

# Offentliggörande av regelbunden finansiell information hos svenska aktiemarknadsbolag

- Kvartalsrapportens betydelse för en ändamålsenlig reglering

Publication of regular financial information in Swedish listed companies

- The significance of quarterly reports for a regulation fit for its purpose

Författare: Erika Alvestrand

Handledare: Elif Härkönen

Examinator: Anders Holm

## Sammanfattning

Den svenska regleringen av regelbunden finansiell information återfinns i form av lag och självreglering och syftar till att säkerställa lika information till alla, ökat förtroende, ökad handelsaktivitet, ökad likviditet och långsiktig tillväxt på värdepappersmarknaden. Därtill syftar reglerna till en harmonisering på värdepappersområdet inom EU. På grund av de kostnader och den administrativa börda som kvartalsrapporter anses medföra för framförallt mindre företag, och på grund av de kortsiktiga investeringsstrategier rapporterna anses ge incitament till, har kraven på kvartalsrapporter i den svenska regleringen på senare år minskat. I förevarande uppsats besvaras frågan om ett avskaffat krav på kvartalsrapporter är ändamålsenligt utifrån ett samhällsekonomiskt nyttoperspektiv. Frågan besvaras genom analys av den svenska regleringen av offentliggörande av regelbunden finansiell information och av vilka konsekvenser ett avskaffat krav på kvartalsrapporter kan medföra. Vidare förs ett resonemang de lege ferenda om en ändamålsenlig reglerings utformning och innehåll. För att kunna dra slutsatser om hur företags rapportering påverkas av minskade krav på kvartalsrapporter genomförs dessutom en kvantitativ undersökning av kvartalrapporteringstrender och en kvalitativ undersökning av inställningen till kvartalsrapporter hos företag på Nasdaq Stockholm.

Utifrån olika ekonomiska teorier om i vilken grad informationsgivning utjämnar informationsasymmetrier på värdepappersmarknaden, kan slutsatser dras om med vilken frekvens regelbunden finansiell information bör offentliggöras och hur omfattande informationen bör vara. Trots investerares oförmåga att processa information och handla rationellt, finns mycket som talar för att informationsgivning i form av kvartalsrapporter utjämnar informationsasymmetrier i viss mån. Kvartalsrapporter är vidare av betydelse på grund av den trygghet offentliggörandet ger investerare. En känsla av trygghet ökar förtroendet för marknaden, vilket är positivt för marknadens kvalitet och likviditet. Därtill finns en risk för att ett avskaffat krav på kvartalsrapporter minskar informationsgivningen från svenska aktiemarknadsbolag, vilket kan påverka effektiviteten på värdepappersmarknaden övervägande negativt. Denna risk tillsammans med kvartalsrapporters betydelse för en fungerande värdepappersmarknad, medför att ett avskaffat krav på kvartalsrapporter inte är ändamålsenligt.

Resultaten av, de för uppsatsen genomförda undersökningarna, visar dock att företagen anser att dagens krav på kvartalsrapporters innehåll är för detaljerade för framförallt mindre företag och med hänsyn till investerares oförmåga att processa information. Krav på innehållet i

kvartalsrapporter bör sålunda ställas relativt lågt för alla företag för att informationsgivningen ska kunna anpassas till företagens unika förutsättningar. Resultaten av undersökningarna visar även att det finns en vilja att fortsätta offentliggöra kvartalsrapporter, även i avsaknad av reglerade krav, vilket talar för att det inte är nödvändigt att ställa höga krav på innehållet i kvartalsrapporter. Regleringen bör fokusera på kvalité snarare än kvantitet.

För att säkerställa tillräcklig information, förutsebarhet och objektivitet bör en reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information ha utgångspunkt i en allmänt utformad lag, där generella krav på regelbunden finansiell information stadgas. Krav på kvartalsrapporter och dess innehåll bör regleras av självreglering för att på bästa sätt kunna ändras i takt med den snabba utvecklingen på värdepappersområdet.

# Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	3
1. Inledning.....	1
1.1 Problembakgrund.....	1
1.2 Problemformulering.....	3
1.3 Syfte.....	3
1.4 Metod.....	4
1.4.1 Allmänt.....	4
1.4.2    Teleologisk tolkningsmetod.....	4
1.4.3    Rättsekonomisk metod.....	4
1.4.4    Kvantitativ och kvalitativ forskningsmetod.....	5
1.5 Avgränsningar.....	7
1.6    Disposition.....	7
2. Betydelsen av informationsgivning och offentliggörande av kvartalsrapporter på värdepappersmarknaden.....	9
2.1 Inledning.....	9
2.2    Informationsgivningens betydelse för en effektiv värdepappersmarknad.....	9
2.2.1 Den effektiva marknadshypotesen.....	9
2.2.2 Marknadsmislyckanden på marknader med asymmetrisk information.....	10
2.2.3 Möjliga konsekvenser av minskad informationsgivning utifrån teorier om marknadsmislyckanden.....	12
2.3 Informationsgivningens betydelse utifrån investerares beteenden på värdepappersmarknaden.....	13
2.3.1 Investerares irrationella beteenden och oförmåga att processa information.....	13
2.3.2    Konsekvenser av minskad informationsgivning på värdepappersmarknaden utifrån investerares beteenden och förmågor.....	15
2.4 Kvartalsrapporters betydelse för en effektiv värdepappersmarknad.....	17
2.4.1 Kvartalsrapporter- nödvändiga eller överflödiga?.....	17
2.4.2 Fördelar med kvartalsrapportering.....	18
2.4.3 Nackdelar med kvartalrapportering.....	19
2.4.4 Konsekvenser av ett minskat offentliggörande av kvartalsrapporter.....	21
2.5    Sammanfattande kommentarer.....	22
3. Den svenska regleringen av regelbunden finansiell information.....	24
3.1 Inledning.....	24
3.2    Allmänt om självregleringen på värdepappersmarknaden.....	24
3.3 Historisk tillbakablick av förhållandet mellan lag och självreglering på den svenska värdepappersmarknaden.....	25

3.4	Reglerade krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information .....	28
3.4.1	Införande av krav på offentliggörande regelbunden finansiell information för aktiebolag	28
3.4.2	Införande av krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information för börsnoterade företag .....	29
3.4.3	Handlingsplan för ett harmoniserat innehåll i finansiella rapporter inom EU .....	30
3.4.4	IAS-förordningen .....	31
3.4.5	Öppenhetsdirektivet .....	32
3.4.6	Ändringsdirektivet .....	36
3.4.7	Sammanfattande kommentarer om den svenska regleringen av regelbunden finansiell information.....	40
3.5	Förhållandet mellan lag och självreglering på området för regelbunden finansiell information	43
3.5.1	Inledning.....	43
3.5.2	Självreglering enligt ekonomisk teori .....	43
3.5.3	Fördelar med självreglering framför lagstiftning på värdepappersmarknaden.....	45
3.5.4	Nackdelar med självreglering framför lagstiftning på värdepappersmarknaden .....	47
3.5.5	Samverkan mellan lagstiftning och självreglering på området för regelbunden finansiell information.....	47
3.5.6	Avslutande kommentarer om förhållandet mellan lag och självreglering på området för regelbunden finansiell information.....	48
4.	Kvartalsrapporteringstrender på Stockholmsbörsen .....	50
4.1	Inledning.....	50
4.2	Kvantitativ undersökning .....	51
4.2.1	Allmänt om undersökningen .....	51
4.2.2	Resultat av undersökning av kvartalsrapportering på Stockholmsbörsen år 2014 .....	51
4.2.3	Resultat av undersökningen av kvartalsrapportering på Stockholmsbörsen år 2015 ..	52
4.2.4	Sammanfattning och slutsats av den kvantitativa undersökningen .....	54
4.3	Kvalitativ undersökning.....	54
4.3.1	Allmänt om undersökningen .....	54
4.3.2	Resultat av den kvalitativa enkätundersökningen .....	55
4.3.3	Slutsats av den kvalitativa undersökningen .....	58
4.4	Avslutande kommentarer om ändamålsenligheten med ett avskaffat krav på kvartalsrapporter .....	61
5.	Slutsats .....	63
5.1	Inledning.....	63
5.2	Är det lämpligt att avskaffa krav på offentliggörande av kvartalsrapporter för svenska aktiemarknadsbolag för att uppnå en ändamålsenlig reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information? .....	63

5.3 Hur borde krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information utformas och regleras? .....	64
Käll- och litteraturförteckning .....	67
Bilaga 1 .....	73
Bilaga 2 .....	74

## Förkortningar och förklaringar

<b>Aktiemarknadsbolag</b>	Svenskt aktiebolag som gett ut aktier, vilka är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige
<b>Emittentreglerna</b>	Regelverk för emittenter på Nasdaq Stockholm
<b>EES</b>	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
<b>Emittent</b>	Utgivaren av aktier och andra finansiella instrument
<b>EU</b>	Europeiska unionen
<b>EY</b>	Ernst and Young
<b>FSAP</b>	Financial Services Action Plan
<b>IAS</b>	International Accounting Standards
<b>IASB</b>	International Accounting Standards Board
<b>Kommissionen</b>	Europeiska kommissionen
<b>Reglerad marknad</b>	Multilateralt system inom EES som sammanför eller möjliggör sammanförande av ett flertal köp- eller säljintressen i finansiella instrument från tredje man-regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönmässiga regler- så att detta leder till avslut. (Handelsplats för värdepapper som drivs av en börs eller auktoriserad marknad)
<b>Stockholmsbörsen</b>	Nasdaq Stockholm
<b>Stockholmsbörsens vägledning</b>	Nasdaq Stockholm vägledning för upprättande av delårsredogörelser
<b>VpmL</b>	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
<b>ÅRFL</b>	Lag (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag

**ÅRKL**

Lag (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag

**ÅRL**

Årsredovisningslagen (1995:1554)

**Ändringsdirektivet**

Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU av den 22 oktober 2013 om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad

**Öppenhetsdirektivet**

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad



# 1. Inledning

## 1.1 Problembakgrund

Informationsgivning från aktiemarknadsbolag är en viktig del av en väl fungerande och effektiv värdepappersmarknad. I begreppet ”effektiv marknad” innefattas, enligt den finansiella teorin, att priserna är korrekta och återspeglar all information. En effektiv marknad kännetecknas även av att den är likvid och att transaktionskostnaderna är låga.<sup>1</sup> Därtill ökar informationsgivning allmänhetens förtroende för marknaden och informationen kan användas som underlag vid investeringsbeslut.<sup>2</sup> Marknadseffektiviteten påverkas negativt av ett lågt förtroende, eftersom företag av den anledningen inte får in tillräckligt med nytt riskvilligt kapital, vilket på sikt innebär att utvecklingen i vårt näringsliv stannar av och att avkastningen på medborgarnas sparande minskar.<sup>3</sup> För att upprätthålla förtroende och effektivitet på marknaden finns därför skäl att ställa vissa krav på informationsgivning på värdepappersmarknaden.<sup>4</sup>

På området för finansiella tjänster inom Europeiska unionen (EU) finns det så kallade öppenhetsdirektivet<sup>5</sup>, som fastställer vilka krav som ska ställas på offentliggörande av regelbunden finansiell information i företag, vilka ger ut värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad.<sup>6</sup>

Efter finanskrisen, som bröt ut år 2008, har frågor uppkommit om varför krisen uppstod och hur den ska kunna undvikas i framtiden. Inom EU har uttalats att ett sätt att undvika en kommande finanskris skulle vara att få investerare att ha långsiktiga placeringsmål istället för kortsiktiga samt att stimulera tillväxten och förtroendet på den inre marknaden för små och medelstora företag. Enligt Europeiska kommissionen (kommissionen) är offentliggörande av kvartalsrapporter en betydande administrativ börda för företagen, samtidigt som det uppmuntrar till kortsiktiga investeringsstrategier, vilket resulterade i antagandet av ett direktiv om ändring

---

<sup>1</sup> Jansson, P, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, 1995 (Jansson, P), s. 19–20.

<sup>2</sup> Prop. 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m m (Prop. 1990/91:142), s. 54.

<sup>3</sup> Sevenius R, Örtengren, T, *Börsrätt*, 2012, s. 30.

<sup>4</sup> Prop. 1990/91:142 s. 78.

<sup>5</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (Direktiv 2004/109/EG).

<sup>6</sup> Direktiv 2004/109/EG, art. 1.

av öppenhetsdirektivet<sup>7</sup> (ändringsdirektivet).<sup>8</sup> Det framgår numera av direktivet att krav på kvartalsrapporter inte, annat än i undantagsfall, får ställas av medlemsstaterna.<sup>9</sup>

Genomförandet av ändringsdirektivet har inneburit förändringar i den svenska regleringen av regelbunden finansiell information, som främst återfinns i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL) och som självreglering i regelverk för emittenter på Nasdaq Stockholm (emittentreglerna). De ändringar, som infördes i emittentreglerna den 1 januari 2014, har resulterat i lägre krav på offentliggörande av regelbunden information. Det tidigare kravet på kvartalsrapporter för det första och tredje kvartalet har nu ersatts med en möjlighet att istället offentliggöra något förenklade delårsredogörelser i enlighet med Stockholmsbörsens vägledning för upprättande av delårsredogörelser (Stockholmsbörsens vägledning).<sup>10</sup> I VpmL finns sedan den 1 februari 2016 inget krav på varken delårsredogörelser eller kvartalsrapporter.<sup>11</sup>

Det råder delade meningar om vilka konsekvenser och vilket praktiskt genomslag ett avskaffat krav på kvartalsrapporter kan få i Sverige. Frågor som uppstår är huruvida ett avskaffat krav på kvartalsrapporter är en lämplig åtgärd för att uppnå en ändamålsenlig reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information och hur en ändamålsenlig reglering borde utformas. Konsumentverket och Statistiska centralbyrån påstår till exempel att ett avskaffat krav kan komma att leda till en minskad marknadseffektivitet, sämre genomlysning av värdepappersmarknaden och ett försämrat förtroende för densamma.<sup>12</sup> År 2012 publicerades å andra sidan en undersökning utförd av Demoskop i Dagens industri, som redogjorde för en mer negativ inställning till kvartalsrapportering hos företag på Nasdaq Stockholms (Stockholmsbörsens) Small Cap<sup>13</sup>, Mid Cap<sup>14</sup> och handelsplattformen First North. I undersökningen svarade två tredjedelar av företagen att de ville slippa kvartalsrapportering på grund av de stora resurser som krävs för att upprätta rapporterna.<sup>15</sup>

---

<sup>7</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU av den 22 oktober 2013 om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (Direktiv 2013/50/EU).

