

Juridiska Institutionen



Handelshögskolan

VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Rykten på aktiemarknaden

- En studie av börsbolagens skyldighet att reagera på rykten & oriktig information

Tillämpade studier 30 HP, VT 2011

Juris Kandidatprogrammet

Författare

Shahab Seifzadeh

Handledare

Rolf Dotevall

Ämnesområde

Bolagsrätt, Aktiemarknadsrätt

Innehållsförteckning

1	Inledning	
1.1	Ämnespresentation	s. 4
1.2	Syfte samt problemformulering	s. 5
1.3	Disposition	s. 6
1.4	Avgränsning	s. 6
1.5	Metod	s. 7
Avdelning I: Om aktiemarknaden och rykten – En rättsvetenskaplig bakgrund		
2	Aktiemarknaden	
2.1	Aktiemarknadens samhällsekonomiska betydelse	s. 9
2.2	Informationens betydelse för en fungerande aktiemarknad	s. 11
3	Börsbolagens informationsplikt	
3.1	Allmänt om den börsrättsliga regelstrukturen	s. 13
3.2	Informationsplikt enligt nationell rätt	s. 15
3.3	Informationsplikt enligt Nasdaq OMX regelverk	s. 16
4	Rykten på aktiemarknaden	
4.1	Allmänt om rykten på aktiemarknaden	s. 17
4.2	Hur och varför uppstår rykten på aktiemarknaden?	s. 18
4.3	Vilka problem orsakar rykten på aktiemarknaden?	s. 20
4.3.1	<i>Felaktig prisbildning</i>	s. 20
4.3.2	<i>Informationsasymmetri</i>	s. 22
5.	Sammanfattande analys av avdelning I	S. 22

Avdelning II: Börsbolagens skyldighet att reagera på rykten – En redogörelse av gällande rätt

6	Är bolaget skyldig att reagera på rykten?	
6.1	Motivet för en skyldighet att reagera på rykten	s. 25
6.2	Grunden till skyldigheten	s. 26
6.2.1	<i>Svensk rätt</i>	s. 26
6.2.2	<i>Amerikansk rätt</i>	s. 27
6.3	Kommentaren till punkt 3.1.4 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter	s. 28
6.3.1	<i>Allmänt</i>	s. 28
6.3.2	<i>När är ett rykte av relevans?</i>	s. 29
6.3.3	<i>Rykten vars innehåll är oriktig och bolaget givit upphov till</i>	s. 29
6.3.4	<i>Rykten vars innehåll är riktig</i>	s. 32
6.4	Vad menas med begreppet reagera på rykten?	s. 33
6.5	Övriga fall som kan leda till en skyldighet	s. 34
6.5.1	<i>Handelsstopp</i>	s. 34
6.5.2	<i>God sed på aktiemarknaden</i>	s. 35
6.5.3	<i>Förebyggande åtgärder</i>	s. 36
7	Särskilt om internetrykten	
7.1	Den nya problem trenden	s. 37
7.2	Hur bör ett börsbolag förhålla sig till internetrykten?	s. 38
8	Sammanfattande analys av avdelning II	s. 39
9	Slutsatser och avslutande kommentarer	s. 43
	Källförteckning	s. 44

1 Inledning

1.1 Ämnespresentation

Ett av aktiemarknadens största behov är tillgång till information. Tillgången till information är intimt förknippad med prisbildningen på marknaden och är därmed en förutsättning för att investeringskapital skall kunna allokeras på ett effektivt sätt. Informationen tjänar som beslutunderlag för potentiella investerare varför det är viktigt att dess innehåll är fullständig och korrekt. Det ställs därför omfattande krav på börsnoterade bolag att offentliggöra kurspåverkande information.¹ Trots att en betydelsefull del av regleringen på aktiemarknaden syftar till att uppnå en god informationsspridning kan det uppstå situationer där informationen är otillräcklig och bristfällig. Det är då inte ovanligt att rykten uppstår. En del rykten kan vara verkligheten nära medan andra är helt ogrundade.² Vissa rykten är också av sådan karaktär som orsakar stora problem på marknaden. De kan antingen föranleda informationsasymmetrier eller störa en korrekt kursbildning av en aktie.³ Konsekvensen blir att aktieägare och börsbolagen kan drabbas av ekonomiska skador som i förlängningen kan få en negativ påverkan på allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Bristande förtroende för aktiemarknaden kan medföra att resursfördelningen i samhället inte sker på ett effektivt sätt varför välfärden kan komma att äventyras.⁴

De problem som orsakas av rykten på aktiemarknaden har i länder som Storbritannien och USA fått en stor uppmärksamhet. Särskilt i USA pågår en utbredd diskussion om vilka problem rykten på aktiemarknaden förorsakar och hur detta bör hanteras. Under de senaste åren har dessutom en större uppståndelse ägt rum kring detta med anledning av att allt fler aktieägare och börsbolag drabbats av negativiteter som orsakats av ryktesspridning på

¹ Se Prop. 2006/07:65 s. 85.

² Se Kapferer s. 196f.

³ Se Kapferer s. 189f, Wärneryd s. 225f samt Rose s. 470. Jfr även Samuelsson s. 88f.

⁴ Se af Sandeberg s. 31.

aktiemarknaden.⁵ Som ett led i att skydda aktieägarna och allmänhetens förtroende för aktiemarknaden har man i USA ställt långtgående krav på börsbolagen att reagera på rykten som förekommer på aktiemarknaden. Börsbolagens skyldighet att reagera på rykten grundas i allmänhet på den amerikanska domstolens framtagna *attributable principle*⁶. Vidare ställer också vissa amerikanska börser via självreglering ett direkt krav på dess medlemmar att antingen verifiera eller dementera rykten som florerar om dem på marknaden.⁷

Vad som i sammanhanget är anmärkningsvärt är att sådana diskussioner knappt förekommer inom den svenska aktiemarknadsrättsliga debatten. Varken lagstiftaren eller domstolen i Sverige har svarat på frågan om ett börsbolag har en skyldighet att reagera på rykten. En liten mängd rättslitteratur behandlar denna fråga men mycket av dess stoft är inaktuellt.⁸ Däremot förekommer viss vägledning i NASDAQ OMX Regelverk för emittenter. Frågan om det i Sverige föreligger en aktiemarknadsrättslig skyldighet för ett börsbolag att reagera på rykten som florerar om den på aktiemarknaden är dock fortfarande högst oklart.⁹

1.2 Syfte samt problemformulering

Föreliggande uppsats kommer främst att undersöka huruvida ett börsbolag har en skyldighet att reagera på rykten som förekommer på aktiemarknaden. Eftersom frågan är högst oklart i Sverige syftar denna uppsats till att klarlägga vad som utgör gällande rätt. Tanken är också att uppsatsen skall kunna användas som vägledning för börsbolag som befinner sig i ett sådant läge där det är oklart om bolaget bör reagera på ett rykte eller ej. Förhoppningen härvid är att uppsatsen skall kunna vara ett nytt och modernt bidrag till den svenska aktiemarknadsrättsliga debatten

⁵ Se Bell s. 1f.

⁶ Se bl.a. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 401 F.2d 833, Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp. 409 F.2d 937 samt State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp. 654 F.2d 843.

⁷ Se NYSE Listed Company Manual section 202.03 samt AMEX Company Guide § 401 (c).

⁸ Se Samuelsson s. 147f.

⁹ Jfr Samuelsson s. 150.

om börsbolagens skyldighet att reagera på rykten. Mot bakgrund av uppsatsens syfte kommer således följande frågeställning att ligga till grund för uppsaten:

- Har ett börsbolag en aktiemarknadsrättslig skyldighet att reagera på rykten som förekommer på aktiemarknaden enligt svensk rätt?

1.3 Disposition

Komplexiteten av uppsatsens frågeställning har medfört att jag har valt att dela upp uppsatsen i två avdelningar. I avdelning I behandlas de bakomliggande rättsteorierna om varför en aktiemarknad är av betydelse, hur den aktiemarknadsrättsliga regleringen har till uppgift att bevara marknaden fungerande och hur rykten kan motverka dessa syften. I avdelning II görs en närmare analys av uppsatsens huvudsakliga frågeställning. Avsnitten är dock ömsesidigt beroende utav varandra. Utan förståelsen om varför aktiemarknaden är viktig att bevara och hur rykten kan skada marknaden finns det knappt någon anledning att söka svar på om ett börsbolag kan vara skyldig att reagera på rykten. Andra sidan av myntet är att genom att förstå varför det är viktigt att upprätthålla en fungerande och effektiv aktiemarknad, hur detta uppnås genom börsbolagens informationsplikt och hur rykten kan motverka regleringens syften blir det enklare att kunna presentera en acceptabel lösning på hur en eventuell skyldighet att reagera på rykten bör se ut.

1.4 Avgränsning

Uppsatsen utgår främst från vad som gäller om informationsplikt för börsnoterade bolag enligt Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (VPML) samt NASDAQ OMX Regelverk för emittenter. Det bör klargöras att vad som menas med kurspåverkande information i uppsatsen är information som bolaget enligt lag eller NASDAQ OMX regelverk är skyldig att offentliggöra. Med begreppet marknadens aktörer avses alla parter med ett intresse på aktiemarknaden så som

massmedia, analytiker, investerare o.s.v. Med börs avses NASDAQ OMX Stockholm som även kan benämnas som Stockholmsbörsen om inget annat framgår.

Det bör här också påpekas att de problem som kringgärdar rykten på aktiemarknaden är många gånger nära förankrade med insiderhandel, insiderbrott och marknadsmissbruk. Som exempel på en sådan situation kan beskrivas det fall där ett rykte planteras av en insynsperson med avsikt att påverka ett bolags aktiekurs för sin egen vinningsskull. Dessa frågor ligger dock utanför syftet med uppsatsen varför de inte heller kommer att uppmärksammas mycket mer än så.

Slutligen är det också viktigt att läsaren är införstådd i att de problem som behandlas i denna uppsats avser framförallt förhållandet i sekundärmarknaden. Däremot kan de principiella diskussionerna som förs i uppsatsen även vara av betydelse för primärmarknaden. Dessutom kan resonemangen om hur ett rykte kan härledas till ett bolag kunna fungera som vägledning till hur kurspåverkande information i allmänhet kan härledas till ett börsbolag även om det inte rör sig om en situation där rykten föreligger.

1.6 Metod

Uppsatsen utgår från en traditionell juridisk metod. Sådillvida har klargörande av gällande rätt sökts genom en undersökning av lag, förarbeten, rättspraxis och doktrin. I och med att frågan om börsbolagens skyldighet att reagera på rykten knappt har behandlats inom svensk rätt så har bruket av utländska rättskällor varit av central betydelse. Utländsk rätt kan bl.a. bidra med argument och lösningar på hur den inhemska rätten bör tolkas och tillämpas.¹⁰ Bruket av utländska källor i uppsatsen har därför skett på så vis att de använts som utfyllnad av svensk rätt vid det fall svenska källor har varit bristfälliga eller otillräckliga. Således har inte en sedvanlig komparativ metod tillämpats i uppsatsen där en jämförelse sker mellan olika rättsordningar.

