forbehold, skal melding om dette sendes børsen så snart revisjonsberetningen er mottatt av selskapet”.

Stockholms regel är något mer fylligt utformad, men i praktiken bör konsekvensen av revisors anmärkning eller liknande bli samma i Oslo som i Stockholm.

2.25 Uppgiftsskyldigheter i övrigt (generalklausulen)

Stockholm Fondbörs

I punkt 25 finner Stockholmsbörsen ett sätt att gardera sig mot att inte ha förutsett alla händelser i ovanstående punkter. Generalklausulen är mycket generellt utformad för att fånga upp alla de fall där det skulle vara passande att bolagen gav information även om det inte finns någon specifik regel att hänvisa till. Detta ligger i linje med hela noteringsavtalets budskap att ny kurspåverkande information skall offentliggöras omedelbart.

Generalklausulen lyder: ”Fattar bolaget i övrigt beslut eller inträffar händelser som i icke oväsentlig grad är ägnad att

- påverka den bild av bolagets eller, när bolaget är ett moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning, halvårsrapport eller annan delårsrapport eller annan uppgift om bolaget eller koncernen eller
- eljest påverka värderingen av bolagets vid börser noterade fondpapper

skall bolaget omedelbart offentliggöra saken.

Själva regeln följs av en omfattande kommentar.

Börsen menar att det alltid är upp till bolaget att avgöra vad som är kurspåverkande, men vid tveksamma fall kan det ta kontakt med Fondbörsen och få rådgivning. Det poängteras dock att det yttersta ansvaret vilar på börsbolaget.

I kommentaren ges exempel på situationer som kan göra generalklausulen tillämplig. Det är bland annat vid förvärv eller avyttring av företag eller verksamheter, större order eller investeringsbeslut och oväntade resultatförändringar.

Enbart en ovan nämnd händelse behöver inte göra generalklausulen tillämplig. Återigen är ett väsentlighetsrekvisit av betydelse. Det är nämligen en allmän förutsättning att beslutet eller händelsen har sådan effekt på bolagets ställning och framtida resultat att den är av icke oväsentlig betydelse.

En särskilt problemfylld fråga som tas upp är hur bolaget skall agera ur informationssynvinkel vid företagsförvärv eller –avyttringar. Vid sådana förhandlingar är det oftast en nackdel om informationen offentliggörs på ett alltför tidigt stadium. Ju längre förhandlingarna är gångna, ju mer ökar risken för att information läcker ut och därmed att insideraffärer kan göras. Det är dessutom ett bolags ansvar att se till att information om förhandlingarna inte läcker ut. Börsen föreslår därför att de förhandlande bolagen kan komma överens om att informera stegvis.

Bolaget ges tillfälle att i tveksamma fall rådgöra med Fondbörsen för att få klarhet i när information bör offentliggöras. Stockholm Fondbörs har utarbetat rutiner för att övervaka utvecklingen av handeln och aktiekursen för att upptäcka ett informationsläckage. Om ett informationsläckage uppstår kommer handeln med bolagets aktier att stoppas. I sådana fall måste bolaget snabbt kunna informera marknaden om förhandlingarna för att handelsstoppet så fort som möjligt skall kunna hävas.

Den information som skall offentliggöras skall vara relevant. Detta följer redan av punkt 4 i Noteringsavtalet (se ovan avsnitt 4.5). Den skall ge så bra underlag för aktiemarknadens vinstprognoser som möjligt och bör därför innehålla beslutets, avtalets eller händelsens förväntade effekt på bolagets resultat och ställning.

Det görs skillnad på större och mindre företagsaffärer. Vid större förvärv finns det information som alltid bör ingå i ett offentliggörande. Det är bland annat motiv för affären, information om det köpta bolaget, köpeskilling och betalningsform och tidplan för slutförande av affären. Det bör

till och med anges om en affär om köp eller försäljning har obetydlig effekt på resultat och ställning.

Fondbörsen tar även upp frågan om hur informationen skall skötas om bolaget hamnar i ekonomiska svårigheter. I dessa situationer är det inte längre bolaget som har kontroll över vad som händer med det, men det har fortfarande ansvaret för att informera aktiemarknaden. För att kunna göra detta på ett meningsfullt sätt, måste bolaget hålla sig underrättad om kreditgivningens utveckling. Fondbörsen kräver att i sådana här fall hållas informerad löpande.