<sup>8</sup> Ingress 4 till direktiv 2013/50/EU.

<sup>9</sup> Direktiv 2013/50/EU, art 1.

<sup>10</sup> Nasdaq Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2016, p. 3.2.

<sup>11</sup> Prop. 2015/16:26 *Regelbunden finansiell information och offentliggörande av aktieinnehav* (Prop. 2015/16:26), s. 51.

<sup>12</sup> Prop. 2015/16: 26 s. 54.

<sup>13</sup> Företag med ett börsvärde mindre än 150 miljoner euro.

<sup>14</sup> Företag med ett börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard euro.

<sup>15</sup> *Börsbolag vill slippa kvartalsrapporter*, Dagens industri, 7/11-2012, (18/2-2016).

## 1.2 Problemformulering

- Är det lämpligt att avskaffa krav på offentliggörande av kvartalsrapporter för svenska aktiemarknadsbolag för att uppnå en ändamålsenlig reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information?
- Hur borde krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information utformas och regleras?

För att svara på frågeställningarna ska nedan angivna underfrågor besvaras:

- Vilket ändamål har den svenska regleringen av offentliggörande av regelbunden finansiell information och då framförallt ändringarna om minskade krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information i lag- och självreglering?
- Vilka effekter kan ett minskat utgivande av kvartalsrapporter medföra i Sverige?
- Hur kan ett avskaffat krav på kvartalsrapporter i lag- och självreglering påverka rapporteringen i svenska aktiemarknadsbolag i praktiken?
- Hur bör förhållandet mellan lag och självreglering vara på området för offentliggörande av regelbunden finansiell information?

## 1.3 Syfte

Förevarande uppsats syftar till att utreda och analysera ändamålet bakom den svenska regleringen av regelbunden finansiell information. I uppsatsen ämnas även att analysera om vilken betydelse framförallt kvartalsrapporter har för den svenska värdepappersmarknaden. Syftet är vidare att belysa effekter av minskad informationsgivning och att undersöka hur svenska aktiemarknadsbolag kan komma att reagera på ett avskaffat krav på kvartalsrapporter. Undersökningarna syftar till att illustrera kvartalsrapporters betydelse och användbarhet utifrån ett företags-, investerar- och kostnadsperspektiv.

I uppsatsen ämnas även att föra ett resonemang de lege ferenda avseende utformningen av regleringen av regelbunden finansiell information. I uppsatsens normativa del avses bland annat att lyfta fram lag- och självregleringens olika funktioner på värdepappersmarknaden.

## 1.4 Metod

### 1.4.1 Allmänt

För att uppnå syftet med förevarande uppsats och besvara frågeställningarna används olika metoder, som komplement till varandra. I uppsatsen används teleologisk tolkningsmetod, rättsekonomisk metod samt kvantitativ och kvalitativ forskningsmetod, som nedan beskrivs mer ingående.

### 1.4.2 Teleologisk tolkningsmetod

Den teleologiska tolkningsmetoden används i uppsatsen för att undersöka olika accepterade samhällsvärderingar, som kan vara relevanta för att belysa ändamålet med regleringen av offentliggörande av regelbunden finansiell information.<sup>16</sup> I uppsatsen behandlas inte enbart officiellt publicerat material vid tolkningen, eftersom ändamålet även kan bestämmas utifrån andra faktorer, så som exempelvis praktiska konsekvenser.<sup>17</sup> Teorin om att en regels ändamål kan bestämmas utifrån många olika faktorer liknar Ekelöfs synsätt på ändamålstolkning, som bland annat innebär att en regels ändamål inte behöver sammanfalla med det syfte som regelns upphovsmän en gång hade med stadgandet.<sup>18</sup>

Den teleologiska tolkningsmetoden kommer i uppsatsen till uttryck genom tolkning och analys av EU-direktiv, lag, förarbeten och doktrin inom området för regelbunden finansiell information. Vid tolkningen används även källor som enligt den traditionella rättskällevärdningen inte anses vara rättskällor, eftersom offentliggörande av regelbunden finansiell information till stor del regleras genom självreglering.

### 1.4.3 Rättsekonomisk metod

I uppsatsen används en rättsekonomisk metod som komplement till den teleologiska tolkningsmetoden för att kunna analysera om hur en ändamålsenlig reglering av regelbunden finansiell information bör utformas. Den rättsekonomiska metoden är lämplig, eftersom regleringen om offentliggörande av regelbunden finansiell information inte ter sig strikt juridisk.<sup>19</sup> Regleringen av regelbunden finansiell information har en stark koppling till

---

<sup>16</sup> Strömholm, S, *Rätt, rättskällor och rättstillämpning- En lärobok i allmän rättslära*, 1996 (Strömholm, S, 1996), s. 363–364.

<sup>17</sup> Peczenik, A, *Juridikens metodproblem*, 1980, s. 150.

<sup>18</sup> Strömholm, S, 1996, s. 480–481.

<sup>19</sup> Dahlman, C, Glader, M, Reinhav, D, *Rättsekonomi- En introduktion*, 2013 (Dahlman, C, Glader, M, Reinhav, D), s. 220.

ekonomiska aspekter som uttrycks i en vilja att främja samhällsekonomisk effektivitet.<sup>20</sup> I uppsatsen används den rättsekonomiska metoden som instrument för att kunna förutse effekter av olika lösningar på juridiska problem.<sup>21</sup>

Uppsatsen präglas till viss del av ett traditionellt nationalekonomiskt perspektiv, vilket innebär att antaganden görs om att alla handlingar utförs i syfte att hushålla med tillgångar på ett effektivt sätt.<sup>22</sup> I teorin betraktas människan som en ”economic man”<sup>23</sup>, vilket betyder att denne strävar efter att maximera något; exempelvis tillfredsställelse, vinst, social välfärd med mera. Människan kan rangordna olika handlingsalternativ efter vad hon vill uppnå och väljer på ett rationellt sätt det handlingsalternativ som är bäst i förhållande till målet.<sup>24</sup>

Det finns svagheter med den förenklade syn på verkligheten, som den traditionella rättsekonomiska teorin ger uttryck för.<sup>25</sup> Studier har exempelvis visat att människor inte alltid är så rationella i sin strävan att maximera nytta som modellen gör gällande.<sup>26</sup> I uppsatsen används av detta skäl även ett mer modernt synsätt inom ekonomisk teori, som kombinerar forskning, finansiell teori, beteendevetenskap och studier av hur den mänskliga hjärnan hanterar information.<sup>27</sup> Den mer beteendeorienterade ekonomiska teorin är av stor betydelse för en analys av hur en reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information bör utformas, eftersom den bland annat ger uttryck för hur individens känslor och förmåga att processa information påverkar investeringsbeslut.<sup>28</sup>

#### **1.4.4 Kvantitativ och kvalitativ forskningsmetod**

En viktig aspekt för att kunna utreda och analysera hur ett avskaffat krav på kvartalsrapporter kan påverka rapporteringen hos svenska aktiemarknadsbolag i praktiken är att utreda hur företags rapportering påverkas av minskade krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information. För att belysa dessa trender genomförs en studie av rapporteringen hos Stockholmsbörsens företag. I studien används en kombination av kvantitativ och kvalitativ

---

<sup>20</sup> Se exempelvis prop. 1990/91:142 s. 78.

<sup>21</sup> Cooter, R, Ulen, T, *Law and economics*, 2007 (Cooter, R, Ulen, T), s. 3.

<sup>22</sup> Dahlman, C, Glader, M, Reinhav, D, s. 10.

<sup>23</sup> Dahlman, C, Glader, M, Reinhav, D, s. 10.

<sup>24</sup> Cooter, R, Ulen, s. 16.

<sup>25</sup> Dahlman, C, Glader, M, Reinhav, D, s. 214–216.

<sup>26</sup> Cooter, R, Ulen, s. 16.

<sup>27</sup> Korling, F, *Recension: How to Protect investors – Lessons from the EC and the UK*, Juridisk tidskrift, 2010 (Korling, F), s. 513.

<sup>28</sup> Cunningham, A. L, *Behavioral Finance and Investor Governance*, 59 Wash. & Lee L. Rev. 767, 2002 (Cunningham, A. L), s. 769–771.

metod, som tillsammans täcker in olika infallsvinklar och tillför olika slags information. En kombination av metoderna kan följaktligen ge en mer fullständig bild än en av metoderna enskilt.<sup>29</sup>

Inledningsvis utförs en kvantitativ undersökning av rapporteringstrender på Stockholmsbörsen genom att samla in kvantitativ data av översiktlig karaktär.<sup>30</sup> Genom den kvantitativa undersökningen kan en uppfattning bildas om hur många och vilken typ av företag som ändrat sitt sätt att rapportera till följd av ändringarna i emittentreglerna, som trädde i kraft den 1 januari 2014. För att få en så fullständig urvalsram som möjligt i den kvantitativa undersökningen görs ett kvoturval<sup>31</sup> och undersökningen omfattar därför en blandning av stora, medelstora och små företag på Stockholmsbörsens Small Cap<sup>32</sup>, Mid Cap<sup>33</sup> och Large Cap<sup>34</sup>. Med tanke på att kvartalsrapporter offentliggörs regelbundet är det lätt att föra en översiktlig statistik på hur företagen valt att rapportera.

Resultatet från den kvantitativa undersökningen kompletteras med en kvalitativ undersökning, som visar meningar och innebörder snarare än statistiskt verifierbara samband. Den kvalitativa undersökningen är på så sätt mer tolkande än den kvantitativa och kan ge en djupare förståelse av ett visst fenomen.<sup>35</sup> Den kvalitativa undersökningen utförs genom att enkäter<sup>36</sup> skickas ut till företag som valt att rapportera enligt Stockholmsbörsens vägledning efter ändringarna i emittentreglerna och till en fokusgrupp med några slumpmässigt valda företag på Stockholmsbörsens Small Cap. Genom undersökningen kan en uppfattning bildas om företagets inställning till kvartalsrapporter. En undersökning av inställningen till kvartalsrapporter på Stockholmsbörsens Small Cap är framförallt intressant, eftersom kvartalsrapporter påstås vara en administrativ börda för mindre företag<sup>37</sup>.

För att få en djupare förståelse för kvartalsrapportens betydelse genomförs även en intervju med revisorn Mikael Ikonen från Ernst and Young (EY). Revisorn är involverad i rapporteringen hos många av de större företag på Stockholmsbörsens Large Cap, som ingår i min kvantitativa

---

<sup>29</sup> Eliasson, A, *Kvantitativ metod från början*, 2013 (Eliasson, A), s. 31.

<sup>30</sup> Eliasson, A, s. 28–29.

<sup>31</sup> Ett kvoturval innebär att den som ställer frågor försöker fylla vissa kvoter för att få ett representativt svar.

<sup>32</sup> Företag med ett börsvärde mindre än 150 miljoner euro.

<sup>33</sup> Företag med ett börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard euro.

<sup>34</sup> Företag med ett börsvärde över 1 miljard euro.

<sup>35</sup> Alvehus, J, *Skriva uppsats med kvalitativ metod: en handbok*, 2013, s. 20–23.

<sup>36</sup> Se bilaga 1, 2.

<sup>37</sup> Se avsnitt 1.1.

undersökning. Intervjun används för att kunna dra slutsatser om hur ett avskaffat krav på kvartalsrapporter kan komma att påverka företagens rapportering i framtiden.

## 1.5 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsas till att behandla de regelverk och framställningar som berör regelbunden finansiell information för svenska aktiemarknadsbolag. I framställningen fokuseras främst på de delar av regleringen på värdepappersmarknaden som berör kvartalsrapporter. Vid beskrivning av de krav som finns på den regelbundna finansiella informationens innehåll behandlas endast kraven på delårsrapporter.

I de delar av framställningen där självregleringen på området för regelbunden finansiell information berörs, avgränsas uppsatsen till att endast redogöra för självregleringen på Stockholmsbörsen. Denna avgränsning görs med anledning av att Stockholmsbörsen är den dominerande handelsplatsen för svenska aktier med 269 noterade bolag vid slutet av 2014<sup>38</sup>. Av detta skäl behandlas inte de regelverk som berör den andra reglerade marknaden, Nordic Growth Market Equity (NGM Equity) eller de befintliga handelsplattformarna. Därtill är min kvantitativa och kvalitativa studie av rapporteringstrender hos svenska aktiemarknadsbolag avgränsad till en undersökning av företag noterade på Stockholmsbörsen.

## 1.6 Disposition

I kapitel 2 skildras olika åsikter och teorier angående betydelsen av informationsgivning och kvartalsrapporter på värdepappersmarknaden. Kapitlet ger till stor del uttryck för det rättsekonomiska perspektivet i uppsatsen. I kapitlet förs en löpande analys om effekter av minskad informationsgivning och ett minskat offentliggörande av kvartalsrapporter.

I kapitel 3 belyses regleringen av regelbunden finansiell information i den EU-rättsliga regleringen, den svenska redovisningslagstiftningen, regleringen i VpmL och självregleringen i emittentreglerna. Inledningsvis redogörs för den historiska utvecklingen av förhållandet mellan lag och självreglering i svensk rätt. Därefter följer en redogörelse för utvecklingen av regleringen av offentliggörande av regelbunden finansiell information och en beskrivning av

---

<sup>38</sup> Riksbankens årliga publikation, *Den svenska finansmarknaden*, 2015, s. 54–56.

de krav som finns idag. Framställningen kompletteras vidare av en analys av reglernas ändamål och förhållandet mellan lag och självreglering.

Efter de mer teoretiska delarna av uppsatsen utreds och analyseras, i kapitel 4, vilket praktiskt genomslag ett avskaffat krav på kvartalsrapporter kan få i svenska företags rapportering. I detta kapitel redogörs resultaten från den kvantitativa och den kvalitativa undersökningen, som visar inställningen till kvartalsrapporter hos företagen på Stockholmsbörsen.

I kapitel 5 sammanfattas avslutningsvis materialet från tidigare kapitel, som sedan används för att besvara frågorna i problemformuleringen.