¹⁰ Se Samuelsson s. 29.

Avdelning I

Om aktiemarknaden och rykten -

En rättsvetenskaplig bakgrund

I denna avdelning kommer först aktiemarknadens samhällsekonomiska betydelse och informationens betydelse för marknaden att klargöras. Därefter görs en kort genomgång av regleringen kring börsbolagens informationsplikt. Avslutningsvis kommer en klargörande göras om vad ett rykte är, hur och varför ett rykte uppstår och vilka problem ryktet kan skapa på aktiemarknaden. De frågor som lyfts upp i denna avdelning tjänar som viktiga bakgrundsinformation till förståelsen utav uppsatsens i sin helhet. Det är sålunda av en central betydelse att läsaren gör sig väl införstådd i det material som presenteras i denna avdelning.

2 Aktiemarknaden

2.1 Aktiemarknadens samhällsekonomiska betydelse

Det är en vanlig företeelse att ett aktiebolag med tiden får behov av ett större eget kapital än det som tillskjutits bolaget vid dess bildande. Behovet av nytt kapital kan bl.a. uppstå i samband med finansiering av ett företagsförvärv, expansion av verksamheten eller köp av maskiner. För ett bolag nära konkurs kan tillgången till nytt kapital dessutom vara av en avgörande betydelse för dess framtida fortlevnad.¹¹

För att anskaffa det nödvändiga kapitalet vänder sig många börsnoterade bolag till aktiemarknaden och genomför en s.k. *nyemission*.¹² En nyemission brukar sägas ske på aktiemarknadens s.k. *primärmarknad*.¹³ Enkelt uttryckt innebär detta att bolaget emitterar ut nya aktier som angelägna investerare får möjlighet att teckna mot en viss ersättning. Det totala värdet på den ersättning som bolaget erhåller för de aktier som tecknats under nyemissionen kommer härvid att utgöra bolagets kapitaltillskott.¹⁴ På så sätt fyller primärmarknaden en viktig funktion i samhällsekonomin som innebär att privatpersoners och andra institutionella placerares överskottskapital kanaliseras till de delar i samhället som är i behov av sådant kapital. Detta brukar i litteraturen beskrivas som att aktiemarknaden medger en omfördelning av sparande och riskkapital och benämns som marknadens *allokeringsfunktion*. Aktiemarknaden bidrar således till en samhällsekonomisk viktig och effektivt resursfördelning som på lång sikt, liksom

¹¹ Se Prop. 2004/05:85 s. 330 samt Afrell s. 21.

¹² Av statistik hämtat från Finansinspektionen framgår att år 2010 genomförde 25 bolag en nyemission och anskaffade gemensamt totalt 19,4 miljarder kronor på enbart NASDAQ OMX Stockholm. Se Kapitalbarometern 2010 s. 4.

¹³ På detta marknadssegment emitterar aktiebolagen bl.a. nya aktier. Parterna i marknadssegmentet är bolaget och de som vill teckna sig för bolagets nyemitterade aktier. Detta marknadssegment omfattar sålunda den "första" transaktionen i ett bolags aktier och kallas därför för primärmarknaden. Se Samuelsson s. 18.

¹⁴ Se bl.a. Skog s. 49f för en mer detaljerad beskrivning av emissionsförfaranden.

en dominoeffekt, kan innebära att bolagen expanderar, nya jobb möjligheter skapas, samhället moderniseras och välfärden tryggas.¹⁵

En förutsättning för att bolagen skall kunna genomföra nyemissioner, och därmed öka det egna kapitalet via marknadens allokeringsfunktion, är en fungerande *sekundärmarknad*.¹⁶ Aktiemarknadens sekundärmarknad kan enklast beskrivas som den marknadsplats där handel med bolagens aktier sker efter en genomförd nyemission. Denna handel sker i allmänhet på en s.k. *börs* där NASDAQ OMX Stockholm utgör den i särklass största i Sverige och kanske den viktigaste i Norden. Följden av att handel sker med bolagens aktier är att aktierna blir omsättningsbara och får ett marknadsvärde.¹⁷ Genom att aktierna blir omsättningsbara och får ett marknadsvärde skapas också en möjlighet, för den som väljer att investera kapital och handla aktier på sekundärmarknaden, att kunna erhålla avkastning på det investerade kapitalet i form av en eventuell framtida värdeökning på aktieinnehavet.¹⁸ Detta utgör ett av de viktigaste incitamenten till att aktörer på marknaden också blir benägna att investera kapital i nyemitterade aktier på primärmarknaden. Det finns således en nära koppling och ett ömsesidigt beroende ställning mellan aktiemarknadens primära och sekundära segment, och för att aktiemarknaden skall kunna fungera väl i sin helhet krävs att båda dessa segment fungerar effektivt.¹⁹

Aktiemarknadens betydelse för samhällsekonomin har medfört att marknaden under de senaste decennierna har expanderat anmärkningsvärt. Inte minst märks detta genom att de svenska aktiebolagens riskkapitalanskaffning, som fram till slutet av 1970 talet till övervägande del skedde via banksystemet, numera till betydande del sker via aktiemarknaden.²⁰ Antalet aktieägare har också stigit kraftigt sedan 1980 talet, bl.a. genom indirekta sparanden via olika fonder, och har

¹⁵ Se bl.a. SOU 1989:72 s. 272 samt Afrell s.21, Samuelsson s 17f och af Sandeberg s. 27f.

¹⁶ Se Samuelsson s. 18.

¹⁷ Se Afrell s. 27.

¹⁸ Se Afrell s. 19.

¹⁹ Se Samuelsson s. 18f.

²⁰ Se SOU 1988:13 s. 46.

därmed fått en central plats i det allmänna medvetandet.²¹ Senaste tillgänglig statistik hämtat från NASDAQ OMX Stockholm kan också belysa aktiemarknadens expansion ytterligare. Det framgår därav att år 2009 fanns 255²² noterade bolag på börsens main market lista. Aktieomsättningen låg samma år på ca. 3393 miljarder kronor och marknadsvärdet på 3413 miljarder kronor. Detta kan jämföras med siffror från 1980 talet då antalet noterade bolag uppgick till ca. 135 stycken, aktieomsättningen låg på ca. 144 miljarder kronor och marknadsvärdet låg på ca. 60 miljarder kronor.

2.2 Informationens betydelse för en fungerande aktiemarknad

Om inte investerarna vill placera sitt kapital i börsnoterade bolag får bolagen inte heller någon nytt riskvilligt kapital. Detta innebär att marknadens viktiga allokeringfunktion uteblir och att bolagens tillväxt och avkastning därför kan försämrats. På sikt kan näringslivet komma att stanna av helt och avkastningen på investerarnas kapital minska avsevärt. Att investerarna har förtroende för aktiemarknaden och investerar sitt överskottskapital i aktier har därför en stor betydelse för samhällsekonomins tillväxt och utveckling. Förtroendet för aktiemarknaden kan således ses som basen för viljan att investera på marknaden men den kan snabbt komma att störas eller försvinna. Detta fick vi erfara bl.a. under 90 talets finanskris, 2000 talets IT-bubbla och nu senast vid finanskrisen år 2008.²³

En förutsättning till att investerarna skall hysa förtroende för aktiemarknaden är att prissättningen av bolagens aktier och aktiekursförändringar sker på ett i största möjliga mån förutsebar och rättvist sätt.²⁴ Inom den finansiella ekonomin råder den dominerande uppfattningen om att prisbildningen på aktiemarknaden sker

²¹ Se SOU 1989:72 s. 271.

²² Antalet noterade bolag har under den senaste finanskrisen kommit att sjunka men trenden i dagsläget tyder på att fler bolag tar sig tillbaks in i börsen. Under sin pik har det funnits närmare 400 bolag noterade på Stockholmsbörsen.

²³ Se af Sandeberg s. 30f. Jfr också SOU 1989:72 s. 272, SOU 1984/85:157 s. 20.

²⁴ Se af Sandeberg s. 31.

genom analyser av ny information kring ett bolag och hur olika aktörer väljer att exploatera sådan information vid exempelvis portföljjusteringar.²⁵ Sådana analyser försöker ge marknaden en uppfattning om bolagets soliditet, lönsamhet och framtidsutsikter eller verifiera en tidigare bild utav bolaget. En ytterligare sida av analysarbetet består i att försöka tolka och bestämma en viss informations trovärdighet, som exempelvis rykten.²⁶

Då analyser utförs av olika aktörer finns det oftast varierande åsikter om tolkningen och betydelsen av en viss information. Beroende på hur informationen tolkas uppstår olikheter i aktörernas köp- och säljbeteende. Den handel som härefter äger rum bidrar till förändringar i utbud och efterfrågan av en aktie varför en ny aktiekurs etableras. Den aktiekurs som bildas visar marknadens samlade bedömning om aktiens värde vid en viss tidpunkt. Aktiekursen är sålunda ständigt under förändring beroende utav hur marknaden agerar på ny tillgängliggjort information. Den som innehar ett informations- och kompetensövertag får således också goda förutsättningar till att göra större vinster än andra aktörer på aktiemarknaden.²⁷ Detta innebär bl.a. att de individer som sitter på *insiderinformation* kan göra en vinst på marknaden genom att använda sig utav sitt informationsövertag. Konsekvensen av insiderhandel är att handeln sker på olika och därmed orättvisa villkor, varför allmänhetens förtroende för aktiemarknaden kan minska.²⁸ Därför uppställs klara förbudsregler om insiderhandel i lag.²⁹

För att uppnå en förutsägbar och rättvis prisbildning, eller med ett gemensamt ord "*korrekt prisbildning*", inriktar sig den börsrättsliga regleringen mot att verka för en god och likformig informationsgivning. Att informationen skall vara god innebär att den information som investerare använder som beslutunderlag skall återspegla faktiska förhållanden kring bolaget. Med att informationen skall vara likformigt avses att samtliga intressenter får möjlighet att tillgodogöra sig offentliggjort

²⁵ Se Samuelsson s. 83.

²⁶ Se Samuelsson s. 88f.

²⁷ Se Samuelsson s. 89.

²⁸ Se bl.a. Hansen s. 223f samt Prop. 1999/2000:109 s. 39f.

²⁹ Se Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

information från bolagets sida samtidigt och att en eventuell informationsbrist träffar dem alla.³⁰

För att upprätthålla en god och likformig informationsgivning utgår regleringen på börsrättens sida från ett konsument- och investerarskyddsperspektiv. Enkelt uttryckt tillgodoses detta skydd genom långtgående krav på offentlighet kring de börsnoterade bolagens verksamhet.³¹ Lagstiftarens ambition har sålunda varit att använda sig utav regler om informationsgivning för att bereda marknaden all nödvändig information och upphäva eventuella informationsasymmetrier.³² Sådana regler har också ansetts vara av stor betydelse för att ge investerare likartade möjligheter till att göra goda affärer på aktiemarknaden och därmed bevara deras förtroende för marknaden så att de fortsätter investera i bolag med kapitalbehov. Reglerna har därför också en stor betydelse ifråga om att skydda aktiemarknadens centrala funktion att allokera investeringskapital.³³

3 Börsbolagens informationsplikt

3.1 Allmänt om den börsrättsliga regelstrukturen

Normbildningen inom aktiemarknadsrätten skiljer sig på en anmärkningsvärd sätt från övriga rättsområden. För att kunna förstå sig på den börsrättsliga regleringen är det därför viktigt att göra sig bekant med dess struktur. Liksom många andra rättsområden ligger grunden till aktiemarknadens reglering inom *EU-rätten* i form av direktiv och förordningar. Den EU-rättsliga regleringen styr sedan utformningen av nationell rätt som bl.a. kommer till genom *lagar* som stiftas av riksdagen.³⁴ Mellan dessa regler gäller en normhierarki där EU-rätten är överordnad nationell

³⁰ Se Lindskog, s. 61.