Köpenhamn Fondbörs

Köpenhamn Fondbörs har ingen bestämmelse som uttryckligen kallas ”Generalklausul”. Den paragraf som närmast kan jämföras med Generalklausulen är § 3. Första stycket i denna paragraf har redan varit relevant i jämförelsen med Stockholms punkt 1 (se ovan avsnitt 2.1). I detta avsnitt är det snarare andra stycket i § 3 som är av intresse. Den tar, liksom generalklausulen, sikte på att situationen ändras efter det att bolaget offentliggjort uppgifter, det vill säga att omständigheter föreligger som kan påverka investerarnas bedömning av bolaget. En annan anledning till att det ter sig naturligt att ta upp den danska § 3 i detta sammanhang, är att den väl motsvarar Stockholms första punkt och att Stockholm Fondbörs i sin kommentar till första punkten hänvisar till att Generalklausulen kan vara relevant i de fall då det är svårt att i förväg veta om beslut eller händelser är kurspåverkande. Första punkten och Generalklausulen hänger därför samman.

Andra stycket stadgar ”Hvis en udsteder har offentliggjort oplysninger i medfør af stk. 1, og der efterfølgende sker *vaesentlige* ændringer i forhold til det offentliggjorte, skal dette straks meddeles til Københavns Fondsbørs” (Min kursiv).

Ett av rekvisiten i Generalklausulen är att beslutet eller händelsen påverkar värderingen av bolagets vid börsen noterade fondpapper. Det skall dock kommas ihåg att det andra stycket i paragraf 3 hänger samman med det första stycket som handlar om att bolaget skall offentliggöra information som kan få betydelse för kurssättningen på bolagets aktier (se ovan avsnitt 4.2). Det antas därför att inbegripet i de väsentliga ändringar som den danska regeln anger är risken att de skall påverka kursen på bolagets aktier.

De exempel som ges i den danska kommentaren på händelser som kan påverka kurssättningen och därmed kräva informationsgivning stämmer i huvudsak överens med de exempel som ges i den svenska kommentaren till Generalklausulen. Däribland märks ”Större udvidelse eller indskraenkning af selskabets aktiviteter”, ”indgåelse/opsigelse af større kontrakter”, ”större investeringer” och ”betydelig gevinst/tab på enkelte dispositioner”.

Köpenhamn Fondbörs menar att det är *väsentliga* ändringar som avgör om informationsplikten aktualiseras, medan Stockholm Fondbörs ställer krav redan vid händelse som ”i *icke oväsentlig* grad är ägnad...”. Stockholm är alltså något strängare.

Vad Stockholm har med om stegvis information vid företagsförvärv eller -avyttringar och krav på relevans finner ingen motsvarighet på den danska Fondbörsen. Detta har naturligtvis delvis att göra med att Köpenhamn saknar en egentlig motsvarighet till den svenska generalklausulen.

Oslo Fondbörs

På Oslo Fondbörs finns en paragraf som i alla fall går under beteckningen generalklausul, men den påminner inte om den svenska generalklausulen. Den norska § 22-1 lyder ”Udstedere av börsnoterte finansielle instrumenter, børsmedlemmer og børsrepresentanter skal følge god børsikk”.

Däremot finns det andra paragrafer i de norska börsreglerna som kan bli aktuella vid en jämförelse. Bland annat handlar § 5-3 om ”Informasjonsplikt ved avtale om erverv og avhendelse av eiendeler eller virksomhet, fusjon og fisjon”. Denna paragraf gäller större förvärv och avyttringar. Härmed menas att affären utgör 15% eller mer av årsresultat, driftsintäkter med mera. Denna paragraf motsvarar närmast vad som sägs i kommentaren till Stockholms generalklausul om vilken information som skall lämnas vid offentliggörande av större förvärv enligt punkt 25. En av skillnaderna är då emellertid att Oslos regel tar upp fler situationer, det vill säga förvärv, avyttringar, fusion och fision. Som ovan redogjorts tar Stockholm Fondbörs där upp att det ställs stora krav på bolaget vid större företagsaffärer. I likhet med Stockholm ställer Oslo upp ett antal punkter där det preciseras vad som skall⁵⁷ vara med i informationen. I likhet med Stockholm skall det anges köpeskilling, betalningsform, förväntade synergieffekter, motiv för affären etc. En viss skillnad föreligger dock vid en jämförelse av punkterna.