## **2. Betydelsen av informationsgivning och offentliggörande av kvartalsrapporter på värdepappersmarknaden**

### **2.1 Inledning**

De flesta är överens om att informationsgivning har en avgörande betydelse för en väl fungerande värdepappersmarknad.<sup>39</sup> Det råder dock delade meningar om vilken informationsmängd som är nödvändig för att uppnå en så effektiv marknad som möjligt. Ett hett debatterat ämne är exempelvis huruvida kvartalsrapporter är nödvändiga för en tillfredsställande informationsgivning på värdepappersmarknaden.<sup>40</sup> Nedan redogörs för teorier som står bakom de olika åsikterna i debatten, följt av en analys av vilka effekter som kan uppstå vid minskad informationsgivning. Därefter belyses delar av debatten avseende kvartalsrapporters existens, följt av en analys av dess betydelse utifrån de olika teorierna.

### **2.2 Informationsgivningens betydelse för en effektiv värdepappersmarknad**

#### **2.2.1 Den effektiva marknadshypotesen**

Fama<sup>41</sup> är grundare till hypotesen om effektiva marknader. I hypotesen görs ett antagande om att finansiella marknader är effektiva, vilket innebär att all tillgänglig information återspeglas i priset. Teorin förutsätter att alla aktörer är rationella och tolkar informationen på rätt sätt. Informationen antas vidare vara gratis och det existerar inga transaktionskostnader. Fama menar att det finns olika nivåer av effektivitet på marknaden. Marknaden kan vara svagt effektiv, vilket innebär att all historisk information återspeglas i priset. En marknad kan även vara halvstarkt effektiv, vilket innebär att all ny allmänt känd information, utöver den historiska informationen, även återspeglas i priset. Vidare kännetecknas en starkt effektiv marknad av att all information, även den som inte är allmänt tillgänglig, återspeglas i priset. Hypotesen innebär därmed att det inte är möjligt att ”vinna” över marknaden genom att använda information som marknaden redan känner till. På en effektiv marknad reglerar aktiepriset sig själv och alla aktörer har samma förutsättningar vid aktiehandel.<sup>42</sup>

---

<sup>39</sup> Jansson, P, s. 19-20.

<sup>40</sup> Se t ex prop. 2015/16: 26 s. 54.

<sup>41</sup> Eugene Fama är amerikansk professor inom finans och ekonomi och nobelpristagare i ekonomi.

<sup>42</sup> Fama, E, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 1970, s. 383–417.

## 2.2.2 Marknadsmislyckanden på marknader med asymmetrisk information

### 2.2.2.1 Ekonomiska teorier om marknadsmislyckanden

Den effektiva marknadshypotesen bygger på ett antagande om perfekt information. Akerlof<sup>43</sup> menar att marknadsmislyckanden uppstår i fall då antagandet om perfekt information inte gäller och att marknader med asymmetrisk information därför fungerar dåligt. Akerlofs teori ger uttryck för relationen mellan marknadens kvalitet och investerares osäkerhet och illustreras av en beskrivning av marknaden för begagnade bilar.<sup>44</sup>

Akerlof beskriver att marknaden består av bilar med bra respektive dålig kvalitet (de dåliga bilarna kallas i USA för lemons). På en marknad med avsaknad av information är köpare inte medvetna om bilarnas kvalitet, utan kan bara räkna ut sannolikheten av att få en bra eller en dålig bil. Efter en tid får köparen en uppfattning om vilken sorts bil som förvärvats och när bilen säljs vidare uppstår informationsasymmetrier mellan köpare och säljare, där säljaren har ett informationsövertag. Priset som köparen är villig att betala för bilen är detsamma oavsett kvalitet, eftersom priset baseras på sannolikheten för köparen att få en bra eller en dålig bil. När bra och dåliga bilar säljs till samma pris drivs de bra bilarna ut från marknaden, eftersom säljare av bra bilar får sälja till underpris.<sup>45</sup> Akerlof menar att informationsgivning är grundläggande för en fungerande marknad. Om köpare vet att de har samma information som säljare byggs ett förtroende för marknaden upp, vilket resulterar i att priserna bestäms utifrån rätt information.<sup>46</sup>

Stiglitz<sup>47</sup> menar, i likhet med Akerlof, att informationsasymmetrier är något som påverkar marknader negativt. Stiglitz utvecklar och kompletterar Akerlofs analys och framför vad aktörer med informationsunderläge kan göra för att förbättra sina resultat på en marknad med asymmetrisk information. Scenariot illustreras av en försäkringsmarknad med kunder som löper hög respektive låg risk för skador. Vilken kund som är förknippad med hög respektive låg risk är dock okänt för försäkringsbolagen. Hög- respektive lågriskindivider kan liknas med bilarna i Akerlofs teori.<sup>48</sup>

Vidare erbjuds försäkringskunderna olika kombinationer av premier och självrisker. Ett alternativ för försäkringsbolagen är att alla kunder erbjuds samma typ av försäkring. I det fallet

---

<sup>43</sup> George Akerlof är amerikansk nationalekonom och nobelpristagare i ekonomi.

<sup>44</sup> Akerlof, A. G, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. 1970 (Akerlof A. G), s. 488–489.

<sup>45</sup> Akerlof, A. G, s. 489–490.

<sup>46</sup> Akerlof, A. G, s. 500.

<sup>47</sup> Joseph Stiglitz är amerikansk nationalekonom och nobelpristagare i ekonomi.

<sup>48</sup> Stiglitz E. J, Rothschild, M, *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 90, No. 4, 1976 (Stiglitz E. J, Rothschild, M), s. 629–638.

är det omöjligt för försäkringsbolagen att urskilja vilka kunder som är hög- respektive lågriskindivider. Problemet med denna strategi är att högriskindividerna har en negativ inverkan på den lönsamhet, som lågriskindividerna genererar i verksamheten. Genom att högriskindivider erhåller samma villkor som lågriskindivider, minskar försäkringsbolagens nytta av lågriskindividerna. Om bara högriskindividerna identifieras kan företagen anpassa försäkringsvillkoren till dessa, vilket gör alla kunder mer lönsamma i det stora hela. Ett sätt att få information om vilka kunder som är förknippade med hög risk är att varje kund får möjlighet att välja mellan ett avtal utan självrisk med hög premie eller ett avtal med självrisk med låg premie. Högriskindivider kommer att välja den höga premien för att undvika självrisk och kan på så sätt identifieras. Försäkringsbolagen använder kundernas beteenden på marknaden för att få signaler om vilken typ av risk respektive kund är förknippad med, vilket effektiviserar marknaden.<sup>49</sup>

#### **2.2.2.2 Marknadsmislyckanden på värdepappersmarknaden**

De negativa effekter som asymmetrisk information har på bil- och försäkringsmarknaden kan även uppstå på värdepappersmarknaden. Företagen på aktiemarknaden kan verka identiska i oinformerade investerares ögon, medan vissa insiders kan ha bättre information om framtida lönsamhet för företagen. På grund av investerares okunskap om de emitterade aktiernas kvalitet blir företag med lägre än genomsnittlig lönsamhet övervärderade och kommer främst att finansiera sig genom utgivning av nya aktier. Företag med högre än genomsnittlig lönsamhet blir undervärderade, vilket gör det kostsamt att expandera genom nyemission. Anledningen till att det blir kostsamt för de lönsamma företagen att emittera aktier på en marknad med asymmetrisk information är för att nyemissioner kommer att förknippas med företag med låg lönsamhet. Nyemissioner sänder därför ut negativa signaler till investerare och minskar deras villighet att betala ett högre pris. På marknader med asymmetrisk information expanderar därför företag med låg framtida lönsamhet snabbare än företag med hög lönsamhet. För att återkoppla till Akerlofs teori, består en marknad med asymmetrisk information således till störst del av ”lemons”. När investerare till slut upptäcker företagen med låg lönsamhet faller aktiekurserna, vilket är negativt för samhällsekonomin.<sup>50</sup>

---

<sup>49</sup> Stiglitz E. J, Rothschild, M, s. 629–638.

<sup>50</sup> Myers, S, Majluf, N, *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, 1984, 187–221; *Markets with Asymmetric Information*, Advanced information on The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel, 2001, s. 11.

Stiglitz och Akerlofs teorier visar att en väl fungerande värdepappersmarknad uppnås med tillgång till mer information. Stiglitz menar att även tillgång till en liten mängd information kan påverka marknaden genom de signaler informationen ger.<sup>51</sup>

### **2.2.3 Möjliga konsekvenser av minskad informationsgivning utifrån teorier om marknadsmisslyckanden**

Akerlof och Stiglitz har utgångspunkten att informationsgivning är lösningen på de problem som uppstår på marknader med asymmetrisk information. Enligt teorierna fungerar värdepappersmarknaden bättre ju mer information som offentliggörs, vilket resulterar i en korrekt prissättning av aktier. Om teorierna stämmer fullt ut innebär det att krav på frekvent offentliggörande av regelbunden finansiell information med omfattande innehåll, ökar handlingsfrekvensen och kvalitén på värdepappersmarknaden. Investerare får på så sätt samma möjlighet som emittenter att urskilja vad som utgör ”bra” respektive ”dåliga” aktier, vilket ökar förtroendet för marknaden. Minskad informationsgivning innebär däremot att färre investerar i aktier och färre företag väljer att använda börsen som finansieringsstrategi, vilket på sikt försämrar marknadens kvalitet. Med andra ord visar teorierna att det inte är lönsamt att börsnotera företag vid informationsasymmetrier. Teorierna ger uttryck för de agentproblem som uppstår med anledning av informationsasymmetrier i större aktiemarknadsbolag med spritt ägande, där ägande och kontroll är separerat. Företag med spritt ägande kännetecknas av att en principal (aktieägarna) kontrakterar agenten (ledningen) att utföra ett uppdrag för principalens räkning, som involverar delegering av auktoriteten beträffande beslutsfattandet till agenten<sup>52</sup>. Exempel på ett agentproblem är ”incentive schemes”, som illustrerar problematiken av att finna ett rättvisande belöningsystem till ledningen i ett företag<sup>53</sup>. För att företagsledningen ska använda börsen som investeringsstrategi måste belöningen minst motsvara vad som kan erhållas på annat håll<sup>54</sup>. När investerarnas handelsaktivitet minskar i takt med det minskade förtroendet fallerar belöningsystemet.

---

<sup>51</sup> Akerlof, A. G, s. 488–500; Stiglitz E. J, Rothschild, M, s. 629–648.

<sup>52</sup> Jensen, C. M, Meckling, H., William, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976 (Jensen, C. M), s. 4–6.

<sup>53</sup> Macintosh, N.B, *Management Accounting and Control System: An organizational and behavioral Approach*, 1994 (Macintosh, N. B), s. 81; Westerlund, J *Aktiebolagets vinstsyfte - en juridisk, rättsekonomisk och affärsetisk diskussion och analys av det privatägda aktiebolagets syfte att öka aktieägarnas förmögenheter*, 2001 (Westerlund, J), s. 36-37.

<sup>54</sup> Fama, E, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, The Journal of Political Economy, Vol. 88, 1980, s. 306.

Vid krav på informationsgivning skyddas dessutom investerare från att företagen undanhåller väsentlig information. Ett problem som kan identifieras med att företag undanhåller information är agentproblemet ”adverse selection”, vilket kan översättas med osäkerhet vid anställning. Företaget har, i sitt sökande efter investerare, information som är dold. Informationsasymmetrier föreligger mellan parterna, vilket medför att osäkerhet uppstår för investerare avseende företagets kvalitéer. Företaget kan på så sätt selektera den information som ges till principalen på ett för agenten fördelaktigt sätt<sup>55</sup>. När det finns informationsasymmetrier mellan parterna på värdepappersmarknaden är investerare medvetna om att företaget inte alltid handlar på ett sätt som sammanfaller med deras intresse. Det finns en risk att denna osäkerhet minskar investeringsviljan på sikt. Därtill grundar sig investeringsbesluten på felaktig information och när investerare med tiden upptäcker aktiernas verkliga pris finns risk för att aktiekursen sjunker.

De ovan nämnda agentproblemen resulterar i sin tur i agentkostnader, som kan sammanfattas som övervakningskostnader för principalen, kostnader för att binda agenten (kontraktskostnader) och de ökade kostnader som uppstår mellan de beslut agenten tar och de beslut som vore bäst för principalen.<sup>56</sup> Å ena sidan talar problemen med ”adverse selection” och ”incentive schemes” för ökade agentkostnader med minskad informationsgivning på värdepappersmarknaden. Å andra sidan leder även reglerade krav till ökade övervakningskostnader, vilket även det är en agentkostnad. Enligt ovan nämnda teorier blir dock de totala agentkostnaderna med stor sannolikhet mindre med krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information än utan. Teorierna visar sålunda att informationsgivning har stor betydelse för det förtroende investerare har för marknaden, vilket talar för att höga krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information är nödvändiga.

## **2.3 Informationsgivningens betydelse utifrån investerares beteenden på värdepappersmarknaden**

### **2.3.1 Investerares irrationella beteenden och oförmåga att processa information**

Behavioral economics framstår som ett nytt, viktigt disciplinärt instrument till rättslig analys.<sup>57</sup> Behavioral economics avvisar den traditionella tesen om den rationella aktören inom ekonomisk teori och studerar effekterna av psykologiska och sociala faktorer vid individers

---

<sup>55</sup> Macintosh, N. B, s. 81; Westerlund, J, s. 36–37.

<sup>56</sup> Jensen, C. M, 1976, s. 4–6.