³¹ Se bl.a. Prop. 2006/07:65 s. 85, Prop. 2006/07:115 s. 267 samt SOU 2003:22 s. 81.

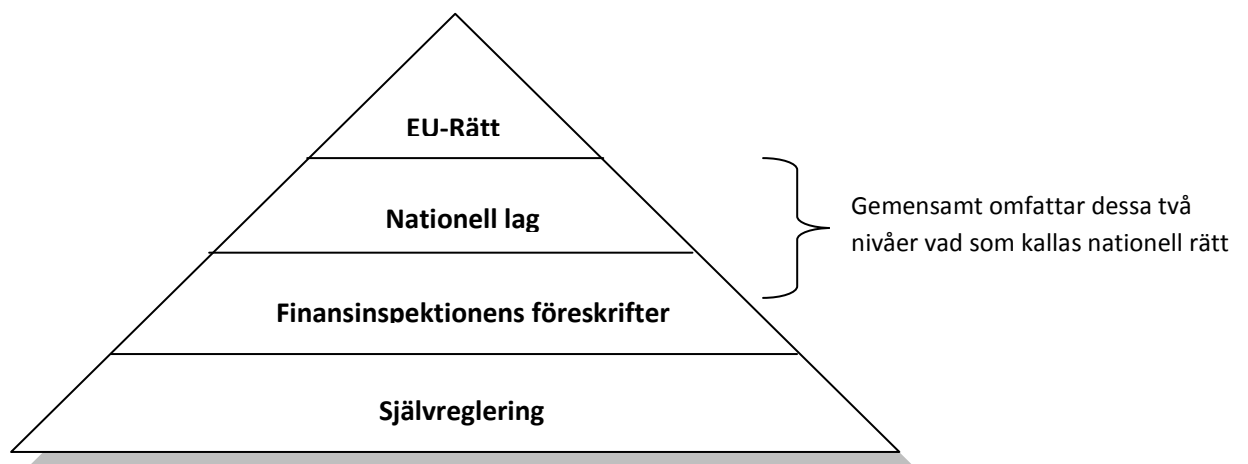
³² Se Prop. 2006/07:65 s. 85.

³³ Se Prop. 2006/07:65 s. 85.

³⁴ Se Kågerman s. 352f.

rätt.³⁵ Inom börsrätten finns det dock ytterligare två normnivåer. Regeringen har genom delegering givit Finansinspektionen möjligheter att utge *föreskrifter* som ska förtydliga innebörden av lagreglerna. Därutöver finns en fjärde normnivå som kallas för *självreglering*. Denna är skapad på frivilliga grunder som en följd av att det saknades lagstiftning inom många områden på aktiemarknaden. För att fylla tomrummet uppställde bransch- och intresseorganisationer inom näringslivet regler om vad som skulle gälla i dessa fall. Självregleringen kan således definieras som en avtalskonstruktion som har till uppgift att komplettera EU-rätten, lagen och finansinspektionens föreskrifter. Emellertid är den underordnad de övriga normerna.³⁶ För att självregleringen skall bli bindande krävs att bolaget, exempelvis vid notering på en börs, skriver under ett åtagande att följa dessa regler.³⁷

Följande bild söker förtydliga den normhierarki som råder inom aktiemarknadsrätten:



Nedan kommer en allmän redogörelse av de regler som omfattar bolagens informationsplikt enligt nationell rätt och självreglering att göras. Dessa regler är

³⁵ Se Mål C- 6/64, Flaminio Costa mot E.N.E.L. Målet slår fast principen om EU-rättens företräde framför nationell rätt.

³⁶ Se Kågerman s. 354f.

³⁷ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 2.2.18.

av en central betydelse för frågan om bolagens skyldighet att reagera på rykten. Reglerna på EU nivå kommer inte att beaktas närmare då de innehar en mer undanskymd roll i förhållande till uppsatsens syfte och ändamål.

3.2 Informationsplikt enligt nationell rätt

I samband med att ett bolags aktier tas upp till handel på en reglerad marknad uppstår också en skyldighet för bolaget att offentliggöra upplysningar om sin verksamhet och aktie som är av betydelse för bedömningen av aktiens kursvärde, s.k. *kurspåverkande information*.³⁸ Lagtexten kompletteras med finansinspektionens föreskrift FFFS 2007:17 som förtydligar vad som avses med kurspåverkande information. Enligt FFFS 2007:17 10 kap. 3 § skall bolaget offentliggöra ett beslut eller en händelse som i *icke oväsentlig grad* påverkar den bild utgivaren givit genom tidigare offentliggjord information eller på annat sätt påverkar utgivarens bild. Någon närmare vägledning om vad som menas med kurspåverkande information går inte att finna i lag. I doktrinen har dock begreppet tolkats som information som en förnuftiginvesterare skulle grunda sitt investeringsbeslut på.³⁹

Offentliggörande av kurspåverkande information ska ske så att information snabbt och på ett icke diskriminerande sätt blir tillgänglig för allmänheten.⁴⁰ Vad som avses är att allmänheten får tillgång till kurspåverkande information samtidigt och i nära anslutning till att ett beslut tagits eller att en specifik händelse inträffat. På så sätt ska det förhindras att informationsasymmetrier uppstår och att handeln sker på olika villkor.⁴¹ I vissa fall kan dock bolaget skjuta upp offentliggörandet av *kurspåverkande information* om det finns godtagbara skäl, allmänheten inte riskerar att vilseledas och bolaget kan säkerställa att informationen inte röjs.⁴²

³⁸ Se VPML 15:6 st. 1 p. 1.

³⁹ Se Keisu s.29f. Jfr med det amerikanska avgörandet TCS Indus v. Northway Inc. 426 U.S. 438.

⁴⁰ Se VPML 17:2.

⁴¹ Se Kågerman s. 143.

⁴² Se VPML 17:7.

3.3 Informationsplikt enligt NASDAQ OMX regelverk

En mer detaljrik reglering kring de börsnoterade bolagens informationsplikt går att finna i NASDAQ OMX Regelverk för emittenter. Genom att underteckna en förbindelse med börsen åtar sig bolagen att följa regelverket. Åsidosätter bolaget börsens regelverk, lag, annan författning eller allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden får börsens s.k. *disciplinnämnd* besluta om repressalier i form av varning, vite och i de mest allvarliga fallen avnotering.⁴³

Enligt NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.1 skall ett börsnoterat bolag så snart som möjligt offentliggöra information som rimligen kan påverka priset på bolagets aktier. Det är således inte nödvändigt att informationen medför en reell kurspåverkan, utan det är tillräckligt om informationen typisk sett är av en kurspåverkande natur.⁴⁴ I kommentaren till bestämmelsen sägs att vad som utgör kurspåverkande information får bedömas från fall till fall. Vid denna bedömning skall beaktas faktorer som beslutets eller händelsens påverkan på bolagets verksamhet, informationens betydelse för aktiens pris och källans tillförlitlighet.⁴⁵

Enligt punkt 3.1.2 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter ska den information som bolaget offentliggör vara korrekt, relevant, tydlig och ej vilseledande. Det ställs också som krav att informationen är tillräcklig utförlig. Syftet med bestämmelsen är att skapa förutsättning för en så riktig och rättvisande värdering av bolagets aktier som möjligt.⁴⁶

I likhet med Värdepappersmarknadslagen (2007:528) ställs i punkt 3.1.5 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter krav på att offentliggörande av information sker snabbt och på ett icke diskriminerande sätt. Offentliggörandet brukar ske genom att bolagen använder sig utav olika informationsdistributörer för att sprida

⁴³ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 5.

⁴⁴ Se Kommentar till punkt 3.1.1 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

⁴⁵ Se Kommentar till punkt 3.1.1 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

⁴⁶ Se Kommentar till punkt 3.1.2 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

informationen i media o.d.⁴⁷ Informationen ska även hållas tillgängligt på bolagets hemsida.⁴⁸ Om bolaget ska offentliggöra information som förväntas väsentligt påverka aktiekursen ska dessutom börsen meddelas i förhand.⁴⁹ Offentliggör bolaget väsentliga förändringar av tidigare lämnad information skall ändringsmeddelandet lämnas genom samma distributionskanaler som den tidigare informationen.⁵⁰ Den väsentliga informationen skall presenteras tydligt i början av meddelandet och varje meddelande skall ha en rubrik som sammanfattar innehållet.⁵¹

I likhet med Värdepappersmarknadslagen (2007:528) finns det även enligt NASDAQ OMX Regelverk för emittenter en möjlighet att förskjuta offentliggörandet av kurspåverkande information. Bolaget måste då säkerställa att det följer samtliga regler rörande fördröjt offentliggörande. Detta innebär bl.a. att bolaget måste säkerställa att informationen inte läcks ut genom att exempelvis ingå sekretessavtal med de parter som känner till informationen.⁵² Om bolaget får reda på att kurspåverkande information har läckt ut innan ett planerat offentliggörande skett måste bolaget offentliggöra information om det inträffade så snart som möjligt för att motverka eventuella informationsasymmetrier.⁵³

4 Rykten på aktiemarknaden

4.1 Allmänt om rykten på aktiemarknaden

Informationens betydelse för aktiens prisbildning medför att marknadens aktörer ständigt letar efter signaler, uppgifter och andra former av information som kan

⁴⁷ Se Örtengren s. 213.

⁴⁸ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.6.

⁴⁹ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.4.2.

⁵⁰ Se kommentar till punkt 3.1.3 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

⁵¹ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.5.

⁵² Se kommentar till punkt 3.1.3 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

⁵³ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.4.

vara av värde för en bra affär. Det är då ingen konstighet att rykten är en vanlig företeelse på aktiemarknaden.⁵⁴ Ett rykte definieras i allmänhet som obekräftad information, om en dagsaktuell händelse, avsedd att bli trodd och som sprids människor emellan.⁵⁵ Den kan vara nära förankrad verkligheten eller helt sakna grund.⁵⁶ Ett rykte kan vara positivt eller negativt lagd beroende på vems perspektiv man utgår ifrån.⁵⁷ Ryktets publik är också skiftande i antal varför den kan vara spridd till en mindre eller större krets.⁵⁸ Ett rykte skiljer sig därför åt från kurspåverkande information som ett börsbolag i enlighet med lag och NASDAQ OMX regelverk har en plikt att offentliggöra genom att den varken bekräftas av bolaget eller offentliggörs allmänheten vid samma tidpunkt.⁵⁹

4.2 Hur och varför uppstår rykten på aktiemarknaden?

En av aktiemarknadens centrala funktioner är att tillhandahålla dess aktörer relevant information. Många gånger kan dock informationen vara bristfälligt eller otillräcklig. För att fylla detta vakuum är det inte ovanligt att rykten uppstår.⁶⁰ Oftast är då rykten en spontan, social skapelse utan avsikt och strategi.⁶¹ Emellertid kan rykten också framkallas av någon med avsikt att åstadkomma en kursförändring.⁶²

Ryktets källor är många och av olika slag. Det kan exempelvis vara olika händelser som, liknande ett pussel, sätts ihop i ett försök att tolka och analysera deras betydelse för aktiehandeln.⁶³ Det kan även röra sig om vem som förmedlar ryktet, d.v.s. ryktets ursprung. Desto större förtroende förmedlaren av ryktet har, desto större känsla av trovärdighet kan ryktet frambringa hos dess åhörare. En uppgift

⁵⁴ Se Kapferer s. 196 samt Rose s. 462.