Vidare finns § 5-4 som tar upp resultatvarsel. I denna stadgas att ”Dersom selskapet forut for offentliggjoring av årsregnskap eller delårsrapport må anta at resultatet for perioden blir vesentligt dårligere eller bedre enn selskapet har grunn til å tro at markedet, basert på opplysninger selskapet tidligere har offentliggjort, forventer, skal melding om dette uoppfordret og umiddelbart gis til børsen. Meldingen skal offentliggjøres i henhold til § 23-2”.

Som synes tar denna paragraf endast upp informationsgivning i förhållande till resultatet, medan Stockholms generalklausul antar ett något vidare perspektiv i och med att den relaterar till bolagets hela situation.

2.26 Genomgripande förändringar

Stockholm Fondbörs

⁵⁷ Observera att det i Stockholms kommentar rekommenderas att de uppräknade punkterna skall vara med, i och med att Stockholm använder sig av ordet ”bör”. Det kan emellertid tänkas att de flesta bolag följer denna rekommendation.

I punkt 26 skriver Stockholm Fondbörs att ” Om bolagets verksamhet förändras på ett så väsentligt sätt att bolaget vid en samlad bedömning framstår som ett nytt företag, skall bolaget, utöver information enligt punkt 25, inom skälig tid presentera en information till aktiemarknaden och börsen i enlighet med vad som gäller för börsprospekt eller lämna annan information som beskriver konsekvenserna av förändringarna”.

Exempel på en sådan genomgripande förändring är om en förvärvad verksamhet är mycket stor och om den är av en annan karaktär än företagets hittillsvarande verksamhet. Informationen skall i detta fall motsvara vad som krävs enligt ett börsprospekt. I vissa situationer kan bolagets aktier komma att placeras på observationsavdelning. Detta gäller främst då den offentliggjorda informationen är otillräcklig eller om förändringen av verksamheten är sådan att det i praktiken rör sig om notering av ett nytt bolag. En notering kan då bli ifrågasatt och börsen kan behöva tillsätta en utredning som granskar bolaget på samma sätt som om det hade sökt till börsen för första gången.

I värsta fall kan bolaget avnoteras. Det kan bli aktuellt om bolaget inte presenterar informationen inom rimlig tid.

Köpenhamn Fondbörs

Kartläggningen visar ingen dansk regel som motsvarar den i Sverige.

Oslo Fondbörs

Kartläggningen visar ingen norsk regel som motsvarar den i Sverige.

3 Slutsatser

3.1 Markanta skillnader och eventuella problem.

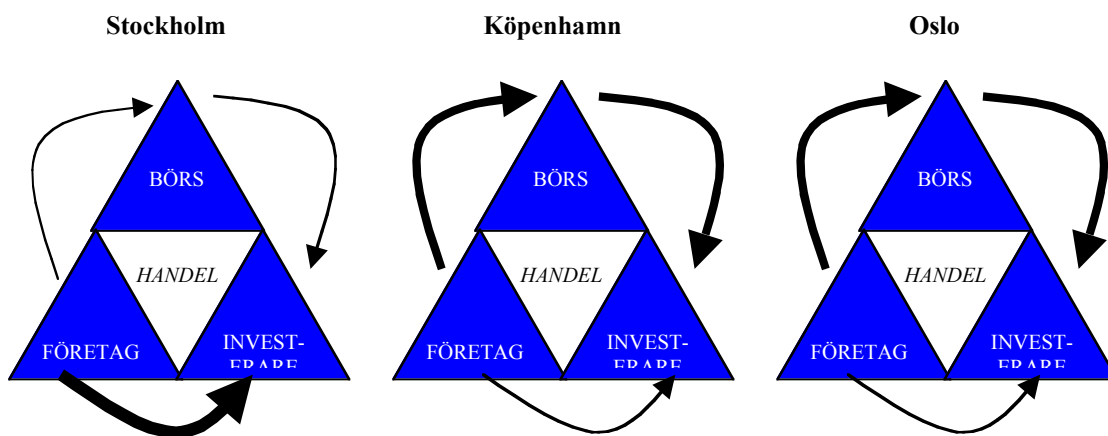
Genomgående under arbetet upplevs Stockholms Fondbörs som en institution som besitter större auktoritet än både Köpenhamn och Oslo. Detta inte minst för att Stockholms regler angående börsbolagens löpande information är mer precis till sin utformning, den upplevs som mer genomtänkt och reglernas placering i Noteringsavtalet har en mycket framträdande plats då de upptar hela bilaga 1 och därför finns att finna på ett enda ställe i Noteringsavtalet.