<sup>57</sup> Cunningham, A. L, s. 768.

ekonomiska beslut. Teorin står inte i överensstämmelse med den effektiva marknadshypotesen, som innebär att all information återspeglas i prissättningen. Behavioral economics kombinerar ekonomiska teorier med studier av mänskliga beteenden, som visar att alla investerare på marknaden inte är rationella. Det finns bevis för att inte ens de mest sofistikerade investerarna handlar rationellt i alla lägen.<sup>58</sup> Övertro om sin förmåga att placera och optimism är generellt något som präglar individers beteenden på värdepappersmarknaden, vilket resulterar i ineffektiva beslut. I studier har visats att människor på gruppnivå är dåliga på att bedöma sannolikheter. Det har även visats att människor har en tendens att hålla i sina aktier längre än motiverat i hopp om en vändning i aktiekursen.<sup>59</sup>

Behavioral finance, som är en underdisciplin till behavioral economics, kombinerar finansiell teori, beteendevetenskap och studier av hur den mänskliga hjärnan hanterar information.<sup>60</sup> Cunningham<sup>61</sup> anser exempelvis att reglerna på värdepappersmarknaden är uppbyggda på felaktiga antaganden om att priser på aktier återspeglas av relevant information om företaget samt att investerare bedömer denna information på ett rationellt sätt. Enligt behavioral finance sätts priser på aktier till stor del av investerare, som inte har förmåga att processa den information som publiceras. Investerares känslor bidrar till prisbildningen i högre grad än rationella ekonomiska kalkyler. Därtill går inte alltid de investerare, som förstår och kan processa den information som publiceras, in för att kompensera för de som inte har den förmågan, eftersom det är förknippat med en stor risk. För att komma till rätta med informationsproblemet förespråkar Cunningham utbildning för investerare framför en utökad reglering.<sup>62</sup>

Även Korling<sup>63</sup> har belyst problematiken vid regelutformningen på värdepappersmarknaden utifrån investerares irrationella handlande och anför att en reglering skulle behöva styra investerarnas handlingar för att vara effektiv. Utgångspunkten för de svenska reglerna är dock att investerarna tar bättre beslut med tillgång till mer information, vilket förutsätter att människan handlar rationellt och kan hantera informationsmängden. Det finns heller inga

---

<sup>58</sup> Choi, S J, Pritchard, A. C, *Behavioral Economics and the SEC*, Rev. 56, no. 1, 2003 (Choi, S J, Pritchard, A. C), s. 1–3.

<sup>59</sup> Choi, S. J, Pritchard, A C, s.7–13.

<sup>60</sup> Korling, F, s. 513.

<sup>61</sup> Lawrence Cunningham är amerikansk professor i juridik och forskare inom bolagsstyrning och författare av böcker för investerare.

<sup>62</sup> Cunningham, A. L, s. 768–771.

<sup>63</sup> Fredric Korling är svensk jur. dr i civilrätt.

användbara verktyg, som människan kan använda sig av vid stora informationsmängder för att ta mer rationella beslut om investeringar i finansiella instrument.<sup>64</sup>

Enligt Korling behöver lagstiftaren vid utformning av regler vara medveten om vilka effekter människans beteende har på investeringsbeslut. Det är sålunda viktigt att reglerna syftar till att balansera den enskilde investerarens förmåga att fatta rationella beslut samtidigt som de skyddar investerare från att fatta beslut som är mindre lämpliga. En reglering som syftar till att investerare ska fatta självständiga beslut i så stor utsträckning som möjligt är därför inte att föredra.<sup>65</sup>

Även Molander<sup>66</sup> ser problem med människors oförmåga att processa information samt att fatta samhällsekonomiskt gynnande beslut. Enligt Molander är det svårt för människor att jämföra handlingsalternativ med långsiktiga konsekvenser, vilket resulterar i beslut som inte alltid maximerar nyttan, trots ett omfattande informationsflöde. Det finns hos beslutsfattare skevheter i uppfattningen av omvärlden, vilket ofta resulterar i en övervärdering av kortsiktig nytta på bekostnad av långsiktig utveckling. Det finns exempelvis konsekvenser av olika handlingsalternativ som infaller efter beslutsfattarens livstid, vilka av förståeliga skäl är svåra att förutse. Ett annat problem vid beslutsfattande är att det ibland råder informationsbrist, vilket påverkar beslutsfattarens möjligheter att fatta beslut som genererar största möjliga nytta. Informationsbrist kan lösas med informationsgivning, men problemet med avsaknad av information är att värdet av informationen inte kan värderas i ovetande om dess existens. Beslutsfattarna förväntas därutöver ta nytto-maximerade beslut helt på egen hand, vilket är svårt utifrån ovan nämnda problematik. Den mänskliga faktorn medför att ett till synes rationellt beslut i själva verket kan vara irrationellt.<sup>67</sup>

### **2.3.2 Konsekvenser av minskad informationsgivning på värdepappersmarknaden utifrån investerarens beteenden och förmågor**

Behavioral economics och behavioral finance står i motförhållande till de ekonomiska teorier som bland annat Akerlof och Stiglitz förespråkar. Problem som bland annat Cunningham, Korling och Molander uppmärksammat med Akerlofs och Stiglitz teorier är för det första att individer inte alltid handlar rationellt och för det andra problematiken av att individer inte alltid

---

<sup>64</sup> Korling, F, s. 513.

<sup>65</sup> Korling, F, s. 513.

<sup>66</sup> Per Molander har en svensk doktorexamen i reglerteknik. Han har skrivit böcker inom politisk filosofi som behandlar ekonomi och förutsättningarna för mänskligt liv och tänkande.

<sup>67</sup> Molander, P, *Lagstiftning eller självreglering bland rationella aktörer*, SvJT, 2001 (Molander, P), s. 237–239.

har förmåga att processa information. I en värld där alla individer handlar rationellt och har förmåga att processa information är det optimalt att ha så omfattande och höga krav på offentliggörande av regelbunden information som möjligt. Om investerare inte kan processa all information och handlar känslostyrt vid investeringsbeslut har å andra sidan minskade krav på regelbunden finansiell information inte några negativa effekter alls på samhällsekonomin. Enligt studier inom behavioral economics och behavioral finance är det inte troligt att högre krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information utjämnar informationsasymmetrier på det sätt som exempelvis Akerlof gör gällande. En reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information med utgångspunkten att så omfattande informationsgivning som möjligt alltid är positivt är därför inte ändamålsenlig utifrån forskning inom behavioral economics och behavioral finance.

Trots sina svagheter är Akerlofs och Stiglitz teorier relevanta, eftersom de på ett generellt plan visar vad som kan ske vid minskad informationsgivning och hur informationsgivning påverkar informationsasymmetrier. Alla aktörer är inte kapabla att bedöma den offentliggjorda informationen, men de allra flesta investerare har med stor sannolikhet förmåga att dra någon typ av slutsats baserat på den information som offentliggörs. I många fall baseras investeringsbeslut på andra faktorer än den faktiska innebörden av den offentliggjorda informationen, men om informationen på något sätt är användbar för att bedöma ett företags situation är det rimligt att denna ska vara tillgänglig för de investerare som är intresserade.

I hur hög grad informationsgivning utjämnar informationsasymmetrier beror till stor del på investerares olika kompetens. Bristande kompetens gör det svårare att processa den tillgängliga informationen, vilket ger lekmännen en underlägsen ställning i jämförelse med de professionella aktörerna<sup>68</sup>. Information utjämnar således informationsasymmetrier i högre grad för investerare som har mer kunskap och kompetens på värdepappersområdet än de som har mindre kunskap. På grund av investerares olika kompetenser och förmågor kommer aldrig informationsasymmetrier att utjämnas fullt ut och den offentliggjorda informationen kommer därför aldrig att helt återspeglas i aktiepriset. Graham<sup>69</sup> menade exempelvis att det är av vikt att skilja på aktiepriset och aktievärdet och ansåg att den bästa strategin på aktiemarknaden är att göra investeringar där värdet av investeringarna är klart högre än priset på investeringarna<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> Jansson, P, s. 36.

<sup>69</sup> Benjamin Graham var en amerikansk ekonom och investerare och anses vara "värdeinvesteringarnas fader".

<sup>70</sup> Graham, B, *Intelligent Investor*, Harper Collins, New York, 1949, s. 245–247.



Även Stiglitz anser att en marknad inte kan vara starkt effektiv<sup>71</sup>. Detta innebär dock inte att informationsgivning inte utjämnar informationsasymmetrier överhuvudtaget. Informationen är exempelvis nödvändig i bedömningen av huruvida aktiepriset och aktievärdet är detsamma eller om de skiljer sig åt. Trots att all offentliggjord information inte kan processas har alltså informationen ett värde, men olika stort värde för olika investerare. De negativa effekterna av ett minskat utgivande av regelbunden finansiell information kommer inte bli så dramatiska som Akerlof och Stiglitz gör gällande, men det finns en risk för att minskat offentliggörande av regelbunden information resulterar i en del negativa effekter på värdepappersmarknaden.

## **2.4 Kvartalsrapporters betydelse för en effektiv värdepappersmarknad**

### **2.4.1 Kvartalsrapporter- nödvändiga eller överflödiga?**

Kvartalsrapporters nödvändighet är ett hett debatterat ämne. Med anledning av att kommissionen, i oktober 2011, publicerade ett utkast till det ändrade öppenhetsdirektivet, utfördes en studie i syfte att se potentiella effekter av ett avskaffat krav på kvartalsrapporter i EU. Enligt studien kan ett avskaffat krav leda till väsentliga effekter på informationsasymmetrier och effektiviteten på marknaden. Det konstateras att många företag troligtvis ser ett värde i frivillig kvartalsrapportering, men att risken att rapporteringen minskar i många länder på lång sikt ändå är påtaglig.<sup>72</sup> I studien diskuteras när det är ekonomiskt fördelaktigt att ha obligatoriska kvartalsrapporter, istället för enbart frivillig rapportering. Ledningen i ett företag väljer att publicera frivilliga kvartalsrapporter när nyttan, som uppkommer vid upprättande av rapporter, är större än kostnaderna för företaget. Obligatoriska kvartalsrapporter kan vara nödvändiga i de fall då nyttan för det enskilda företaget inte är tillräckligt stor, så att nivån på de offentliggjorda rapporterna är lägre än den socialt önskvärda nivån. Sociala kostnader och förmåner är dock svårberäknliga, vilket är ett problem vid avvägningen om kvartalsrapporter ska vara frivilliga eller obligatoriska.<sup>73</sup>

---

<sup>71</sup> Stiglitz, E. J, Grossman, J. S, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review, 1980, s. 393–407.

<sup>72</sup> Link, B, *The Struggle for a Common Interim Reporting Frequency Regime in Europe*, Accounting in Europe, vol. 12, 2012 (Link, B), s. 191.

<sup>73</sup> Link, B, s. 194.

## 2.4.2 Fördelar med kvartalsrapportering

### 2.4.2.1 Minskade informationsasymmetrier och ökade övervakningsmöjligheter

Den efterfrågan som finns på regelbunden finansiell information har orsakats av asymmetrisk information och den agentproblematik som följer med informationsasymmetrier.<sup>74</sup> De förtjänster som lyfts fram med kvartalsrapporter är bland annat att investerare får en möjlighet att övervaka ledningens prestationer samt att informationsasymmetrier minskar mellan sofistikerade och mindre sofistikerade investerare respektive mellan insiders och investerare.<sup>75</sup> En annan fördel med kvartalsrapporter, som uppkommer på grund av ökade övervakningsmöjligheter för investerare, är minskade förmedlingskostnader.<sup>76</sup> Med krav på frekventa delårsrapporter ökar även punktligheten för offentliggörandet, vilket är positivt för investerare.<sup>77</sup> Om analytiker och investerare erhåller mer information i rätt tid kan de på ett bättre sätt förutsäga företagets värde och informationen återspeglas på så sätt i priset på värdepappren.<sup>78</sup>

### 2.4.2.2 Ökad likviditet och handelsaktivitet

Vidare är reglering av regelbunden finansiell information av betydelse för att få en rättvis kapitalmarknad med hög likviditet.<sup>79</sup> Det finns även studier som talar för att mer frekvent rapportering är positivt för samhällsekonomin. I en studie, genomförd av Kim och Verrecchia<sup>80</sup>, visas till exempel att investerares handelsaktivitet ökar vid utgivande resultatrapporter på grund av minskade informationsasymmetrier mellan parterna på aktiemarknaden.<sup>81</sup> Det har även visats att mindre transparenta företag upplever större informationsasymmetri och lägre likviditet än mer transparenta företag, mätt med köp- och säljkurser.<sup>82</sup>

Därtill finns belägg för att argumentet att mer frekvent delårsrapportering skulle leda till administrativa kostnader för företag inte stämmer med anledning av det digitaliserade samhälle

---

<sup>74</sup> Nöldeke, M, Jorns, C, *Should firms really be obliged to provide financial interim reports?* 2007, (Nöldeke, M, Jorns, C), s. 5.

<sup>75</sup> Yee, K. K, *Interim Reporting Frequency and Financial Analysts' Expenditures*, Journal of Business Finance and Accounting, 2004 (Yee K. K), s. 170–171.

<sup>76</sup> Nöldeke, M, Jorns, s. 6.

<sup>77</sup> Yee, K. K, s. 170–171.

<sup>78</sup> Nöldeke, M, Jorns, s. 6.

<sup>79</sup> Yee, K. K, s. 171.

<sup>80</sup> Oliver Kim och Robert Verrecchia är amerikanska doktorer i redovisning och finans samt forskare på området för regelbunden finansiell information.

<sup>81</sup> Kim, O, Verrecchia, R, *Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements*, Journal of Accounting Research, Vol. 29, 1991, s. 302–303.

<sup>82</sup> Nöldeke, M, Jorns, C, s. 5.

vi lever i idag, samtidigt som samma information ändå skulle behöva offentliggöras i årsrapporten. Kostnaden att anskaffa information minskar även per informationstillfälle.<sup>83</sup>

### 2.4.3 Nackdelar med kvartalrapportering

#### 2.4.3.1 Vilsedande rapporter som främjar kortsiktiga beslut på bekostnad av långsiktig vinst

Ett argument mot kvartalsrapporter är att information om korta tidsperioder i hög grad baseras på uppskattningar och bedömningar, vilket resulterar i att företagets ekonomiska situation inte skildras på ett korrekt sätt. Resultat för en kort tidsperiod kan därtill vara vilsedande, eftersom säsongsmässiga faktorer blir alltför påverkande.<sup>84</sup> Den information som publiceras är dessutom inte bara tillgänglig för investerare, utan även för konkurrenter, vilket kan leda till minskad konkurrenskraft på marknaden.<sup>85</sup>

Ett annat av de huvudsakliga argumenten mot kvartalsrapporter är att mer frekvent rapportering kan medföra att ledningen fattar beslut på basis av kortsiktiga resultat på bekostnad av långsiktig vinst.<sup>86</sup> Denna åsikt stöds av bland annat Kay<sup>87</sup> som med stöd av en rapport om aktiviteten på den brittiska aktiemarknaden hävdar att det är en del av människans natur att fatta beslut som ger kortsiktig tillfredsställelse på bekostnad av långsiktig tillväxt. Det finns många exempel på att beslutsfattandet på värdepappersmarknaden inte är ett undantag. Kortsiktiga beslut blir problematiska, eftersom målen för aktiemarknaden är att driva och stödja företagen mot att investera och att få hög avkastning utan onödig risk på lång sikt. De högpresterande företagens vinster, som uppkommer när företagen investerar, är källan till den avkastning investerare får på sitt sparande. Kay visar i rapporten att brittiska bolag hade en nedåtgående trend avseende investeringar under åren som föregick finanskrisen, vilket visar att kortsiktigt beslutsfattande inte gynnar långsiktig tillväxt.<sup>88</sup>

---

<sup>83</sup> Yee, K. K., s. 167–172.