⁵⁵ Se Wärneryd s.225.

⁵⁶ Se Kapferer s. 11f.

⁵⁷ Se Kapferer s. 122.

⁵⁸ Se Kapferer s. 84.

⁵⁹ Jfr Kapferer s. 189f.

⁶⁰ Se Kapferer s. 196.

⁶¹ Se Kapferer s. 27.

⁶² Se Kapferer s. 196.

⁶³ Se kapferer s. 32f.

som sålunda förmedlas utav någon med stor insyn i ett bolag, så som dess verkställande direktör, eller någon som allmänheten hyser stor tillit till, så som massmedia och analytiker, kan mycket enklare bidra till att rykten bildas, än en uppgift som sprids av gemene man.⁶⁴ I linje därmed kan även uttalanden av en person som allmänheten hyser ett lågt förtroende för bidra till spekulationer som resulterar i rykten.⁶⁵

Ytterligare en aspekt som kan föranleda ryktesspridning på aktiemarknaden är de olika aktörernas ageranden. När en person med nära anknytning till bolaget köper eller säljer bolagets aktier kan det uppstå rykten om anledningen till att personen i fråga handlar. Sådana rykten kan också uppstå p.g.a. att andra större investerare börjar handla i ett vist bolags aktier.⁶⁶

Slutligen kan nämnas att rykten också kan ha sin källa i ett missförstånd. Det kan handla om misstolkning av viss information som bolaget distribuerat. Massmedia eller analytiker kan exempelvis, av misstag eller medvetet, misstolkat en viss information och förmedlat den felaktigt vidare till allmänheten.⁶⁷

De olika situationer där bolaget kan bli föremål för rykten är mot bakgrund av vad som ovan nämnts ganska skiftande. En sådan situation föreligger exempelvis då bolaget befinner sig i dröjsmål med att offentliggöra kurspåverkande information. Dröjsmålet skapar utrymme för marknaden att börja spekulera kring bolagets angelägenheter. Detta kan sedan spridas bland människor i form av rykten.⁶⁸

Flera bolag tillämpar också en öppen relation med sina anställda och håller dem uppdaterade om bolagets angelägenheter via personalmöten o.d. Samtal om sådan information kan föranleda att rykten börjar spridas på aktiemarknaden.⁶⁹

Rykten kan också uppstå vid företagsförvärv. Den som vill förvärva ett bolag har ett intresse av att betala så lite som möjligt för målbolaget varför denne genom att

⁶⁴ Se Kapferer s. 64f.

⁶⁵ Se Kapferer s. 242.

⁶⁶ Se Kapferer s. 197.

⁶⁷ Se Kapferer s. 40 samt Samuelsson s. 147f.

⁶⁸ Se Kapferer s. 196.

⁶⁹ Se Kapferer s. 197.

plantera rykten kan försöka åstadkomma en kursändring. Det är inte heller ovanligt att det vid ett fientligt bud förekommer rykten i syfte att få kursen att stiga.⁷⁰

4.3 Vilka problem orsakar rykten på aktiemarknaden?

4.3.1 Felaktig prisbildning

En effekt av att rykten förekommer på aktiemarknaden är att priset på en viss aktie kan påverkas. Den handel som sker mot bakgrund av ryktet kan bidra till förändringar i utbud och efterfrågan på en viss aktie, varför kursförändringar kan förekomma. Detta förutsätter emellertid att ryktet blivit utspritt till en större krets som väljer att agera utefter den.⁷¹ Om ryktet är att tolkas som positivt ur bolagets perspektiv leder detta till att dess aktiekurs stiger medan det motsatta gäller i fall ryktet är att ses som negativt.⁷² Det som skapar problem vid denna situation är att om ryktet är ogrundat så återspeglar den också en felaktig kursförändring och aktiepris.⁷³

Som ett exempel på hur ett ogrundat rykte kan leda till en felaktig kursförändring kan bolaget AgrioBiotech Inc. nämnas. Trots att bolaget hade en stark finansiell ställning spreds ogrundade rykten om att bolaget skulle försättas i konkurs. Detta resulterade i att bolagets aktievärde sänktes från 29,50 USD till 9.75 USD.⁷⁴

Om aktiekursen blir felaktig kan detta medföra ett flertal negativa konsekvenser, för marknadens olika aktörer. För aktieägarnas del innebär en felaktig aktiekurs att deras aktieinnehav är värd *mer* eller *mindre* än vad de tror. Väljer en aktieägare att företa ett visst köp eller sälj beteende vid denna tidpunkt kan aktieägaren komma drabbas av en ekonomisk förlust då beslutet inte kommer att vara baserad på en

⁷⁰ Se Kapferer s. 197f.

⁷¹ Se Kapferer s. 196 och Wärneryd s. 225f. Jfr även Samuelsson s. 88f.

⁷² Se kapferer s. 122

⁷³ Se Bell s. 1.

⁷⁴ Se Bell s. 1.

”korrekt” aktiekurs.⁷⁵ Den ekonomiska skada som en aktieägare riskerar utsättas för kan mer konkret beskrivas som följande⁷⁶;

1. Ett rykte återspeglas i ett felaktigt kursvärde eller aktiepris så att aktien blir *undervärderad*; väljer aktieägaren att *avyttra* aktier vid denna tidpunkt kan skada uppstå i form av att avyttringen sker till ett *underpris*.
2. Ett rykte återspeglas i ett felaktigt kursvärde eller aktiepris så att aktien blir *övertvärderad*; väljer aktieägaren att *förvärva* aktier vid denna tidpunkt kan skada uppstå i form av att förvärvet sker till ett *överpris*.

Hur detta kan utspela sig i praktiken åskådliggörs av det amerikanska avgörandet *State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp*⁷⁷:

Bakgrunden till avgörandet var att svaranden Fluor Corp underlåtit att bemöta starkt kurspåverkande rykten om att bolaget fått en stor order. Anledningen till detta var att bolaget hade ett sekretessavtal med sin motpart som innebar att bolaget inte fick offentliggöra information om ordern fram till en viss tidpunkt. Under denna period valde den allmänna pensionsfonden State Teachers Retirement Board, som ägde en stor andel aktier i Fluor Corp att avyttra en större del utav dess aktieinnehav. Pensionsfonden valde således inte att tillmäta de rykten som förekom på aktiemarknaden något större värde. När Fluor Corp därefter offentliggjorde ordern steg aktiekursen betydligt vilket innebar att State Teachers Retirement Board hade gjort en stor ekonomisk förlust.

Tittar man på problematiken från bolagets perspektiv kan ett ogrundat rykte innebära att aktieägarna tappar förtroende för bolaget. Den minskade förtroendet kan vara ett direkt resultat av ryktets innehåll som ger en negativ bild av bolaget. Det kan också vara ett resultat av den skada som en aktieägare drabbas av p.g.a. en felaktig aktiekurs. Att aktieägarna tappar förtroende för bolaget innebär i allmänhet att deras vilja att investera i bolaget minskar. Konsekvensen av detta blir att bolagets möjligheter att

⁷⁵ Se Rose s. 462.

⁷⁶ Det görs inget anspråk på att de skadesituationer som nämns här är uttömmande.

⁷⁷ Se *State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp*. 654 F2d 843.

kunna anskaffa kapital via nyemissioner på primärmarknaden minskar avsevärt.⁷⁸

Sker de ovan nämnda scenariona i en större omfattning kan allmänhetens förtroende för aktiemarknaden skadas i sin helhet. Konsekvensen vid en sådan situation blir att aktiemarknadens förmåga att allokera riskkapital uteblir vilket kan skada hela samhällsekonomin och välfärden.⁷⁹

4.3.2 Informationsasymmetri

En ytterligare effekt av att rykten förekommer på aktiemarknaden är att den kan leda till informationsasymmetri. Information som inte är allmänt känd kan vara av stor betydelse för aktiehandeln eftersom den än inte har hunnit återspeglas i aktiekursen. Det samma gäller ett rykte som en mindre krets känner till och ligger verkligheten nära. De som först får höra och agerar utefter ryktet kan därför tjäna mycket pengar på att handla innan informationen blivit allmänt känd.⁸⁰ Detta innebär då att handeln på aktiemarknaden ej sker på lika villkor. Istället får de personer som känner till ryktet och handlar på dess budskap en möjlighet att göra en otillbörlig vinst på aktiemarknaden på ett sätt som påminner om insiderhandel. I förläggningen kan detta leda till ett tappat förtroende för såväl bolaget som marknaden, vilket i sin tur kan medföra förödande samhällsekonomiska följder.⁸¹

5 Sammanfattande analys av avdelning I

En viktig faktor för en utvecklad samhällsekonomi är en väl fungerande och effektiv aktiemarknad. Aktiemarknaden bidrar bl.a. till den viktiga allokeringfunktionen, vilket innebär att resurser fördelas på ett sätt som gynnar

⁷⁸ Se Fombrun s. 157.

⁷⁹ Se Kågerman s. 351.

⁸⁰ Se Kapferer s. 189f samt Rose s. 470.

⁸¹ Se Prob. 2006/07:65 s. 85.

samhället i dess helhet. Strävan efter att bevara aktiemarknaden väl fungerande och effektiv ligger därför i allmänhetens och samhällets intresse i sin helhet.

En förutsättning till att aktiemarknaden skall kunna fungera väl och effektiv är att det finns investerare som hyser så stor förtroende för marknaden så att de har viljan att placera sitt kapital däri. Därför utgår den aktiemarknadsrättsliga regleringen från ett konsument- och investerarskyddsperspektiv. Skyddet ges i huvudsak genom långtgående krav på offentlighet och transparens kring de börsnoterade bolagens verksamhet. Generellt innebär detta att börsbolagen har en skyldighet att offentliggöra all kurspåverkande information om dem. På så sätt antas investerarna få tillgång till relevant information som kan användas som underlag till olika placeringsbeslut och att eventuella informationsasymmetrier motverkas som annars kan bidra till en orättvis aktiehandel.