Under kartläggningens gång har det visat sig att ett antal markanta skillnader föreligger mellan de tre börsernas reglering av informationens spridning eller, om man så vill, krav som skall uppfyllas för att informationen skall anses vara offentliggjord.

Vid Stockholms Fondbörs klagörs att bolaget skall lämna informationen för spridning till minst en etablerad nyhetsbyrå samt minst tre rikstäckande dagstidningar. Samtidigt skall även börserna få informationen. När detta är gjort anses informationen vara offentliggjord. Kraven är med andra ord långtgående. Sedda för sig, kan de dock tyckas vara motiverade i och med att samtidig information till marknadens aktörer är en av grundstenarna för en fungerande kapitalmarknad.

Motsvarande regel på Köpenhamns Fondbörs anger emellertid att informationen anses vara offentliggjord redan då den kommit fram till Köpenhamns Fondbörs. Detta är en radikal skillnad gentemot Stockholms regel.

Vad gäller Oslos Fondbörs anser den att informationen är offentliggjord då den är mottagen av börserna och distribuerad i börsernas informationssystem. Vad som är intressant med detta tillvägagångssätt är de effekter på informationsspridningen som Oslos regler ger. I praktiken betyder systemet att endast de som abonnerar på informationssystemet får ta del av informationen, vilket verkar vara långt ifrån alla. Dessa abonnenter sprider sedan denna information vidare.



Figur 3 Informationens spridning mellan aktörerna på de olika börserna.

Spridningen av information är ett centralt område för kapitalmarknadsfrågor och det är olyckligt om det föreligger alltför stor diskrepans mellan de tre börsernas regler, varför dessa skillnader möjligtvis bör leda till åtgärd.

Trots att uppsatsen skall vara en jämförelse mellan börserna är det svårt att avhålla sig från att ge uttryck för funderingar över vissa märkliga regler hos varje enskild börs.

I Oslos fall kan man fråga sig varför börsen tar på sig ansvaret att ”sprida” informationen. Är det nödvändigt eller är det möjligt att tillämpa samma system som Stockholm?

Vidare kan det reflekteras över Stockholms Fondbörs reglering av offentliggörande av beslut fattade under bolagsstämman. I det fallet jämförelses ett enkelt pressmeddelande med offentliggörande, vilket egentligen strider mot ordalydelsen i punkt 3.

Vad Köpenhamn beträffar är frågan hur den danska börsen överhuvudtaget definierar ordet offentliggörande. Det tycks märkligt att sätta likhetstecken mellan offentliggörande och meddelande av information till en enda av kapitalmarknadens aktörer. Naturligtvis kan argumenteras att det ligger i bolagets intresse att se till att hela marknaden får tillgång till informationen och att det därför kommer att annonsera informationen på så sätt att den kommer alla till del och att Fondbörsens bestämmelse endast syftar till att försäkra att börsen får del av informationen samtidigt för att kunna övervaka handeln. Icke desto mindre kan funderas över hur praktiken fungerar då bolaget skall informera om negativ information. Kommer denna verkligen alla till del på önskvärdt sätt och bara för att Fondbörsen fått in informationen ger inte detta en garanti för att den övriga marknaden fått vetskap om den. Hur kan samtidighet garanteras?

Förknippade med krav på informationsspridning är även reglerna om vad som händer då spridning av viss information är till förfång för bolaget. Både Stockholm och Oslo har

bestämmelser som ger bolaget rätt att i vissa fall vänta med att ge marknaden information. Hos Köpenhamns Fondbörs saknas en sådan regel. I rättvisans namn kan det vara befogat att inte ha en dylik regel, eftersom den kan leda till att investerare inte har möjlighet att värdera bolagets aktier på ett så riktigt sätt som möjligt och att bestämmelsen då skapar osäkerhet på marknaden. Detta kan tänkas vara Köpenhamns skäl till att inte ha med en sådan regel. Å andra sidan är bör det inte ställas orimliga krav på börsbolagen. Det skall trots allt finnas övervägande fördelar med att vara noterad. Även för aktieägarna kan en ”förfångsbestämmelse” vara viktig i och med att det ligger i deras intresse att bolaget inte blir skadat.