<sup>84</sup> Mensah, Y. M., Werner, R., *The Capital Market Implications of the Frequency of Interim Financial Reporting: An International Analysis, Review of quantitative finance and accounting*, 2006 (Mensah, Y. M., Werner, R), s. 7–8.

<sup>85</sup> Yee, K. K., s. 171.

<sup>86</sup> Yee, K. K., s. 171.

<sup>87</sup> John Kay är brittisk professor i ekonomi.

<sup>88</sup> Kay, J., *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, Independent review for the UK Department for Business, Innovation and Skills*, 2012 (Kay, J), s. 14–15.

För att uppnå långsiktig tillväxt på aktiemarknaden menar Kay att det är av betydelse att regelverket uppmuntrar, stödjer och gör det möjligt för företag och investerare att agera på ett sätt som gynnar långsiktigt värde.<sup>89</sup> Enligt Kay borde kraven på kvartalsrapporter avskaffas, eftersom de ofta innehåller irrelevant information, som inte har något med långsiktig utveckling att göra. Resultatet av höga krav på rapportering utmynnar bara i en kaskad av information. Att informationen dessutom är så lättillgänglig för investerare gör att den irrelevanta informationen övervärderas. Dessutom hamnar den väsentliga informationen i skymundan och investerare i allmänhet har inte den kunskap som krävs för att kunna urskilja vilken information som är relevant för dem. Kay menar att regelbunden finansiell information i sig är nödvändig, men att kvartalsrapporterna är överflödiga. Vid regelbunden finansiell informationsgivning bör kvalitet gå före kvantitet.<sup>90</sup>

#### **2.4.3.2 Ökad volatilitet i aktiekursen och ökade kostnader**

Ytterligare en nackdel som mer frekvent rapportering påstås medföra är ökad volatilitet i aktiekurserna. I en studie, genomförd av Mensah och Werner<sup>91</sup>, jämfördes exempelvis volatiliteten på aktiemarknaden i länder med krav på kvartalsrapportering med länder med krav på halvårsrapportering i syfte att visa vilken frekvens på offentliggörande av regelbunden finansiell information som har störst empiriskt stöd. Studien visar att länder med krav på obligatoriska kvartalsrapporter, generellt sett, har högre volatilitet på aktiemarknaden än länder som enbart har krav på halvårsrapporter. Studien visar även att upprättande av kvartalsrapporter är förknippade med kostnader, som kan minskas om företagen istället rapporterar på halvårsbasis.<sup>92</sup> Det faktum att kostnaderna ökar beror inte på att kostnaden för att anskaffa information i sig är speciellt hög, utan för att information måste anskaffas oftare vid mer frekvent rapportering.<sup>93</sup>

#### **2.4.3.3 Minskad frivillig informationsgivning**

Även Nöldeke och Jorns<sup>94</sup> är tveksamma till om kvartalsrapporter skulle ha en betydande verkan på informationsasymmetrier, eftersom företag kan publicera information via andra kanaler, som passar deras specifika situation bättre än offentliggörande av kvartalsrapporter.

---

<sup>89</sup> Kay, J, s. 82–83.

<sup>90</sup> Kay, J, s. 70–74.

<sup>91</sup> Yaw Mensah och Robert Werner är amerikanska doktorer och forskare inom redovisning och finans.

<sup>92</sup> Mensah, Y. M., Werner, R, s. 2–8.

<sup>93</sup> Yee, K. K, s. 167–168.

<sup>94</sup> Marisa Nöldeke och Christoph Jorns är doktorer och forskare inom ekonomi och finans.

Krav på tätare rapportering kan minska den publicerade informationens effektivitet, eftersom ett krav kan minska eller eliminera frivilligt offentliggörande av information. Nöldeke och Jorns menar att frivilligt offentliggörande av information är en bättre indikator på ett företags värde och ger investerare mer insyn. Nöldeke och Jorns grundar sitt resonemang på en undersökning av den schweiziska börsen, där obligatorisk kvartalsrapportering existerat sedan 1997. De menar att kvartalsrapporterna inte nödvändigtvis förbättrar precisionen på prognoserna och att fler rapporter dessutom inte alltid innebär mer information.<sup>95</sup>

#### **2.4.4 Konsekvenser av ett minskat offentliggörande av kvartalsrapporter**

De åsikter och studier som redogjorts för i avsnitten ovan kan användas för att koppla kvartalsrapportens betydelse till olika ekonomiska teorier. Kay anser att den överflödiga informationen som finns i kvartalsrapporterna gör att det inte går att urskilja vad som är relevant information vid investeringsbeslut och anser av denna anledning att kvartalsrapporter bör avskaffas. Denna syn på informationsgivning har en stark koppling till behavioral economics och behavioral finance. Utifrån Kays' synvinkel skulle ett avskaffat krav och ett minskat utgivande av kvartalsrapporter inte få några negativa effekter överhuvudtaget, eftersom människor inte har förmåga att ta till sig den tillgängliga informationen.

Kay menar även att ett problem med utgivande av kvartalsrapporter är att de inte gynnar långsiktig tillväxt. Här finns en koppling till Molanders uttalande om att individer har en tendens att övervärdera kortsiktig nytta på bekostnad av långsiktiga utveckling. Företagen är medvetna om att investerare värdesätter bra siffror för varje kvartal, vilket leder till beslut som gynnar företaget på kort sikt för att locka investerare. En potentiell konsekvens av att företag övervärderar kortsiktig vinst kan vidare kopplas till den agentproblematik och de agentkostnader, som diskuterats ovan. Agentkostnaderna kan öka eftersom företagen framställer sig på ett osanningsenligt sätt ur ett långsiktigt perspektiv på bekostnad av investerarnas behov av rättvisande information. Denna risk leder till en osäkerhet hos investerare, som på sikt kan resultera i minskad handelsfrekvens och fallande aktiekurser. Krav på offentliggörande av kvartalsrapporter kan därför resultera i negativa effekter, precis som Kay anför.

Trots att Kay menar att ett minskat offentliggörande av kvartalsrapporter inte skulle få några effekter, finns även studier som faktiskt visar att handelsaktiviteten ökar vid utgivande av mer

---

<sup>95</sup> Nöldeke, M, Jorns, C, s. 1–6.

frekvent information. Studier som talar för ökad handelsaktivitet och likviditet på marknaden vid offentliggörande av information och studier om människors oförmåga att handla rationellt och processa information behöver dock inte stå i motsats till varandra, utan kan tillsammans vara korrekta. Av just den anledningen att känslor ligger till grund för investeringsbeslut kan offentliggörande av kvartalsrapporter öka handelsaktiviteten på värdepappersmarknaden, eftersom utgivande av information i sig kan ge en känsla av trygghet. Ett ökat förtroende för marknaden och ökad handelsaktivitet gynnar samhällsekonomin och stärker värdepappersmarknadens likviditet och kvalitet. Slutsatsen är att kvartalsrapporter är nödvändiga, men därmed inte sagt att innehållet behöver vara detaljrikt. De studier som visar att frekvent rapportering ökar handelsaktiviteten innehåller inga uppgifter om vilken detaljnivå som är nödvändig i den offentliggjorda informationen för att aktörerna ska reagera på denna. Studierna visar därför att en hög detaljnivå i rapporterna inte nödvändigtvis är att föredra.

## 2.5 Sammanfattande kommentarer

Utifrån det material som redogjorts för i kapitel 2, kan avslutningsvis konstateras att en utvecklad värdepappersmarknad knappast skulle fungera väl i avsaknad av regler och normer som anger förutsättningar för marknaden. En reglering av värdepappersmarknaden är en av flera förutsättningar för en effektiv marknad och är nödvändig för förtroendet för marknaden och för att minimera transaktionskostnader.<sup>96</sup> Förtroendet fyller en viktig funktion, eftersom en effektiv marknad förutsätter att det finns investerare, som är beredda att göra placeringar på marknaden.<sup>97</sup> Det finns dock problem med en alltför omfattande reglering på grund av investerarens bristande kompetens och oförmåga att processa information.<sup>98</sup>

Trots svårprocessad information är offentliggörande av kvartalsrapporter en stor trygghet för investerare som i det stora hela, med stor sannolikhet, leder till positiva effekter på grund av ökat förtroende för marknaden. De problem med kvartalsrapporter som redogjorts för ovan i form av ökade kostnader, kortsiktigt vinsttänk samt investerarens oförmåga att processa information och handla rationellt, kan till stor del lösas med mindre detaljerade krav på utformningen av kvartalsrapporter snarare än med längre rapportintervall. Med kvartalsrapporter med ett mindre detaljerat innehåll blir investerare uppdaterade med frekvent information, samtidigt som de lättare kan tolka informationen. Mindre detaljerade

---

<sup>96</sup> Jansson, P, s. 35.

<sup>97</sup> Jansson, P, s. 20.

<sup>98</sup> Jansson, P, s. 36.

kvartalsrapporter kommer ha samma eller en mer utjämnande effekt på informationsasymmetrier, som mer detaljerade rapporter på grund av människors oförmåga att processa information.

### **3. Den svenska regleringen av regelbunden finansiell information**

#### **3.1 Inledning**

I svensk rätt regleras kraven på offentliggörande av regelbunden finansiell information av lag och självreglering. Nedan förklaras fenomenet självreglering och dess historiska förhållande till lag i svensk rätt. Därefter redogörs för bakgrunden till den nuvarande regleringen av regelbunden finansiell information följt av en beskrivning av de krav som finns idag och de krav som finns på delårsrapporters innehåll. De regler som berörs i framställningen återfinns i EU-rättslig reglering, svensk redovisningslagstiftning, VpmL och i självregleringen på den dominerande reglerade marknaden för handel med aktier; Stockholmsbörsen<sup>99</sup>. Avslutningsvis förs en analys avseende den nuvarande regleringen av offentliggörande av regelbunden information och förhållandet mellan lag och självreglering på området.

#### **3.2 Allmänt om självregleringen på värdepappersmarknaden**

Självreglering är ett informellt förfarande till skillnad från lag, som är i form av offentlig reglering.<sup>100</sup> Trots att begreppet självreglering numera är etablerat, finns inte någon vedertagen definition.<sup>101</sup> Samuelsson definierar självreglering som ”en kollektivt överenskommen form av normgivning och kontroll av en organisations medlemmar, där reglerna avser styrande för verksamhetens bedrivande och medlemmarnas beteende på vissa centrala områden”.<sup>102</sup> Munck<sup>103</sup> förespråkar istället definitionen som formulerats av Riksdagens Utredningstjänst, enligt vilken självreglering är ”åtgärder som i systematiserad form vidtas av ett företag, en bransch eller hela näringslivet och som syftar till att förebygga eller lösa problem i förhållande till konsumenter eller andra”.<sup>104</sup>

Ett kännetecken hos självregleringen är att den syftar till att styra in medlemmarna i organisationen i ett visst önskvärt beteende och syftar till att skapa handlingsmönster som omfattas av andra än medlemmarna.<sup>105</sup> Självregleringen kan bestå av rekommendationer från exempelvis en branschorganisation, en gemensam reglering där myndigheter utformar regler tillsammans med exempelvis en branschorganisation eller egenåtgärder som är självpåtagna av

---

<sup>99</sup> Riksbankens årliga publikation, *Den svenska finansmarknaden*, 2015, s. 54.

<sup>100</sup> Samuelsson, P, *Information och ansvar*, 1991 (Samuelsson, P), s. 322.

<sup>101</sup> Haglind, L, *Lagstiftning eller självreglering- vad tycker lagstiftaren?* SvJT 2001, (Haglind, L), s. 263.

<sup>102</sup> Samuelsson, P, s. 322.

<sup>103</sup> Johan Munck är svensk jurist, justitieråd och tidigare ordförande i Högsta Domstolen.

<sup>104</sup> Munck, J, *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, JT, 2006/07 (Munck, J), s. 553.

<sup>105</sup> Jansson, P, s. 45.



aktörerna.<sup>106</sup> I många fall binder de självreglerande organisationerna medlemmarna på avtalsrättslig grund.<sup>107</sup> Vid överträdelse av reglerna aktualiseras inga civilrättsliga sanktioner, utan de av disciplinnämnden utdömda sanktioner som drabbar företagen vid överträdelser är beslut om avnotering, åläggande av vite, meddelande av varning och badwill.<sup>108</sup>

Idag finns en väl utbyggd självreglering på värdepappersmarknadsområdet i svensk rätt, som är framtagen på frivillig väg av organisationer i näringslivet.<sup>109</sup> Näringslivets självreglerande organ är sedan år 2005 samlade i organisationen Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.<sup>110</sup> Föreningens huvudmän är Aktiemarknadsbolagens Förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, Nasdaq Stockholm AB, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Svenskt Näringsliv.<sup>111</sup>

Denna uppsats behandlar innehållet av självregleringen i Stockholmsbörsens emittentregler. Regelverket innehåller bland annat uppställda krav för notering på de reglerade marknaderna, informationsregler och påföljder vid överträdelser av regelverken.<sup>112</sup> Informationsreglerna, när det gäller aktier, är i allt väsentligt harmoniserade för Nasdaqs börser i Stockholm, Helsingfors, Köpenhamn och Island. Harmoniseringen underlättar för investerarna och bidrar till att skapa en samnordisk värdepappersmarknad med större möjlighet för emittenterna att få tillgång till riskkapital.<sup>113</sup>

### **3.3 Historisk tillbakablick av förhållandet mellan lag och självreglering på den svenska värdepappersmarknaden**

Lagstiftning är av svensk tradition ett förfarande som ger uttryck för säkerhet och trygghet. Den samhälls- och lagsyn som rådde innan 1700-talet, medförde att det inte fanns något utrymme för en individs personliga frihetssfär och privatautonomi. Med argumentet att verka för det allmännas bästa ingrep statsmakten i människors personliga sfär. Privatlivet fick med andra ord

---

<sup>106</sup> SOU 2000:96, *Självreglering inom elektroniska affärer*, s. 7.