En konsekvens av marknads informationsbehov är att rykten är en vanlig företeelse på aktiemarknaden. Så fort informationen kring ett bolag är bristfälligt finns det utrymme för ryktesbildning vars funktion således blir att fylla det informationsvakuum som föreligger. Kännetecknande för rykten är dels att dess innehåll, till skillnad från kurspåverkande information, inte är bekräftad av bolaget och dels att inte alla aktörer på marknaden känner till den. Detta medför att om ryktet är oriktigt så kan det bidra till en felaktig kursbildning vilket bl.a. kan leda till att investerare drabbas av ekonomiska skador. Om ryktet däremot är riktigt kan det innebära att det föreligger en informationsasymmetri där de som känner till ryktet kan göra en större vinst på marknaden än övriga aktörer. På så sätt skapas en oförutsebarhet i kursbildningen och en orättvis aktiehandel som i det större perspektivet kan skada investerarnas förtroende för aktiemarknaden. I en okontrollerad miljö, där rykten får florerat hur som helst på marknaden, föreligger således risken att aktiemarknadens funktionalitet och effektivitet skadas i sin helhet. Det finns därför skäl till att överväga om det är nödvändigt att åtgärder vidtas som har till syfte att motverka ryktesbildning och ryktesspridning på aktiemarknaden.

Avdelning II

Börsbolagens skyldighet att reagera på rykten – En redogörelse av gällande rätt

Syftet med denna avdelning är att presentera ett svar på uppsatsens frågeställning. Avdelningen innefattar bl.a. en genomgång av de normer som kan ställas till grund för en skyldighet för börsbolagen att reagera på rykten samt en undersökning av vad skyldigheten egentligen innebär. Med hänsyn till att många bolag under senare år har utsatts för internetrykten har också ett särskilt avsnitt tillägnats denna problematik. Dessutom görs en genomgång av amerikansk rätt. Amerikansk rätt är av intresse eftersom uppsatsens frågeställning till viss del redan har behandlats där. Eftersom de principer som genomsyrar den amerikanska rätten till stor del påminner om den svenska regleringen torde således vägledning kunna inhämtas därifrån för tolkningen av den svenska rätten.

6 Är bolaget skyldig att reagera på rykten?

6.1 Motivet för en skyldighet att reagera på rykten

Det brukar ofta argumenteras för att ett börsbolag som huvudregel inte skall anses ha en generell skyldighet att reagera på rykten. Med en *generell skyldighet* avses ett ansvar att reagera på samtliga rykten som förekommer om bolaget. Argumenten emot en sådan skyldighet är många och ståndpunkterna är ofta väl grundade.

Ett av de vanligaste argumenten är att rykten som florerar på aktiemarknaden inte alltid har bolaget som sin källa utan någon utomstående. Sådana rykten kan i allmänhet skapas av vem som helst, vart som helst och när som helst. Det skulle därför vara näst intill en omöjlig uppgift för bolaget att kunna reagera på alla dessa rykten. I vart fall skulle bolaget behöva investera en stor mängd resurser, i form av kapital och personal, för att bevaka förekomsten av rykten. En sådan skyldighet har ansetts vara allt för långtgående och ej i linje med syftet av den aktiemarknadsrättsliga regleringen.⁸²

Ytterligare ett argument är att ett börsbolag inte skall behöva avslöja känslig information p.g.a. att någon på marknaden sprider rykten. Exempel på en sådan situation är då en konkurrent planterar ett rykte angående en viss omständighet som denne vill få kännedom om. Om börsbolag skulle ha en generell skyldighet att reagera på samtliga rykten skulle detta innebära att bolaget blir tvungen att verifiera eller dementera det planterade ryktet. På så sätt kan bolaget förmås avslöja känsligt information om sig själv. Även detta betraktas vara något som står i strid mot syftet av den aktiemarknadsrättsliga regleringen varför en generell skyldighet att reagera på rykten inte anses bör föreligga.⁸³

Även om de argument som presenterats häröver får anses vara väl grundade, finns det fortfarande skäl som talar för en skyldighet att reagera på rykten. Ett av

⁸² Se Sheffey s. 775.

⁸³ Se Samuelsson s. 151.

de största skälen är att rykten kan få mycket negativa effekter på investerarnas förtroende för börsbolagen och aktiemarknaden. En okontrollerad miljö där rykten florerar kan således medföra att investerarnas vilja att investera kapital i aktiemarknaden försvinner helt. Detta kan följaktligen föra med sig förödande konsekvenser för samhällsekonomin. För att säkerställa bevarandet av en väl fungerande och effektiv aktiemarknad har det därför ansetts vara viktigt att påföra börsbolagen åtminstone en begränsad skyldighet att reagera på rykten.⁸⁴

6.2 Grunden till skyldigheten

6.2.1 Svensk rätt

Inom svensk aktiemarknadsrätt finns det inte någon reglering⁸⁵ som ställer ett direkt krav på att ett börsbolag skall reagera på rykten.⁸⁶ Av kommentaren till punkt 3.1.4 i NASDAQ OMX Regelverk för emittenter framkommer dock en vag antydning om att ett börsbolag, under vissa speciella omständigheter, kan ha en skyldighet att reagera på rykten. Av kommentaren framgår bl.a. följande:

”... Bolaget har ingen skyldighet att bevaka förekommande rykten eller att reagera på rykten som saknar relevans eller innehåller oriktiga eller vilseledande information från någon utomstående...”

Även om kommentaren i och för sig inte är bindande för börsbolagen så har den en stor betydelse vid tillämpningen av bestämmelserna i NASDAQ OMX Regelverk för emittenter. Handledningstexten utgör börsens tolkningar av den praxis som gäller, varför börsbolagen bör efterfölja den.⁸⁷ I annat fall kan bolagen anses agera i strid mot börsens regelverk och därför drabbas av påföljder enligt punkt 5 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

⁸⁴ Jfr Sheffey s. 762.

⁸⁵ Se avsnitt I kapitel 3 i uppsatsen för en närmare beskrivning av vilka normer som styr aktiemarknadsrätten och hur regleringsstrukturen är uppbyggd.

⁸⁶ Jfr Samuelsson s. 150.

⁸⁷ Se inledningstexten till NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

Härutöver finns i börsens allmänna råd vissa riktlinjer om hur bolagen bör förhålla sig till rykten.⁸⁸ Råden är emellertid inte en del utav börsens regler utan skall uppfattas som allmän rådgivning grundat på börsens erfarenheter.⁸⁹ Detta innebär dock inte att bolagen kan välja att förbise sådana råd eftersom de anses ge uttryck för en accepterad aktsamhetsstandard. Underlåtenhet att följa börsens råd kan därför ses som en culpös handling och ett agerande i strid mot god sed på aktiemarknaden.⁹⁰

6.2.2 Amerikansk rätt

Till skillnad mot Sverige har frågan om börsbolagens skyldighet att reagera på rykten fått en stor uppmärksamhet i USA som tidigt fått erfara hur rykten kan skada aktiemarknaden. Som ett resultat av de negativa amerikanska erfarenheterna har det länge förts en debatt om vilket ansvar ett börsbolag bör ha i samband med ryktesspridning på aktiemarknaden.⁹¹ Flera fall har också tagits upp till rättslig prövning som lett till att en viss praxis har utvecklats i frågan.⁹² Dessutom har flera börser, så som New York Stock Exchange (NYSE) och American Stock Exchange (AMEX), via självreglering sökt säkerställa en effektiv och fungerande aktiemarknad, genom att ställa långtgående krav på sina medlemmar att reagera på rykten. Enkelt uttryckt går börsernas krav ut på att bolagen skall bekräfta sanna rykten och dementera falska.⁹³ Den regel som NYSE tillämpar lyder på följande sätt:

“... If rumors or unusual market activity indicate that information on impending developments has leaked out, a frank and explicit announcement is clearly required. If rumors are in fact false or inaccurate, they should be promptly denied or clarified...”⁹⁴

En liknande bestämmelse går att finna i AMEX Company Guide § 401 (c):

⁸⁸ Se Stockholmsbörsens råd om analytikerkontakter och informationsläckor.

⁸⁹ Se Stockholmsbörsens råd om analytikerkontakter och informationsläckor s. 1.

⁹⁰ Se Kommentar till punkt 5 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter samt avsnitt 6.7 i uppsatsen.

⁹¹ Se bl.a. Sheffey s. 755f, Rose s. 461f, Bell s. 1f.

⁹² Se bl.a. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 401 F.2d 833, Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp. 409 F.2d 937 samt State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp. 654 F.2d 843.

⁹³ Jfr med den äldre lydelsen av Londonbörsens regelverk ASL section 5 chapter 2 § 1 som ställde ett liknande krav på bolagen.

⁹⁴ Se NYSE Listed Company Manual section 202.03.

“Whenever a listed company becomes aware of a rumor or report, true or false, that contains information that is likely to have, or has had, an effect on the trading in its securities, or would be likely to have a bearing on investment decisions, the company is required to publicly clarify the rumor or report as promptly as possible.”

6.3 Kommentaren till punkt 3.1.4 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter

6.3.1 Allmänt

Då det inte finns en klar rättslig grund för börsbolagens skyldighet att reagera på rykten, torde kommentaren till punkt 3.1.4 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter utgöra utgångspunkten för svensk rätts vidkommande. Av kommentaren kan bl.a. följande utläsas.

“... Bolaget har ingen skyldighet att... reagera på rykten som saknar relevans eller innehåller oriktiga eller vilseledande information från någon utomstående...”

Vid en första anblick kan vissa specifika omständigheter utläsas där ett börsbolag undantas från en skyldighet att reagera på rykten. Så är fallet om ett rykte *saknar relevans* eller *innehåller oriktiga eller vilseledande information från någon utomstående*. Därmed torde slutsatsen kunna dras att ett börsbolag som huvudregel *inte har en generell skyldighet att reagera på rykten*. Ett e-contrario slut av kommentartexten ger dock en antydning på att det finns rykten som ett börsbolag ändå är skyldig att reagera på och därmed åtminstone har en begränsad skyldighet. En sådan skyldighet torde mot bakgrund av kommentartexten föreligga då:

1. *ett rykte har relevans, och;*
2. *ryktet innehåller oriktiga eller vilseledande information och härrör från bolaget, d.v.s. rykten vars innehåll är oriktig och som bolaget givit upphov till, eller;*
3. *ryktet inte innehåller oriktiga eller vilseledande information d.v.s. rykten vars innehåll är riktig, eller;*

6.3.2 När är ett rykte av relevans?

För att ett börsbolag överhuvudtaget ska ha en skyldighet att reagera på rykten torde krävas att ryktet är av *relevans*.⁹⁵ Om inte ryktet är av relevans framgår det klart och tydligt av kommentartexten att bolaget inte heller har en skyldighet att reagera på ryktet. Vad som menas med begreppet relevans har dock inte behandlats något närmare varken i kommentaren, regelverket eller i doktrinen.⁹⁶

I USA brukar man däremot tala om att budskapet i ett rykte måste vara *material* för att en skyldighet att reagera på den skall föreliga.⁹⁷ Domstolen i USA har tidigt givit begreppet material en rättslig innebörd genom avgörandet TCS Indus v. Northway Inc.⁹⁸

“An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote... Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available.”