Ytterligare en skillnad som är värd att uppmärksammas är börsernas olika syn på vad som utgör närståendekretsen. Den svenska och den danska regleringen blir i praktiken densamma, medan den norska skiljer sig från de båda genom att den inte inkluderar alla anställda.

Det kan i en reglering informationsregler vara mycket svårt att täcka in alla tänkbara situationer. Att i sådana sammanhang ha med en generalklausul som fångar upp sådant som är förbiset, är ofta en smidig lösning. Det är därför svårt att förstå varför varken Köpenhamn eller Oslo har infört en sådan.

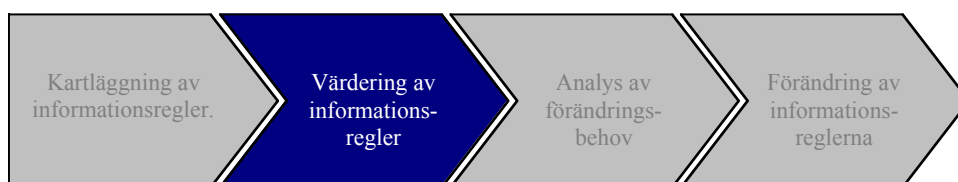
Vidare framstår det som en markant skillnad att Köpenhamns Fondbörs inte ger bolagen någon möjlighet att ge selektiv information.

3.2 Konsekvenser vid samarbete och fortsatt arbete

Kartläggningen som är gjord kan ligga till grund för en djupare analys av vilka konsekvenser skillnaderna i informationsregler får vid ett eventuellt samgående mellan börserna.

Av de slutsatser jag dragit kan antas att en del åtgärder kan behöva vidtas för att harmonisera reglerna. Detta särskilt mot bakgrund av att det har talats om en vision om att börserna kan komma att gå samman och bilda en enda börs. Blir denna vision verklighet bör definitivt en viss översyn i syfte att harmonisera reglerna göras.

På grund av frågeställningen för denna uppsats har en djupare analys om konsekvenser av olikheter och värdering av reglernas betydelse inte gjorts. Det första steget i ett fortsatt arbete med denna problemställning skulle därför bli att värdera och prioritera betydelsen av de olika reglerna och utreda om en harmonisering av informationsreglerna är nödvändig.



Figur 4 Schematisk bild över fokus för ett nästa steg

4 Referenser

4.1 Förarbeten

Prop. 1991/92:113

Börsreform II, Betaenkning nr. 1290, *Lovforslag*, Erhvervsministeriet København 1995.

4.2 Litteratur

Afrell, Lars, Klahr, Håkan och Samuelsson, Per, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Nordstedts Juridik, Stockholm 1998.

Bergo, Knut, *Börs- og verdipapirrett*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo 1998.

Krüger Andersen, Paul och Jul Clausen, Nis, *Introduktion til børsretten, Börsreform II*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Danmark 1996.

Thorell, Per, *EG:s direktiv i bolags- och börsrätt*, Iustus Förlag, Uppsala 1993.

Werlauff, Erik, *Börsret, Vaerdipapir og handel, jura og økonomi*, Börsens Forlag A/S, København 1997.

Östensen, Cecilia, *Börsnoterte selskapers lopende oplysningsplikt*, Forretningsjus Nr 3 1998 årgang 4, Ad Notam Gyldendal.

4.3 Artiklar

Finanstidningen 980709, *Nya börsen skrämmer inte Stockholm*.

Veckans Affärer, 990222, *OM Gruppen: Virtuellt rebell utmanar Europas börsetablissemang*.

TT Nyhetsbanken, 990504.

Svenska Dagbladet 980709, *Hela Norden i börsallians inom några år*.

Affärsvärlden, 980429, *OM:s första eldprov*.

Dagens Industri, 991113, *Tre begravningar och ett bröllop*.

Dagens Industri, 991029, *Stockholmsbörsen i världstopp*.

4.4 Fondbörsernas regelverk

Stockholms Fondbörs, *Börsregler –Handledning till noteringsavtal och listningskrav 1999*, Stockholms Fondbörs,1998.

1994-01-17 nr 0030: *Börsforskrift*, Finans- og tolldepartementet, Norge 1994.

Regler for udstedere af börsnoterede værdipapirer på Københavns Fondsbørs A/S, København, 990817.