<sup>107</sup> Af Sandberg, C, *Fungerar självregleringen på värdepappersmarknaden utan sanktioner?* Balans nr. 1, 2002, s. 2.

<sup>108</sup> Se exempelvis Nasdaq Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2016, s. 53.

<sup>109</sup> Ds 2006:6, *Informationskrav i noterade företag m m* (Ds 2006:6), s. 85.

<sup>110</sup> Ds 2006:6, s. 83-84.

<sup>111</sup> Ds 2006:6, s. 83-84.

<sup>112</sup> Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden*, 2015, s. 53.

<sup>113</sup> Nasdaq Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2016, s. 2.

ge vika för det allmännas väl.<sup>114</sup> Under upplysningsrörelsen på 1700-talet frångicks synsättet om att stat och samhälle skulle ses som synonyma. Individens frihet blev starkare och statens självständighet mer påtaglig. Utvecklingen kom att resultera i en uppdelning av offentlig och privat rätt.<sup>115</sup> Utvecklingen fortsatte in på 1800-talet och gav marknaden mer eget ansvar, eftersom det ansågs viktigt att lämna utrymme för den mänskliga egenlystheten för att främja det ekonomiska framåtskridandet. Det visade sig dock att marknaden inte klarade av att upprätthålla social harmoni på egen hand, vilket resulterade i att många ville begränsa den självreglering som rådde. Aktörer och enskilda individer i samhället fick därmed mer förtroende för staten.<sup>116</sup>

I slutet av 1800-talet och början av 1900-talet var därför lagstiftningen en viktig del av demokratin och ansågs vara ett sätt att uppnå politiska och ideologiska visioner.<sup>117</sup> I Sverige fanns, fram till 1980-talet, en ambition att genom lagstiftning täcka in stora delar av vad som ansågs behöva regleras på värdepappersmarknaden. Den dåvarande lagregleringen var inte mycket mer omfattande än den nuvarande, men den var i väsentliga avseenden mer detaljriktad. Självregleringen på området var dock avsevärt mindre omfattande än den självreglering som råder idag. Anledningen till att lagstiftningen var så pass dominerande kan förklaras av att värdepappersmarknaden var mindre tekniskt och ekonomiskt utvecklad än idag.<sup>118</sup>

När det sedan under 1960-talet blev vanligare med offentliga uppköpserbjudanden ansågs det som en brist att inte tillräckliga regler fanns om likabehandling av och informationsgivning till aktieägarna. Av den anledningen bildades den självreglerande organisationen Näringslivets Börskommitté (NBK).<sup>119</sup> NBK utgav sina första rekommendationer mot slutet av 1960-talet. NBK:s syfte, som med tiden utvidgades, var till en början att utreda förbättrande möjligheter till upplysningar om börsföretags ekonomiska situation och framtidsutsikter. NBK:s främsta uppgift var främst att utarbeta rekommendationer av generell karaktär.<sup>120</sup>

Under 1980-talet växte de finansiella marknaderna kraftigt och därmed ställdes strängare krav på värdepappersmarknadens funktion.<sup>121</sup> 1980-talet brukar på grund av den utveckling som

---

<sup>114</sup> Petersson, C, *Lagstiftning eller självreglering i ett rättshistoriskt perspektiv, SvJT 2001* (Petersson, C), s. 221–222.

<sup>115</sup> Petersson, C, s. 223–224.

<sup>116</sup> Petersson, C, s. 228–232.

<sup>117</sup> Petersson, C, s. 232.

<sup>118</sup> Jansson, P, s. 36–37.

<sup>119</sup> Munck, J, s. 557.

<sup>120</sup> SOU 1989:72, *Värdepappersmarknaden i framtiden*, s. 217–219.

<sup>121</sup> Jansson, P, s. 37.

skedde kallas för början på penningmarknaden och var tillika begynnelsen till den värdepappersmarknad vi har idag. I början av 1980-talet infördes en börs- och fondkommissionslagstiftning, trots att handeln på Stockholms fondbörs fortfarande var obetydlig vid tidpunkten.<sup>122</sup> Lagen skulle säkerställa att aktiemarknaden och börsstyrelsen fick den information om börsbolagen som var nödvändig.<sup>123</sup>

Den tekniska utvecklingen och utvecklingen av nya instrument och marknader, som skedde under 1980-talet, förändrade förutsättningarna för marknadens aktörer som i sin tur försökte anpassa sig. Lagstiftningen förändrades dock inte i samma takt, vilket var problematiskt. I början av 1990-talet genomfördes av detta skäl en förändring av lagarna som reglerade värdepappersmarknaden i syfte att anpassa dem till utvecklingen som skett på värdepappersområdet.<sup>124</sup> Marknaden behövde kunna hantera större belopp, främja en större rörlighet mellan investerare och upprätthålla en effektiv kapitaltillförsel. För att kunna anpassa regler efter marknadens behov, ansågs det inte lämpligt att marknaden skulle lagregleras. Under 1980-talet inleddes sålunda en avreglering. Avregleringen innebar att gamla detaljregleringar i lag ersattes med mer riktlinjer och reglering av huvudprinciper. En princip som genomfördes i den svenska lagstiftningen var att lagreglerna skulle läggas på ett så pass generellt plan att det inte skulle hindra nya verksamhetsformers inträde på marknaden.<sup>125</sup> Förändringen av regelstrukturen resulterade i en rad nya lagar på värdepappersområdet.<sup>126</sup> Med en mindre detaljerad lagreglering uppstod ett tomrum som behövde fyllas ut, vilket gjordes med självreglering.<sup>127</sup>

---

<sup>122</sup> Prop. 1978/79:9, *med förslag till fondkommissionslag m m* (Prop. 1978/79:9), s. 1.

<sup>123</sup> Prop. 1978/79:9, s. 31.

<sup>124</sup> Prop. 1990/91:142, s. 73.

<sup>125</sup> Jansson, P, s. 37–38.

<sup>126</sup> Prop. 1990/91:142, s. 74.

<sup>127</sup> Jansson, P, s. 38.

## 3.4 Reglerade krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information

### 3.4.1 Införande av krav på offentliggörande regelbunden finansiell information för aktiebolag

De fjärde och sjunde bolagsrättsdirektiven<sup>128</sup> (redovisningsdirektiven) utgör huvudkärnan för upprättande av rapporter för alla aktiebolag inom EU.<sup>129</sup> Det fjärde bolagsrättsdirektivet antogs år 1978 i syfte att skapa en harmoniserad uppsättning regler för den externa rapporteringen för aktiebolagen.<sup>130</sup> Genom det sjunde bolagsrättsdirektivet, som antogs år 1983, infördes en gemensam uppsättning regler för sammanställd redovisning.<sup>131</sup> I direktiven ställs bland annat krav på att den finansiella rapporteringen ska ge en rättvisande bild av bolagets tillgångar, skulder, ekonomiska ställning och resultat.<sup>132</sup> Redovisningsdirektiven utgör tillsammans huvudkärnan i den svenska redovisningslagstiftningen och är införlivade i årsredovisningslagen (1995:1554) (ÅRL), lag (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag (ÅRKL) samt lag (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag (ÅFRL).<sup>133</sup>

I 9 kap. ÅRL finns krav på årsredovisning, koncernredovisning och delårsrapporter. I 9 kap. 1 § anges att företag, som är skyldigt att upprätta koncernredovisning enligt ÅRKL eller ÅRFL, ska upprätta en delårsrapport minst en gång under ett räkenskapsår som omfattar mer än tio månader. Delårsrapporten ska omfatta minst hälften och högst två tredjedelar av räkenskapsåret. I 9 kap. 3 § anges att delårsrapporten ska innehålla en balans- och resultaträkning i sammandrag, noter och delårsinformation. Delårsrapporten ska vidare innehålla ”information om händelser som är av väsentlig betydelse för att förstå utvecklingen av företagets ställning och resultat och en beskrivning av väsentliga risker och osäkerhetsfaktorer som företaget står inför. Delårsinformationen ska dessutom innehålla uppgifter om transaktioner med närstående som väsentligen påverkat företagets ställning och resultat.”

---

<sup>128</sup> Rådets fjärde direktiv 78/660/EG av den 25 juli 1978 grundat på art. 54.3 g i fördraget *om årsbokslut i vissa typer av bolag* (Direktiv 78/660/EG); Rådets sjunde direktiv 83/349/EEG av den 13 juni 1983 grundat på art. 54.3 g i fördraget *om sammanställd årsredovisning* (Direktiv 83/349/EEG).

<sup>129</sup> Ingressen till direktiv 83/349/EEG.

<sup>130</sup> Ingressen till direktiv 78/660/EG.

<sup>131</sup> Ingressen till direktiv 83/349/EEG.

<sup>132</sup> Direktiv 78/660/EG, art. 2; direktiv 83/349/EEG, art. 16.

<sup>133</sup> Prop. 2006/07:115, *Ny lag om värdepappersmarknaden* (Prop. 2006/07:115), s. 103.

Enligt ÅRL är de företag som omfattas av lagen även skyldiga att tillämpa god redovisningssed, vilket bland annat innebär en skyldighet att följa allmänna råd och rekommendationer från auktoritativa organ.<sup>134</sup>

### **3.4.2 Införande av krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information för börsnoterade företag**

Ett första steg mot en harmoniserad reglering av värdepappersmarknader inom EU var rådets direktiv 79/279/EEG om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs. Genom direktivet skulle ett likformigt skydd för investerare inom gemenskapen säkerställas. Direktivet skulle möjliggöra en ökad integrering av nationella värdepappersmarknader och därmed bidra till att få en europeisk kapitalmarknad till stånd. Av direktivet kunde utläsas minimivillkor för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörser belägna eller verksamma i medlemsstaterna.<sup>135</sup>

Genom rådets 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, försäkrades investerare ett förbättrat skydd genom att samordna kraven på den information som skulle offentliggöras vid tidpunkten för upptagande till notering.<sup>136</sup> Informationsgivning vid notering ansågs dock inte vara tillräckligt ur investerarsynpunkt, vilket föranledde det första steget mot en gemensam reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information, genom rådets direktiv 82/121/EEG om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs. Direktivet syftade till att utöka skyddet för investerare genom att förse dem med relevant och regelbunden information under hela den tid värdepapperen noterades. Utvecklingen inom EU innebar att krav ställdes på de börsnoterade företagen att offentliggöra årsbokslut och halvårsrapporter.<sup>137</sup> För att skapa klarhet och överskådlighet sammanfördes de olika direktiven till en enda text i form av Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG om upptagande

---

<sup>134</sup> Författningskommentar till 2 kap. 2 § ÅRL.

<sup>135</sup> Ingressen till rådets direktiv 79/279/EEG av den 5 mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs.

<sup>136</sup> Ingressen till rådets direktiv 80/390/EEG av den 17 mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs.

<sup>137</sup> Ingressen till rådets direktiv 82/121/EEG av den 15 februari 1982 om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs.

av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper.<sup>138</sup>

Med anledning av direktiven företogs ändringar i den svenska lagstiftningen, vilket resulterade i lag (1991:981) om värdepappersrörelse och lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Med den utveckling som skedde ansågs informationsgivning av både marknadsplatser och utgivare av värdepapper vara av väsentlig betydelse. Vikten av information om priser och volymer i handel med värdepappret samt information om utgivarens verksamhet och ekonomiska ställning framhölls framförallt i förarbeten. Ju mer information investerare kunde tillhandahålla, desto mer förtroende skulle de få för marknaden och det skulle i sin tur säkerställa en likvid marknad.<sup>139</sup>

### **3.4.3 Handlingsplan för ett harmoniserat innehåll i finansiella rapporter inom EU**

Den nuvarande lagstiftningen om offentliggörande av regelbunden finansiell information i VpmL föranleddes av öppenhetsdirektivet, som antogs som en del av EU:s Financial Services Action Plan (FSAP). Handlingsplanen upprättades år 1999 bland annat i syfte att införa en gemensam marknad inom EU för institutionella finansiella tjänster. För att uppnå syftet planerades förändring på sex olika områden, varav ett område var regelbunden finansiell information. Målet var att gå mot en enda uppsättning av finansiella rapporter för noterade företag inom EU. Det ansågs finnas ett akut behov av lösningar, som ger företag möjlighet att anskaffa kapital i hela unionen med hjälp av finansiella rapporter, som upprättas på grundval av en enda uppsättning ekonomiska rapporteringskrav. International Accounting Standards (IAS) ansågs vara det mest lämpliga riktmärket för att utforma en enda uppsättning av sådana krav.<sup>140</sup>

---

<sup>138</sup> Ingress 1 till Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper.

<sup>139</sup> Prop. 1990/91:142, s. 74.

<sup>140</sup> Commission Communication of 11 May 1999, *Implementing the framework for financial markets: action plan*, COM(1999) 232, s. 3–7.

### 3.4.4 IAS-förordningen

#### 3.4.4.1 Antagandet av IAS-förordningen och dess innebörd för svenska aktiemarknadsbolag

Efter EU:s antagande av IAS-förordningen<sup>141</sup>, år 2002, måste företag som gett ut värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad från och med år 2005 upprätta koncernredovisning i enlighet med redovisningsstandarder som ges ut av International Accounting Standards Board (IASB).<sup>142</sup> Standarderna kallas International Accounting Standards (IAS) och International Financial Reporting Standards (IFRS) och är mer långtgående och detaljerade än reglerna i den svenska redovisningslagstiftningen.<sup>143</sup> En förordning om tillämpning av internationella redovisningsstandarder kan antas av EU om den inte strider mot EU:s redovisningsdirektiv.<sup>144</sup>

IAS-förordningen var ett första steg mot en harmonisering av innehållet i den finansiella information som offentliggörs av de företag som förordningen avser.<sup>145</sup> Vidare är IAS-förordningen en minimiharmoniseringsförordning, vilket innebär att medlemsstaterna har rätt att utvidga tillämpningsområdet för IAS och IFRS till andra företag än som omfattas av förordningen.<sup>146</sup> IAS-förordningen är, till skillnad från redovisningsdirektiven, direkt tillämplig för de företag som omfattas av förordningen. Om tillämpning av reglerna i redovisningsdirektiven, som införlivats i den svenska redovisningslagstiftningen, hamnar i konflikt med tillämpningen av principerna i de internationella standarderna har de senare företräde.<sup>147</sup>

De företag som ska upprätta koncernredovisning genom tillämpning av de principer som uppställs i IFRS/IAS ska upprätta delårsrapporter i enlighet med IAS 34.<sup>148</sup> I IAS 34 beskrivs minimumkraven för innehållet i en delårsrapport och de principer som ska användas för identifiering och värdering i delårsrapporten. IAS 34 innehåller dock inga bestämmelser om vilka redovisningsenheter som ska upprätta delårsrapporter, hur ofta eller hur snart efter en delårsperiods utgång rapporten ska offentliggöras, utan det framkommer av lag och avtal.<sup>149</sup>

---

<sup>141</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder (Förordning (EG) nr 1606/2002).