Med material avses således sådan information som en *“reasonable investor”*⁹⁹ med stor sannolikhet skulle anse vara viktig för sitt placeringsbeslut.¹⁰⁰

6.3.3 Rykten vars innehåll är oriktig och bolaget givit upphov till

I avdelning I konstaterades att ett börsbolag har en omfattande plikt att offentliggöra kurspåverkande information. Informationen brukar distribueras aktiemarknaden antingen utav bolaget direkt eller via massmedia i form av pressrelease, företagsanalyser o.d. Under offentliggörandeprocessen är det inte ovanligt att informationen av misstag presenteras med ett felaktigt innehåll eller på ett sätt så att den verkar vilseledande. Särskilt är detta fallet när offentliggörandet sker via massmedia då bolaget har begränsade möjligheter att

⁹⁵ Se kommentaren till punkt 3.1.4 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

⁹⁶ Jfr Sheffey s. 757.

⁹⁷ Se Sheffey s. 757.

⁹⁸ TCS Indus v. Northway Inc. 426 U.S. 438.

⁹⁹ På svenska är den rättsligt vedertagna översättningen *“förnuftig investerare”*.

¹⁰⁰ Se Sheffey s. 757.

kontrollera hur informationen återges. Så fort informationen är otillfredsställande uppstår spelrum för spekulationer och ryktesspridningen sätter fart. Från marknadens synvinkel kan det då vara nödvändigt att få dessa brister korrigerade.¹⁰¹

En indirekt följd av börsbolagens plikt att offentliggöra kurspåverkande information, är att en korrigeringsplikt kan uppstå i syfte att justera eventuella felaktigheter i den offentliggjorda informationen.¹⁰² Eftersom det finns en mängd företagsexterna parter som är involverade vid offentliggörandeprocessen har det dock inte ansetts rättvist att ålägga börsbolagen hela ansvarsbördan för sådana felaktigheter. Bolagets skyldighet att korrigera felaktigheter och rykten anses därför inte utsträckas bortom gränsen för vad som utgör tillfredsställande aktsamhet. Ytterst blir diskussionen om bolagets skyldighet att korrigera rykten sålunda inom ramen för en culpabedömning in casu.¹⁰³

Hur detta tillämpas i praktiken är dock mer oklart. I USA brukar man i samband med bedömningen av ett bolags skyldighet att reagera på rykten tala om *attributable principle*.¹⁰⁴ Principen slogs fast av den amerikanska domstolen i avgörandet *State Teachers v. Fluor Corp.* och är en förutsättning för att ett börsbolag skall anses vara skyldig att reagera på rykten.

“A company has no duty to correct or verify rumors in the marketplace unless those rumors can be attributable to the company.”¹⁰⁵

Innebörden av principen är att ett börsbolag enbart är skyldig att reagera på rykten som den själv givit upphov till. Två tidiga avgöranden, som ligger till grund för utslaget i *State Teachers v. Fluor Corp.*, förtydligar vad domstolen menar med begreppet *“attributable”* eller *“givit upphov till”* på svenska. I det första avgörandet *SEC v. Texas Gulf Sulphur* hade ett bolag, via ett pressmeddelande till marknaden, sökt klargöra förhållandena kring ett rykte. Pressmeddelandet ansågs

¹⁰¹ Se Samuelsson s. 147.

¹⁰² Se Samuelsson s. 148.

¹⁰³ Se Samuelsson s. 148 samt Sheffey s. 777f.

¹⁰⁴ På svenska benämns principen som tillräckningsprincipen.

¹⁰⁵ Se *State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp.* 654 F2d 843.

emellertid vara vilseledande och bolaget hölls ansvarig för detta. Genom avgörandet slog domstolen fast att ett bolag kan bli skyldig för oriktiga och vilseledande information som den *själv* är källan till.¹⁰⁶ Domstolen vidareutvecklade sedan denna praxis genom avgörandet *Electronic Speciality Co. v. International Controls Corp.* Där slog domstolen fast att ett bolag inte har en skyldighet att reagera på rykten vars källa är *okänd*.¹⁰⁷ Efter *State Teachers v. Fluor Corp.* har den amerikanska domstolen kommit att utvidga principens innebörd genom avgörandena i *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*¹⁰⁸ samt *Green v. Jonhop, Inc.*¹⁰⁹.

I avgörandet *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* gällde frågan om ett börsbolag hade inblandad sig i en extern parts framtagna prognoser om bolaget till en sådan grad att prognoserna kunde anses vara "attributable" till den, d.v.s. att det kunde antas att bolaget givit upphov till prognoserna. Domstolen svarade på frågan på följande sätt:

"We have no doubt that a company may so involve itself in the preparation of reports of reports and projections by outsiders as to assume a duty to correct material errors in those projections. This may occur when officials of the company have, by their activity, made an implied representation that the information they have reviewed is true or at least in accordance with the company's view."¹¹⁰

I avgörandet *Green v. Jonhop, Inc.* gällde frågan om ett börsbolag kunde anses vara ansvarig för felaktig information som offentliggjorts av någon annan än bolaget. Domstolen kom i avgörandet fram till följande:

"A corporation cannot be held responsible for all omissions or misrepresentations made about the financial condition and future prospects by every broker, dealer or securities salesman. It is only obligated to take some action when it learns of such misstatements or omissions and is aware that their publication or non publication will be misleading to members of the investing public."

Konsekvensen av de ovan beskrivna avgörandena är att ett bolag, utöver det fall den själv är källan till ett rykte, kan bli skyldig att reagera på rykten som har sin

¹⁰⁶ Se *Texas Gulf Sulphur Co.* 401 F.2d 833.

¹⁰⁷ *Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp.* 409 F.2d 937.

¹⁰⁸ *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 472 F.Supp. 123.

¹⁰⁹ *Green v. Jonhop, Inc.* 358 F. Supp 413.

¹¹⁰ *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 472 F.Supp. 123.

källa i en företagsextern part. Däremot är denna skyldighet begränsad till den del bolaget anses ha orsakat eller bidragit till felaktigheter som har resulterat till ryktet.¹¹¹

I praktiken torde det ovan anförda innebära följande. Som huvudregel bör gälla att bolaget har en skyldighet att korrigera egen distribuerad information.¹¹² Bolaget skall sålunda vara ansvarig för felskrivningar, vilseledande uttalanden o.d. som kan leda till ryktesbildning. Om informationen istället blivit distribuerad via massmedia, torde bolagets ansvar begränsas till utformningen av det material som mediet har fått erhålla. Bolaget kan också bli skyldigt att korrigera felaktigheter som någon med en speciell relation till denne har förorsakat och som resulterat i ryktesbildning. Detta förutsätter dock att bolaget är både medveten om felaktigheten och att den kan vilseleda potentiella investerare.¹¹³

6.3.4 *Rykten vars innehåll är riktig*

En "typ" av rykten som ett börsbolag kan bli skyldig att reagera på är de som inte innehåller oriktiga eller vilseledande information, d.v.s. rykten vars innehåll är riktiga. Det torde åtminstone finnas två situationer där en sådan skyldighet kan antas föreligga.

För det första kan skyldighet föreligga om ett rykte är nära förankrad verkligheten och är av kurspåverkande natur. Skyldigheten får då ses föreligga mot bakgrund av börsbolagens plikt att offentliggöra kurspåverkande information. Exempel på en sådan situation är då en analytiker lyckats tolka olika händelser kring ett bolag på ett korrekt sätt. Detta brukar benämnas som att en sorts kvalificerad gissning föreligger.¹¹⁴

¹¹¹ Se Sheffey s. 793.

¹¹² Se Samuelsson s. 149.

¹¹³ Se Sheffey s. 793.

¹¹⁴ Se VPML 15:6 st. 1 p. 3 samt NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.1.

Skyldighet att reagera rykten kan också föreligga om ryktet har uppstått som en konsekvens av att anställda har pratat och avslöjat information om bolaget. Situationen kan då jämföras och likställas med ett fall av *informationsläckage*. Enligt NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.4 har bolaget en skyldighet att offentliggöra kurspåverkande information som har läckt ut i syfte att upprätthålla en likformig och rättvis informationsspridning på aktiemarknaden. För att undandra sig ansvar bör sålunda bolaget också kommentera rykten som ligger i gränsfallet till informationsläckage.

6.4 Vad menas med att *reagera* på rykten?

Inom amerikansk rätt medför attributable principle att ett börsbolag ska *reagera* på ett rykte genom att korrigera eller verifiera ryktet. Det samma gäller enligt NYSE och AMEX regelverk. Vad som menas med begreppet reagera inom svensk rätt framgår inte explicit av varken kommentaren till punkt 3.1.4 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter eller någon annan rättskälla för den delen. Att begreppet skulle ha en annan innebörd än vad som framgår utav amerikansk rätt trodde dock vara högst osannolikt. Frågan som härvid kan ställas är hur en sådan korrigering eller verifiering av rykten bör ske i praktiken?

I allmänhet när ett börsbolag skall offentliggöra kurspåverkande information utformas först ett pressmeddelande med den kurspåverkande informationen som dess innehåll. Pressmeddelandet skall utformas på ett sätt så att dess innehåll är korrekt, relevant, tydligt och ej vilseledande.¹¹⁵ Offentliggörandet till marknaden sker herefter via en informationsdistributör.¹¹⁶ På samma sätt bör en korrigering eller verifiering av ett rykte ske. Ett pressmeddelande bör således utformas och formuleras med den klagörande informationen. Pressmeddelandet måste dock utformas och formuleras på ett tillräckligt utförligt och tydligt sätt för att marknaden ska kunna förstå innehållets budskap och kunna bedöma dess effekt

¹¹⁵ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.2.

¹¹⁶ Se kommentar till punkt 3.1.5 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

på aktiekursen. En massa onödig information som maskerar budskapets verkliga innehåll får inte tas med.

Normalt bör det vara tillräckligt med att pressmeddelandet enbart innehåller de klagörande uppgifterna. Ryktet i sig torde således inte behöva återges i pressmeddelandet.¹¹⁷ Den väsentliga informationen skall presenteras tydligt i början av meddelandet och varje meddelande skall ha en rubrik som sammanfattar dess innehåll.¹¹⁸ Rör det sig om en korrigerig av tidigare lämnade uppgifter av bolaget skall offentliggörandet av pressmeddelandet ske via tidigare distributionskanaler.¹¹⁹ Informationen ska efter offentliggörandet också hållas tillgängligt på bolagets hemsida.¹²⁰

Vissa ryktens komplexitet kan också medföra att det uppstår situationer där det är svårt för ett börsbolag att veta hur pressmeddelandet bör utformas och formuleras så att marknaden inte vilseleds. I de fall bolaget känner sig osäker är det bäst att kontakta börser för att i samråd finna en lämplig lösning. Härutöver bör bolagen också vara observanta på att börser kan behöva informeras i förhand om en viss information som skall offentliggöras förväntas väsentligt påverka aktiekursen.¹²¹

6.5 Övriga fall som kan leda till en skyldighet

6.5.1 Handelsstopp

Utöver en antydning på en eventuell skyldighet att reagera på rykten stipulerar kommentaren till punkt 3.1.4 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter följande:

”Om emellertid ett osant rykte har en betydande kurspåverkande effekt kan bolaget hamna i ett läge där man måste överväga om det inte skulle vara lämpligt att förse marknaden med korrekt information och därmed skapa underlag för rätt börskurs. Om kursbildningen störs på ett väsentligt sätt av sådana rykten kan börser komma att överväga om några åtgärder behöver vidtas, t.ex. ett beslut om handelsstopp.”