<sup>142</sup> Ingressen till Förordning (EG) nr 1606/2002; förordning (EG) nr 1606/2002, art. 4.

<sup>143</sup> Prop. 2006/07:65, *Informationskrav i noterade bolag m m* (Prop. 2006/07:65), s. 104.

<sup>144</sup> Förordning (EG) nr 1606/2002, art. 3.

<sup>145</sup> Förordning (EG) nr 1606/2002, art. 1.

<sup>146</sup> Förordning (EG) nr 1606/2002, art. 4, 5.

<sup>147</sup> Prop. 2004/05:24, *Internationell redovisning i svenska företag*, s. 60–61.

<sup>148</sup> Förordning (EG) nr 1606/2002, art. 4; International Accounting Standards 34.3.

<sup>149</sup> International Accounting Standards 34.1.

Om en redovisningsenhet anger att rapportering upprättas i enlighet med IFRS/IAS, måste minimumkraven i IAS 34 vara uppfyllda.<sup>150</sup>

#### **3.4.4.2 Delårsrapporternas innehåll enligt IAS 34**

En delårsrapport ska, för att vara upprättad i enlighet med IAS 34, innehålla en kortfattad redogörelse för företagets finansiella ställning (balansräkning) och finansiella prestationer (resultaträkning) som presenteras med antingen en kortfattad resultaträkning, eller en kortfattad separat resultaträkning och en kortfattad redogörelse för omvärderingsdifferenser, en kortfattad redogörelse för förändringar i eget kapital, en kortfattad redovisning av kassaflöden och valda förklarande noter.<sup>151</sup> Delårsrapporter i sammandrag ska som minimum innehålla alla rubriker och delsummeringar som redovisades i företagets senaste årsredovisning.<sup>152</sup> Företaget ska i sin delårsrapport ge förklaringar till viktiga händelser och transaktioner som är av betydelse för förståelsen av förändringar om företagets finansiella ställning och utveckling sedan utgången av den föregående rapporteringsperioden. Exempel på sådana händelser och transaktioner som behöver tas upp om de anses vara viktiga är nedskrivningar, avyttring av materiella tillgångar, åtaganden för inköp av fastigheter och maskiner, förändringar i verksamheten och ekonomiska förhållanden som påverkar det verkliga värdet av företagets finansiella tillgångar och skulder.<sup>153</sup> I IAS 34 finns även en omfattande lista med vad som ska framgå av noterna för att öka förståelsen för företagets finansiella ställning. Exempel på vad som ska framgå är hur säsongsvariationer har påverkat verksamheten under delåret och mängden av störande poster, som varit ovanliga till sin art och storlek.<sup>154</sup> En delårsrapport ska vidare omfatta en koncernredovisning, om redovisningsenhetens senaste årsredovisning innehöll en koncernredovisning.<sup>155</sup>

### **3.4.5 Öppenhetsdirektivet**

#### **3.4.5.1 Öppenhetsdirektivets syfte och innebörd**

Till följd av FSAP, publicerades den 15 december 2004 öppenhetsdirektivet, som syftade till ett ökat investerarskydd och till att säkerställa en effektivare marknad. Syftet skulle uppnås genom möjligheten för investerare att erhålla adekvat information om värdepappersmarknaden, vilket skulle möjliggöra välgrundade bedömningar och en korrekt prissättning.

---

<sup>150</sup> International Accounting Standards 34.3.

<sup>151</sup> International Accounting Standards 34.8.

<sup>152</sup> International Accounting Standards 34.10.

<sup>153</sup> International Accounting Standards 34.15.

<sup>154</sup> International Accounting Standards 34.16.

<sup>155</sup> International Accounting Standards 34.14.



Öppenhetsdirektivet var till stor del en modernisering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper.<sup>156</sup> Öppenhetsdirektivet innehöll huvudsakligen bestämmelser om vilken information som skulle offentliggöras av ett företag som har gett ut värdepapper för handel på en reglerad marknad. Bland dessa bestämmelser fanns krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information.<sup>157</sup> Direktivet var till en början ett minimiharmoniseringsdirektiv, vilket innebar att medlemsstaterna fick ställa mer långtgående krav än direktivet angav.<sup>158</sup>

Öppenhetsdirektivet utökade kraven på offentliggörande av regelbunden finansiell information. I kap. II artikel 4 och 5 i öppenhetsdirektivet angavs krav på en årlig redovisning och halvårsrapporter. Utöver dessa krav fanns ytterligare krav på delårsredogörelser i kap. II, artikel 6. Delårsredogörelserna skulle upprättas för det första och andra halvåret med en förklaring till alla väsentliga händelser och transaktioner som ägt rum under den relevanta perioden och deras inverkan på emittentens och dess kontrollerande företags finansiella ställning samt en allmän beskrivning av den finansiella ställningen och resultatet för perioden. Emittenter som enligt nationell lagstiftning, reglerna på den reglerade marknaden eller på eget initiativ offentliggjorde kvartalsrapporter behövde inte offentliggöra delårsredogörelser.

#### ***3.4.5.2 Motiv till införande av krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information i VpmL***

Öppenhetsdirektivet införlivades i svensk rätt genom VpmL, som infördes år 2007 och ersatte därmed lag (1991:981) om värdepappersrörelse och lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. VpmL:s införande innebar att värdepappersföretag skulle vara skyldiga att rapportera transaktioner avseende aktier upptagna till handel på en reglerad marknad till behöriga myndigheter (Finansinspektionen och Bolagsverket). Även bestämmelser om vilka krav som skulle ställas på att finansiella instrument skulle få tas upp till handel på en reglerad marknad och regler om tillträde på reglerade marknader infördes i VpmL.<sup>159</sup>

I förarbeten till VpmL angavs att behov av reglering av informationsgivning på värdepappersmarknaden uppstod om marknadsmekanismen fungerade mindre väl. Reglering

---

<sup>156</sup> Ingress 1–3, 38 till rådets direktiv 2004/109/EG.

<sup>157</sup> Direktiv 2004/09/EG, art. 1.

<sup>158</sup> Direktiv 2004/09/EG, art. 3.

<sup>159</sup> Prop. 2006/07:115, s. 1.

ansågs vara nödvändig om det fanns någon typ av hinder, för att aktörerna på egen hand skulle fatta beslut som var förenliga med samhällsekonomiska mål. Intressekonflikter fanns mellan konsumenter av finansiella produkter och leverantörer av dessa, vilket medförde att informationsgivning på värdepappersmarknaden ansågs vara av stor betydelse för konsumenten. Konsumenten ansågs ha ett informationsunderläge som hade negativ inverkan på dennes förtroende för marknaden, eftersom det minskade investeringsviljan. Det sades även att regler om informationsgivning medförde kostnader och att det därför var nödvändigt att göra en avvägning mellan nytta och kostnader vid utformandet av regleringen.<sup>160</sup>

En lagstiftning som nära anslöt sig till bestämmelserna i öppenhetsdirektivet ansågs nödvändig för att konkurrenssituationen för de svenska företagen inte skulle hämmas i förhållande till utländska konkurrenter. Genom att utforma den svenska lagregleringen nära direktivet och överlåta till marknaden att om nödvändigt föreskriva ett mer strikt regelverk, skulle marknadsaktörernas behov av information tillgodoses.<sup>161</sup> Betydelsen av informationsgivning var ett viktigt motiv för den nya lagen. Det angavs att kraven på adekvat information till investerare syftade till att möjliggöra välgrundade bedömningar av företagens resultat och ställning. För att investerare skulle kunna fatta välgrundade ekonomiska beslut ansågs de behöva ha snabb tillgång till sådan information som hade inverkan på beslutsfattandet och kunna lita på att informationen var fullständig och korrekt. Reglerna om informations-spridning syftade till att skydda investerare genom en säker och rättvis tillgång till information om de företag vars värdepapper var upptagna till handel på en reglerad marknad.<sup>162</sup>

Det ansågs inte lämpligt att införa ett lagstadgat krav på kvartalsrapportering, eftersom ett alltför betungande krav ansågs riskera att inverka negativt på företags möjlighet att använda värdepappersmarknaden för sin finansiering.<sup>163</sup>

### ***3.4.5.3 Införande av krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information i VpmL***

I 16 kap. VpmL infördes, till följd av öppenhetsdirektivet, bestämmelser om regelbunden finansiell information. Krav om offentliggörande av årsredovisning, koncernredovisning samt delårsrapporter infördes för emittenter. En utgivare av aktier skulle offentliggöra en delårsrapport för räkenskapsårets första sex månader (halvårsrapport). Ett ytterligare krav som infördes var att en utgivare av aktier skulle offentliggöra en delårsredogörelse under

---

<sup>160</sup> Prop. 2006/07:115, s. 266.

<sup>161</sup> Ds 2006:6., s. 85.

<sup>162</sup> Ds 2006:6, s. 82.

<sup>163</sup> Prop. 2006/07:65, s. 141.

räkenskapsårets första och andra halvår. En delårsredogörelse skulle innehålla information om perioden mellan halvårets början och dagen för redogörelsens offentliggörande. I redogörelsen skulle ingå uppgifter om väsentliga händelser och transaktioner under perioden samt en allmän beskrivning av utgivarens och dess dotterföretags ställning och resultat under perioden. En delårsredogörelse krävdes inte om utgivaren istället offentliggjorde en delårsrapport för perioden från halvårets början och tre månader framåt (kvartalsrapport).

#### **3.4.5.4 Krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information i emittentreglerna vid VpmL:s införande**

Kvartalsrapportering var redan innan öppenhetsdirektivets genomförande etablerad praxis på den svenska aktiemarknaden. Mer omfattande krav på kvartalsrapporter än vad som följde av direktivet reglerades genom självregleringen i bland annat emittentreglerna.<sup>164</sup>

Självregleringen i Stockholmsbörsens emittentregler, som antogs redan år 1901<sup>165</sup>, syftar till att uppfylla de lagstadgade krav som ställs på en reglerad marknad. En börs ska enligt 15 kap. 1 § VpmL ha tydligt och öppet redovisade regler för upptagande av finansiella instrument till handel på en reglerad marknad. Det ska vidare enligt 15 kap. 2 § VpmL finnas förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med de finansiella instrumenten.<sup>166</sup>

Av punkten 3.2.1 i emittentreglerna framkom vid VpmL:s införande att ett på Stockholmsbörsen noterat företag skulle upprätta och offentliggöra finansiella rapporter i enlighet med gällande lagstiftning och relevanta redovisningsstandarder. Företagen skulle offentliggöra bokslutskommuniké samt delårsrapporter kvartalsvis. En bokslutskommuniké och delårsrapport skulle inledas med en sammanfattning av den mest väsentliga informationen, vari minst skulle ingå uppgifter om nettoomsättning, resultat per aktie samt eventuell prognos om sådan lämnas i rapporten.<sup>167</sup>

Emittentreglerna innehöll före år 2008 inga krav på att kvartalsrapporterna för alla de noterade företagen på Stockholmsbörsen skulle upprättas i enlighet med IAS 34. De noterade företagen på Stockholmsbörsen, som inte omfattades av IAS-förordningens tillämpningsområde (så som moderbolag), var dock inte helt undantagna från krav på innehåll i de delårsrapporter som de var skyldiga att upprätta enligt lag och avtal. I emittentreglerna stadgades att företagen

---

<sup>164</sup> Prop. 2015/16:26, s. 56–57.

<sup>165</sup> Munck, J, s. 556.

<sup>166</sup> Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden*, 2015, s. 53.

<sup>167</sup> OMX Nordic Exchange Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2007, s. 9.

förväntades följa allmänt vedertagen god sed på aktiemarknaden, vilket bland annat innebar att företagen skulle följa Rådet för finansiell rapporterings rekommendationer för redovisning i juridiska personer, RFR 2, vid upprättande av obligatoriska delårsrapporter.<sup>168</sup> Rekommendationerna överensstämde till stor del med IAS 34.<sup>169</sup> Därtill fanns vissa krav avseende innehållet i delårsrapporterna uppräknade i emittentreglerna.<sup>170</sup> År 2008 infördes ändringar i punkten 3.2.3 i emittentreglerna, vilka utvidgade IAS-förordningens tillämpningsområde genom krav på att bokslutskommunikén och kvartalsrapporterna för alla noterade företag skulle innehålla minst den information som framgick av IAS 34.<sup>171</sup>

### 3.4.6 Ändringsdirektivet

#### 3.4.6.1 Ändringsdirektivets syfte och innebörd

En planerlig översyn, som kommissionen enligt art. 33 i öppenhetsdirektivet var ålagd att företa, resulterade i ett direktiv om ändring av öppenhetsdirektivet. Syftet med ändringsdirektivet var att förtydliga, förstärka och anpassa öppenhetsdirektivet till den utveckling som skett på finansmarknaden sedan det ursprungliga direktivet trädde i kraft.<sup>172</sup> Genom ändringsdirektivet ändrades förutsättningarna för den nationella lagstiftningen av krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information. Genom ändringsdirektivet infördes art. 3.1 a i öppenhetsdirektivet som förhindrar länderna inom det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES) att ställa ytterligare krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information utöver årsredovisning och halvårsrapport annat än i vissa särskilda fall. Krav på kompletterande finansiell information får åläggas om det inte utgör en oproportionerlig börda för emittenterna och informationskravet måste vara relevant för investerarna. I direktivet stadgas att ”innan beslut om kompletterande finansiell information fattas ska en medlemsstat göra en bedömning av huruvida sådana ytterligare krav kan leda till en överdriven fokusering på emittenternas kortsiktiga resultat och huruvida kraven kan ha en negativ inverkan på små och medelstora emittenters möjlighet att få tillträde till de reglerade marknaderna.” En oinskränkt rätt att ålägga strängare krav finns dock vad gäller emittenter som är finansiella företag.<sup>173</sup>

---

<sup>168</sup> OMX Nordic Exchange Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2007, s. 40–41.