¹¹⁷ Se Samuelsson s. 152.

¹¹⁸ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.5.

¹¹⁹ Se kommentar till punkt 3.1.3 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

¹²⁰ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.1.6.

¹²¹ Se NASDAQ OMX Regelverk för emittenter punkt 3.4.2.

En av börsens övergripande uppgifter är att övervaka så att handeln och kursbildningen på aktiemarknaden sker enligt lag, andra författningar och god sed.¹²² I syfte att uppfylla detta krav kan börsen besluta om handelstopp i ett bolags aktier då något stör handeln och kursbildningen på marknaden. Så kan vara fallet då handeln inte sker på lika villkor p.g.a. informationsasymmetri eller p.g.a. att ett rykte stör en korrekt kursbildning.¹²³

Blir ryktesspridning på aktiemarknaden besvärande för handeln och kursbildningen, har börsen sålunda en möjlighet att besluta om handelstop i syfte att klargöra läget och stabilisera marknaden. Beslutet kan användas som ett påtryckningsmedel för att få ett bolag att reagera på ett rykte. Ett sådant beslut kan tas av börsen oberoende om bolaget annars har en skyldighet att reagera på rykten eller inte. Lösningen är dock endast tillfredställande om börsen snabbt kommer fram till ett slutresultat. I annat fall kan kursbildningen störas ytterligare.¹²⁴

6.5.2 *God sed på aktiemarknaden*

Enligt punkt 5 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter är ett börsnoterat bolag skyldigt att följa allmän accepterad god sed på aktiemarknaden. Med allmän accepterad god sed avses en faktiskt förekommande praxis för börsbolagens uppträdande på aktiemarknaden.¹²⁵

I Sverige är det bl.a. aktiemarknadsnämnden som genom sina uttalanden verkar för god sed på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämndens uppgift är bl.a. att tolka, tillämpa och komplettera de regler som gäller för aktiemarknaden. Varje åtgärd som ett svenskt börsbolag vidtar kan komma att bli föremål för nämndens bedömning. Nämndens uttalanden är inte bindande i sig. De får dock en direkt

¹²² Se VPML 13:7.

¹²³ Se VPML 22:1.

¹²⁴ Se Samuelsson s. 151 samt s. 223.

¹²⁵ Se Kommentar till punkt 5 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

betydelse för vad som utgör god sed på aktiemarknaden.¹²⁶ Det är därför viktigt att ett bolag är försiktig med hur den agerar vid hantering av rykten på aktiemarknaden. Av vad jag dock har funnit har nämnden hittills inte bedömt någon situation som rör ryktesspridning och bolagens skyldighet att reagera på dessa.

6.5.3 Förebyggande åtgärder

Det har här ovan konstaterats att anledningen till att rykten skapas är att det på aktiemarknaden upplevs vara brist på information. En orsak till detta kan vara att marknaden hyser misstro till den information som redan finns tillgänglig. Ett sätt att förebygga ryktesspridning kan vara att kontinuerligt hålla marknaden uppdaterad om bolagets angelägenheter samt att alltid ge ut en trovärdig bild utav bolaget. I praktiken kan dock detta medföra stora problem eftersom det ändå finns gränser för hur öppen ett bolag kan vara.¹²⁷

Ett sätt att åstadkomma detta är att bolaget sätter upp en policy över hur den skall hantera rykten. Eftersom bolaget inte har en generell skyldighet att kommentera rykten så kan den välja att ha en policy om att inte kommentera rykten i media o.d. Det gäller dock att denna attityd tillämpas konsekvent gentemot alla som intresserar sig av en kommentar. I annat fall kan bolaget avslöja sig själv genom att marknaden "läser mellan raderna". På så sätt kan störningar i kursbildningen orsakas och informationsasymmetrier uppstå. Marknaden kan då tappa förtroendet för bolaget vilket också skadar dess trovärdighet.¹²⁸

För att hålla bolagets trovärdighet uppe och stävja att rykten uppkommer p.g.a. misstro, är det viktigt att bolaget aldrig ljuger och alltid talar sanning. Det är också viktigt att marknaden får besked om en viss händelse, positiv eller negativ, utav bolaget självt än genom andra källor. Därför är det viktigt att bolaget är snabb

¹²⁶ Se Kågerman s. 504.

¹²⁷ Se Kapferer s. 242f.

¹²⁸ Se Stockholmsbörsens råd om analytikerkontakter och informationsläckor punkt 6.

med att agera på ett rykte genom att göra ett uttalande, pressrelease eller dylikt.¹²⁹

Oavsett om bolaget väljer att hålla en tystnadspolicy eller kommentera rykten är det viktigt att bolaget reagerar på samma sätt avseende positiva och negativa rykten. Om bolaget väljer att försköna sin bild genom att spela på positiva rykten och hålla en tystnadspolicy avseende negativa rykten kan bolaget riskera att uppfattas som oärlig och tappa anseende. Detta skapar en misstro mot bolaget som kan leda till att rykten uppstår.¹³⁰ Dessutom kan ett sådant beteende anses stå i strid mot börsens allmänna råd om hur bolagen bör förhålla sig till rykten. Eftersom börsens allmänna råd anses ge uttryck för en allmän accepterad aktsamhetsstandard kan underlåtenhet att följa dem innebära ett agerande mot god sed på aktiemarknaden. Således finns det möjlighet för både Aktiemarknadsnämnden och börsens disciplinnämnd att vidta vissa åtgärder mot bolaget.¹³¹

7 Särskilt om internetrykten

7.1 Den nya problem trenden

Samhällets modernisering och utvecklingen av nya massmediala tekniker för informationsspridning har skapat nya problem i samband med rykten på aktiemarknaden. Ett under senare år vanlig trend är att ryktesspridning sker via internet av anonyma källor. Internets lättillgänglighet och dess ofantliga användare antal gör att ryktesspridningen kan ske mycket snabbare och till en större krets. Därmed kan ryktet också få ett större genomslag på aktiekursen.¹³²

¹²⁹ Se Kapferer s. 243f.

¹³⁰ Se Kapferer s. 242f.

¹³¹ Se Kommentar till punkt 5 NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.

¹³² Se Wärneryd s 71f.

Oftast sprids rykten på internet genom publicering av nya hemsidor, bloggar och chatt rum. Vanligast är dock att rykten sprids via börsinriktade forum så som Dagens industris *börssnack* eller sökmotor giganten Yahoos finansiella forum, den s.k. *Yahoo! Finance message board*.¹³³ Under de senare åren har det uppstått flera fall där rykten påverkat ett börsbolags aktiekurs negativt. Ett exempel är det ovan nämnda fallet AgrioBiotech Inc. Bolagets aktiekurs sänktes från hela 29,50 USD till 9.75 USD p.g.a. rykten som spreds om den på Yahoo! Finance message board. Även den välkända Lehman Brothers Holding fick erfara konsekvensen av ryktesspridning via internet. Internetrykten påstod att bolaget var drabbad av betydelsefulla finansiella svårigheter och att den amerikanska Federal Reserve letade efter potentiella förvärvare av Lehman. Syftet med dessa rykten var att få ned värdet av Lehmans aktiekurs. Ryktet fick ett stort genomslag eftersom den via internet kunde spridas till en större krets för kännedom.¹³⁴

7.2 Hur bör ett börsbolag förhålla sig till internetrykten?

Generellt har ett börsbolag samma skyldighet att reagera på internetrykten som andra "typer" av rykten. Ser man detta från attributable principle perspektiv, vilket också bör vara vägledande för svensk rätt, innebär det i praktiken att bolagen inte har någon skyldighet att reagera på internetrykten eftersom dessa som huvudregel har okända källor.¹³⁵

Problemet med internetrykten är dock att de kan få ett så kraftigt genomslag på aktiekursen att det ofta, från ett marknadsperspektiv, blir nödvändigt att korrigera eller verifiera ryktet. Om bolaget vid ett sådant läge inte väljer att reagera på ryktet kan börserna genom hot om handelsstopp indirekt få bolaget att klargöra läget för marknaden.¹³⁶

¹³³ Se Wärneryd s 71f samt Bell s. 1f.

¹³⁴ Se Bell s. 3.

¹³⁵ Se *Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp.* 409 F.2d 937.

¹³⁶ Se kap. 6, avsnitt 6.7.1 i uppsatsen.

Det är inte heller ovanligt att börsbolagen på olika sätt väljer att bemöta sådana rykten. Bemötandet kan ske genom att anställda tillåts delta i chatt eller i de forum där rykten sprids. Många bolag väljer också att bemöta internetrykten på den egna hemsidan.¹³⁷ Ett bolag som väljer att bemöta internetrykten på detta sätt kan dock utsätta sig själv för stora risker. Om bolaget inte förmår att tydligt klargöra hur det verkliga läget förhåller sig kan den genom att delta i chatt och olika forum anses ha bekräftat ryktens innehåll. En tillämpning av attributable principle i detta fall skulle medföra att bolaget åtminstone delvis kan anses ansvarig för ryktesspridningen.¹³⁸ En ytterligare aspekt i detta är att om bolaget enbart bemöter internetrykten på så sätt som beskrivits härövan, och samtidigt inte offentliggör ett pressmeddelande med samma innehåll, bryter den mot sin informationsplikt enligt nationell rätt och NASDAQ OMX Regelverk för emittenter.¹³⁹

För att ett börsbolag skall undgå ansvar för internetrykten bör den således upprätthålla samma policy som den annars har gentemot andra ”typer” av rykten. Utgångspunkten bör vara att bolaget inte bemöter internetrykten. Om bolaget väljer bemöta internetrykten så bör det ske via ett pressmeddelande så som beskrivits i uppsatsens kap. 6, avsnitt 6.4. Bemötanden på andra sätt bör i största möjliga mån undvikas för att säkerställa att bolaget inte blir ansvarig för ryktet.¹⁴⁰

8 Sammanfattande analys av avdelning II

I Sverige finns det inte mycket som reglerar hur ett börsnoterat bolag skall agera då det förekommer rykten om den på aktiemarknaden. Trots detta går det att utläsa en skyldighet för bolagen att i vissa situationer agera på rykten. Innebörden av denna skyldighet har dock inte behandlats närmare vare sig av lagstiftaren, i

¹³⁷ Se Bell s. 7.

¹³⁸ Jfr Bell s. 6.

¹³⁹ Se Bell s. 6.

¹⁴⁰ Se Bell s. 8f.

praxis eller i doktrinen. Detta har dock uppmärksammats i USA där rättsläget är mer klart och börsbolagens skyldighet att reagera på rykten mer tydligt. Eftersom de principer som genomsyrar den amerikanska rätten till stor del påminner om den svenska regleringen torde således vägledning kunna inhämtas därifrån för tolkningen av den svenska rätten. Med andra ord bör amerikansk rätt kunna fylla i det tomrum som kan uppstå vid undersökningen av vad börsbolagens skyldighet att reagera på rykten enligt svensk rätt innebär.

Eftersom brist på information är huvudorsaken till att rykten uppstår är skyldigheten för bolaget att reagera på rykten närmast att ses mot bakgrund av de börsrättsliga reglerna om informationsspridning på aktiemarknaden. Bolagets skyldighet att reagera på rykten innebär således att fylla ut det informationsvakuum som orsakat eller kan bidra till förekomsten av rykten på aktiemarknaden. Mer konkret innebär detta en skyldighet att korrigera eller verifiera rykten efter att de har uppstått på aktiemarknaden samt att sätta upp strategier i syfte att förhindra att rykten skapas i allmänhet. På så sätt kan en korrekt kursbildning säkerställas och informationsasymmetrier förhindras.

Därmed kan bolagets skyldighet att reagera delas upp i två delar, närmare bestämt en klagörande och en förebyggande del. För att bedöma om det föreligger en skyldighet för bolaget att klargöra ett rykte, d.v.s. korrigera eller verifiera ett rykte, bör bolaget ställa sig tre frågor. I första hand bör bolaget ställa sig frågan ryktet är av relevans. Vägledning för denna bedömning torde kunna inhämtas från amerikansk rätt. I allmänhet torde det vara som så att ett rykte är av relevans om en *“reasonable investor”* med stor sannolikhet skulle anse den vara viktig för sitt placeringsbeslut.

När det väl fastställts att ett rykte är av relevans får bolaget fortsätta med att ställa sig frågan vem som har givit upphov till ryktet. Är det bolaget självt som givit upphov till ryktet genom att exempelvis offentliggöra felaktig eller vilseledande information så bör bolaget också alltid ha en skyldighet att korrigera och klargöra läget för marknaden. Är det någon annan som givit upphov till ryktet, kan med

vägledning från amerikansk rätt, slutsatsen dras att bolaget kan bli skyldig att reagera på ryktet om den har haft del i ryktesbildningen. Så kan vara fallet om exempelvis någon med en speciell relation till bolaget lämnat marknaden felaktig information, som vilseleder investerarna, och bolaget varit medveten om detta. Problematiken har också fått en ytterligare dimension då internetrykten blivit en vanlig företeelse och bolagen tagit strid mot dessa genom att bemöta ryktena "online". Bedömningen av bolagens skyldighet bör i dessa fall utgå från en form av culpabedömning in casu.

Om det klart går att fastställa att någon annan givit upphov till ryktet bör bolaget fortsätta med att ställa sig frågan om ryktet innehåller en viss grad av sanning. Är källan till ryktet någon annan än bolaget och överensstämmer ryktet mer eller mindre med verkligheten görs i doktrinen en distinktion mellan uppfattningen om ryktesspridningen är att likställas med ett fall av informationsläckage eller om den har sin källa i någons kvalificerade gissning. Skillnaden mellan dessa två situationer ligger i att i det förra fallet så har bolaget en möjlighet och en plikt att så långt som möjligt hindra att informationen läcks ut. I det andra fallet så ligger situationen bortom bolagets möjligheter att kunna kontrollera. I praktiken torde dock inte finns någon större anledning till att göra en sådan distinktion. Så länge ryktet innehåller en viss sanningsgrad och är av kurspåverkande natur borde bolaget, mot bakgrund av dess informationsplikt, alltid ha en skyldighet att klargöra lägget. Betydelsen av en sådan distinktion torde enbart ligga i tidpunkten för när ett klargörande skall ske. Ett klargörande av en kvalificerad gissning torde således med stöd av 17 kap. 7 § Värdepappersmarknadslagen (2007:528) kunna skjutas upp till en senare tidpunkt än vad som gäller i det fall informationsläckage föreligger.

I övriga fall, där ett bolag varken är källan till ryktet eller där källan är klart okänt, torde bolaget inte heller ha någon skyldighet att varken korrigera eller verifiera den. I annat fall skulle en utomstående genom att sprida rykten kunna få ett bolag att avslöja känsligt material. Emellertid kan börsen med hot om handelsstopp påverka bolaget att agera. En underlåtenhet att agera kan även komma att ses

som en åsidosättande av god sed på aktiemarknaden. Därför är det också viktigt att bolaget tar ställning till hur ryktet påverkar marknaden och om det således finns skäl till att agera på ryktet.

Genom att ställa upp förebyggande strategier kan bolaget undvika att hamna i sådana svåra situationer som beskrivits här ovan. En sådan strategi bör utgå ifrån att kontinuerligt uppdatera och informera marknaden och alltid tala sanning. Bolaget bör också behandla positiva och negativa rykten på samma sätt. Dessutom bör bolaget ha en policy att kommentera rykten så lite som möjligt. En konsekvent tillämpning av en sådan strategi medför att bolagen tillgängliggör tillräckligt mycket information för att hämma uppkomsten av rykten och minskar risken för att avslöja sig själva p.g.a. inkonsekvent informationsgivning. Detta medför i sin tur att bolagets trovärdighet upprätthålls varför också möjligheten för att rykten uppstår p.g.a. misstro minskar.

Sammanfattningsvis kan det anföras att hantering utav rykten kan vara väldigt svårt ur bolagens perspektiv. Det finns inte mycket som ger vägledning till hur ett bolag skall gå tillväga och vilka skyldigheter den har. Är bolaget väl insatt i de börsrättsliga reglerna om informationsspridning och tillämpar dem på ett korrekt sätt har den dock goda möjligheter till att undvika rykten.

9 Slutsatser och avslutande kommentarer

Det är otroligt hur lite skyldigheten att reagera på rykten är behandlat i svensk rätt. Av erfarenhet kan jag dessutom konstatera att det bland aktörerna i svenskt näringsliv och inom den aktiemarknadsrättsliga sfären finns en tendens att nongalera frågan. En kan få uppfattningen om att dessa parter inte ens kan tänka sig ett börsbolag överhuvudtaget har en skyldighet att reagera på rykten. Inställningen är förståeligt med hänsyn till att den svenska aktiemarknaden inte är så stor för att problemen kring rykten skall få den transparens som den förtjänar i allmänhetens medvetande. En ytterligare faktor är att börsbolagen oftast anser sig själva vara offer för rykten och inte den som är orsaken. En tredje orsak torde vara just bristen på tydlig reglering, praxis och doktrin som klargör när och hur en sådan skyldighet kan aktualiseras.

Uppsatsen har dock visat på att det finns situationer där en skyldighet att reagera på rykten kan aktualiseras för ett börsbolag. Bolagen behöver heller inte alltid vara den direkta källan till ryktet. Det torde räcka att deras oaktsamma beteende har bidragit till ryktesbildningen för att en skyldighet skall kunna aktualiseras. Därmed torde en större skyldighet än vad allmänheten är medveten om föreligga. Avsaknaden av regler, praxis och doktrin som klargör denna skyldighet innebär således en stor brist i både förutsägbarhet och rättsäkerheten av börsbolagen.

Härvid torde dock inte börsbolagens intressen vara huvudorsaken för en tydligare reglering av bolagens skyldighet att reagera på rykten. Utgångspunkten borde istället vara att bevara aktiemarknadens funktionalitet och effektivitet. Förekomsten av rykten på aktiemarknaden är mycket vanligt och bristen på reglering, praxis och doktrin i området kan ha många negativa konsekvenser. Rykten orsakar stora problem som kan skada marknadens funktionalitet och i längden dess existens. Detta är något som har uppmärksamrats av andra rättsordningar så som i USA och borde även göras i Sverige.

Källförteckning

Offentligt tryck

Proposition 2006/07:65 *Informationskrav i noterade företag, m.m.*

Proposition 2006/07:115 *Ny lag om värdepappersmarknad.*

Proposition 2004/05:84 *Ny aktiebolagslag.*

Proposition 1999/2000:109 *Ny insiderlagstiftning m.m.*

SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet.*

SOU 2003:22 *Framtida finansiell tillsyn, Utredningen om Finansinspektionens roll och resurser.*

SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden.*

SOU 1988:13 *Handel med terminer och optioner.*

Litteratur

Afrell, Lars, Klahr, Håkan, Samuelsson, Per, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, andra upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm, 1998 [Citeras Afrell].

af Sandeberg, Catarina, Sevenius, Robert, *Börsrätt*, andra upplagan, Studentlitteratur, Polen, 2008 [Citeras af Sandeberg].

Fombrun, Charles J, *Reputation: realizing value from the corporate image*, USA, 1996 [Citeras Fombrun]

Hansen, Jesper Lau, *Informationsmisbrug*, första upplagan, Jurist- og økonomiforbundets forlag, Danmark, 2011 [Citeras Hansen].

Kapferer, Jean-Noël, *Rykten: världens äldsta nyhetsmedium*, första upplagan, Norstedts Juridik, Eskilstuna, 1988 [Citeras Kapferer].

Keisu, Jenny, *Aktiemarknadsbolagens informationsgivning. Om hantering av kurspåverkande information, informationsläckor, rykten och educated guesses* Aktiemarknadsrättslig skriftserie, första upplagan, Uppsala universitet, 2009 [Citeras Keisu].

Kågerman, Pontus, Lohmander, Cecilia, De Ridder, Adri, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, första upplagan, Norstedts Juridik, Vällingby, 2008 [Citeras Kågerman].

Lindeskog, Stefan, *I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt, Börsrätt*, andra upplagan, Studentlitteratur, Polen, 2008 [Citeras Lindeskog].

Samuelsson, Per, *Information och ansvar: Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, första upplagan, Norstedts Juridik, Göteborg, 1991 [Citeras Samuelsson].

Skog, Rolf, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, tjuogoandra upplagan, Norstedts Juridik, Mölnlycke, 2009 [Citeras Skog].

Örtengren, Torsten, *Noterade bolags informationsgivning, Börsrätt*, andra upplagan, Studentlitteratur, Polen, 2008 [Citeras Örtengren].

Wärneryd, Karl-Erik, *Stock-Market Psychology – How people value and trade stocks*, första upplagan, Edward Elgar Publishing Limited, England, 2002 [Citeras Wärneryd].

Artiklar

Bell, Blake A, *Dealing with false internet rumors: A corporate primer*, Wallstreetlawer vol 2, no 7 s. 1-14, 1998 [Citeras Bell].

Rose, Arnold M, *Rumor in the Stock Market*, Public opinion quarterly Fall edition s. 461-486, 1951 [Citeras Rose].

Sheffey, John M, *Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem*, 57 The Notre Dame Lawyer s. 755-796, 1982 [Citeras Sheffey]

Rättsfall

EU:

Mål C- 6/64, Flaminio Costa mot E.N.E.L.

USA:

Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp. 409 F.2d 937.

Elkind v. Liggett & Myers, Inc. 472 F. Supp. 123.

Green v. Jonhop, Inc. 358 F. Supp 413.

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 401 F.2d 833.

State Teachers Retirement Board v. Flour Corp 654 F2d 843.

TCS Indus v. Northway Inc. 426 U.S. 438

Övrigt

Stockholmsbörsens råd om analytikerkontakter och informationsläckor (reviderad 2008).

Kapitalbarometern 2010.