<sup>169</sup> Rådet för finansiell rapporterings rekommendationer, RFR 2, *redovisning i juridiska personer*, 2007, s. 7. (Före år 2007 gällde Redovisningsrådets rekommendationer, RR 20).

<sup>170</sup> Stockholmsbörsens noteringsavtal, 2005, s. 4.

<sup>171</sup> OMX Nordic Exchange Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2008, s. 24.

<sup>172</sup> Ingressen 1, 15 till i direktiv 2013/50/EU.

<sup>173</sup> Direktiv 2013/50/EU, art. 1 om ändringar av art. 3 i direktiv 2004/109/EG.

Ett skäl till det avskaffade kravet på offentliggörande av kvartalsrapporter ansågs vara en stimulerad tillväxt och ökat förtroende för den inre marknaden hos små och medelstora företag. Kommissionen framhöll att offentliggörande av kvartalsrapporter och delårsredogörelser utgör en betydande administrativ börda för företagen, som inte bidrar till investerarskyddet. Enligt kommissionens skäl uppmuntrar dessutom skyldigheten att offentliggöra delårsredogörelser eller kvartalsrapporter till kortsiktiga investeringsstrategier.<sup>174</sup>

### ***3.4.6.2 Nuvarande reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information***

#### ***VpmL***

Ändringsdirektivet medförde vissa ändringar i 16 kap. VpmL, vilka trädde i kraft den 1 februari 2016. Efter ändringarna kvarstår kraven på offentliggörande av årsredovisning och halvårsrapport i 16 kap. 4, 5 §§ VpmL. Kravet på att en emittent ska offentliggöra antingen delårsredogörelse eller kvartalsrapport för räkenskapsårets första och tredje kvartal har däremot tagits bort.<sup>175</sup>

Regeringen anförde i en proposition att det primära syftet med reglerna om regelbunden finansiell rapportering på värdepappersmarknaden är att tillgodose marknadsaktörernas behov av information, som ligger till grund för investeringsbeslut. Reglerna säkerställer fullständig och rättvis tillgång till information, vilket främjar handel och likviditet. Med fullständig information uppstår en effektiv prissättning och förtroende för marknaden, vilket gynnar samhällsekonomin. Regeringen ansåg, på grund av ovan angivna argument, att det ofta är lämpligt med en tätare rapportering än halvårsvis för många emittenter av aktier, vilket kan säkerställas med hjälp av självreglering. Ett lagstadgat krav på offentliggörande av delårsrapporter för det första och tredje kvartalet ansågs dock inte vara lämpligt, eftersom det skapar mindre flexibilitet och begränsar börsernas möjlighet att anpassa sitt regelverk till marknadsaktörerna. Lagstadgade krav om regelbunden finansiell information bör därför endast ställas upp i den mån tillgången till korrekt och snabb information inte tillgodoses av marknaden. Därtill sades att ett lagstadgat krav på kvartalsrapportering är en för stor administrativ börda för företagen. Regeringen ansåg det därför lämpligt att ta bort kravet på delårsredogörelse eller kvartalsrapport för det första och tredje kvartalet, eftersom det skulle kunna bidra till ett mer hållbart värdeskapande och långsiktiga investeringsstrategier. Det

---

<sup>174</sup> Ingress 3 och 4 till Förslag till Europaparlamentet och rådets direktiv om ändring av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, 2011/0307 (COD).

<sup>175</sup> Prop. 2015/16:26, s. 54.

framfördes även att det i många fall ligger i emittentens intresse att offentliggöra kvartalsrapporter, eftersom ett lågt informationsflöde kan förknippas med hög risk för investerare.<sup>176</sup>

Regeringen valde att inte använda möjligheten att ställa lagstadgade krav på regelbunden finansiell information för vissa emittenter baserat på storlek, eftersom utrymmet för sådana krav är ytterst begränsat. En sådan reglering skulle vidare medföra en ökad komplexitet vid tillämpningen.<sup>177</sup> Vad gäller ytterligare krav för finansiella företag framfördes att det inte är lämpligt, eftersom kvartalsvis rapportering för det första och tredje kvartalet inte är avgörande information för att bibehålla finansiell stabilitet.<sup>178</sup>

Flertalet remissinstanser tillstyrkte ett avskaffat krav på kvartalsrapporter eller hade inget att invända mot det. En del motsättningar kunde dock synas bland remissinstanserna. Riksbanken anförde att kravet bör vara kvar för att säkerställa att fullgod information finns på marknaden. Ett minskat krav skulle kunna leda till minskad marknadseffektivitet, sämre genomlysning av värdepappersmarknaden och ett minskat förtroende för densamma. Det angavs att det finns en risk att börserna tar bort sina krav på rapportering av konkurrensskäl. Riksbanken ansåg även att kravet på kvartalsvis rapportering har ett starkt samband med den finansiella stabiliteten.<sup>179</sup> Konsumentverket menade vidare att konsumentskyddet kommer att påverkas negativt av ett avskaffat krav på kvartalsrapporter.<sup>180</sup>

Tillväxtverket var av en annan åsikt än ovanstående och ansåg att ”krav på kvartalsvis rapportering kan ha en negativ inverkan på små och medelstora företags tillträde på reglerade marknader och att de administrativa kostnaderna för dessa företag blir lägre med utredningens förslag.” FAR anförde vidare att det är en fördel att marknaden blir föremål för självreglering och tillstyrkte därför förslaget.<sup>181</sup>

### ***3.4.6.3 Nuvarande reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information i regelverket för emittenter på Stockholmsbörsen***

Många av de krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information i emittentreglerna från 2008, som redogjorts för ovan, är fortfarande gällande. Med anledning av

---

<sup>176</sup> Prop. 2015/16:26, s. 56–57.

<sup>177</sup> Prop. 2015/16:26, s. 58.

<sup>178</sup> Prop. 2015/16:26, s. 59–60.

<sup>179</sup> Prop. 2015/16:26, 26 s. 54.

<sup>180</sup> Prop. 2015/16:26, s. 54.

<sup>181</sup> Prop. 2015/16:26, s. 54.

ändringsdirektivets införande företogs dock vissa ändringar i emittentreglerna, som trädde i kraft den 1 januari 2014. Av punkten 3.2.3 framgår att det numera endast är bokslutskommunikén och halvårsrapporten som ska innehålla den information som framgår av IAS 34. Rapporterna för det första och tredje kvartalet behöver inte längre upprättas i enlighet med IAS 34, utan kan istället upprättas i form av delårsredogörelser. Börsen har framtagit en vägledning för hur dessa delårsredogörelser bör utformas, som är av följd eller förklaringskaraktär.<sup>182</sup> Syftet med ändringen var att minska den administrativa bördan för koncerner och att uppmuntra långsiktighet i investeringar. Det finns dock inget som hindrar att företagen även fortsättningsvis upprättar kvartalsrapporter i enlighet med IAS 34.<sup>183</sup>

Stockholmsbörsens vägledning påminner till stor del om IAS 34, men ger möjlighet till vissa förenklingar och valmöjligheter. Det ska först och främst av delårsredogörelsen tydligt framgå att den offentliggjorda informationen utgör en delårsredogörelse upprättad i enlighet med Stockholmsbörsens vägledning. Det finns möjlighet att, för koncerner, frånga vägledningen på vissa punkter för att anpassa delårsredogörelsen till koncernens specifika förutsättningar. Om en avvikelse företas krävs dock en förklaring till detta för att marknadsaktörerna ska kunna ta ställning till hur de ser på den valda lösningen. Det krävs en rapport eller redogörelse för någon form för det första och tredje kvartalet.<sup>184</sup>

Det anges i Stockholmsbörsens vägledning att redogörelsen ska innehålla kommentarer om koncernens utveckling under delårsperioden.<sup>185</sup> Vidare stadgas att ”en delårsredogörelse ska innehålla ett antal beloppsuppgifter som är centrala för förståelsen av utvecklingen av koncernens verksamhet”. Enligt vägledningen kan sådana beloppsuppgifter exempelvis vara viktiga resultatmått, totala intäkter, nettoresultat, resultat per aktie och information om kassaflöde.<sup>186</sup> Vidare ska ”en koncern i delårsredogörelsen redogöra för händelser och transaktioner som är av vikt för att förstå förändringarna i koncernens finansiella ställning och utveckling.”<sup>187</sup> Utöver detta ”ska en koncern lämna upplysningar om intäkt och ett resultatmått per segment samt en avstämning av segmentsinformation och informationen på koncernnivå.”<sup>188</sup>

---

<sup>182</sup> Nasdaq Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2016, s. 30–31.

<sup>183</sup> Nasdaq Stockholm *Vägledning för upprättande av delårsredogörelser*, p. 1.

<sup>184</sup> Nasdaq Stockholm *Vägledning för upprättande av delårsredogörelser*, p. 3, 4.

<sup>185</sup> Nasdaq Stockholm *Vägledning för upprättande av delårsredogörelser*, p. 6.

<sup>186</sup> Nasdaq Stockholm *Vägledning för upprättande av delårsredogörelser*, p. 9.

<sup>187</sup> Nasdaq Stockholm *Vägledning för upprättande av delårsredogörelser*, p. 11.

<sup>188</sup> Nasdaq Stockholm *Vägledning för upprättande av delårsredogörelser*, p. 12.

Ändringarna i emittentreglerna har väckt stor debatt. Debatten grundas i huruvida vägledningen är för flexibel för företagen i jämförelse med IAS 34. Det har exempelvis anförts att det är problematiskt att de företag som vill kan publicera i princip vad som helst, bara de motiverar varför. Det har vidare påpekats att kvartalsrapporter är något som placerare värdesätter och att obligatoriska sådana följaktligen förstärker förtroendet för marknaden.<sup>189</sup> Det har å andra sidan även uttalats åsikter om att det är positivt med ökad flexibilitet, eftersom höga krav på kvartalsrapporteringen kan hämma långsiktigheten om företag måste fokusera på att leverera bra resultat varje kvartal. Trots en flexibel reglering har det dock ansetts vara av vikt att hitta en balanserad reglering som ändå säkerställer att placerare kan göra en korrekt bedömning av företagen.<sup>190</sup>

### **3.4.7 Sammanfattande kommentarer om den svenska regleringen av regelbunden finansiell information**

#### ***3.4.7.1 Syftet med krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information***

Vid tolkning av syftet med reglerna om regelbunden finansiell information ter det sig naturligt att till viss del använda sig av förarbeten. Redan innan VpmL:s tid fanns i förarbeten uttalanden om nödvändigheten av regler om regelbunden finansiell information. Utifrån förarbeten kan utläsas att syftet med de svenska reglerna om offentliggörande av regelbunden finansiell information är att säkerställa lika information till alla, ökat förtroende, ökad handelsaktivitet, ökad likviditet och långsiktig tillväxt på marknaden. Efter öppenhetsdirektivets införande framfördes att det är viktigt att utforma regler som överensstämmer med direktivet för att inte hämma svenska aktiemarknadsbolag i konkurrensen med utländska bolag, vilket visar att syftet med reglerna även är att få en ökad harmonisering av regler om regelbunden finansiell information inom EU.

Många av de ovan nämnda syften, som kan identifieras med reglerna om offentliggörande av regelbunden finansiell information, har utgångspunkt i vikten av att minska investerarens informationsunderläge. Syftet med reglerna är bland annat att minska agentkostnader<sup>191</sup> som kan uppstå vid informationsasymmetrier. Genom en reglering säkerställs investerarens tillgång till rättvis information och en möjlighet att övervaka företagsledningens beslut, som rör deras eget investerade kapital.

---

<sup>189</sup> *Debatt: Återinför kvartalsrapporterna*, Dagens industri, 12/8-2014, (18/2-2016).

<sup>190</sup> *Krav på kvartalsrapporter försvinner*, Dagens industri, 7/11-2013, (18/2-2016).

<sup>191</sup> Se avsnitt 2.2.3.



I förarbeten till VpmL anges vidare att behov av reglering av informationsgivning på värdepappersmarknaden uppstår om marknadsmekanismen fungerar mindre väl och där aktörerna inte på egen hand kan fatta beslut som är förenliga med samhällsekonomiska mål. Detta uttalande visar att reglerna syftar till att gynna samhällsekonomin, vilket innebär att samhällsnyttan av regleringen ska överstiga dess kostnader.

För att maximera samhällsnyttan är det inte önskvärt att alla företag ska offentliggöra kvartalsrapporter, eftersom nyttan av att ett företag publicerar kvartalsrapporter i vissa fall kan understiga de kostnader som publiceringen medför för företaget och samhället. Det finns framförallt en risk att kostnaderna för att offentliggöra kvartalsrapporter är större än nyttan för samhället i stort för mindre företag, eftersom den mängd information och betydelsen av den information som offentliggörs av dessa företag är relativt liten. Detta styrks av förarbeten där det kan utläsas att ett avskaffat krav på kvartalsrapporter skulle gynna just mindre företag på grund av de minskade kostnaderna.

Däremot är det inte heller önskvärt att företagen helt slutar att offentliggöra kvartalsrapporter med ett avskaffat lagstadgat krav, eftersom ett minskat utgivande av kvartalsrapporter kan innebära att kostnaderna för samhället, i form av exempelvis minskad handel, överstiger de kostnadsbesparingar som kan göras genom ett avskaffat krav på kvartalsrapporter. En reglering är av detta skäl endast nödvändig i den mån företag inte offentliggör kvartalsrapporter frivilligt trots att den sammanlagda samhällsnyttan överstiger kostnaderna av ett offentliggörande. Regleringen bör därför inte vara onödigt långtgående, eftersom övervakning i form av reglering är en omfattande kostnad för samhället. Denna ståndpunkt styrks av Molander, som menar att offentligt ingripande bara är nödvändig när människor fattar beslut på bekostnad av samhällsekonomisk nytta<sup>192</sup>.

#### ***3.4.7.2 Syftet med minskade krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information***

Ett syfte med reglerna om offentliggörande av regelbunden finansiell information är att minimera de kostnader och resurser som krävs för att företag ska kunna offentliggöra information och för att informationsgivningen ska kunna övervakas. Syftet med reglerna är således att finna en utformning som tillgodoser investerares behov av information, men som samtidigt inte innebär att kostnaderna blir alltför höga. Enligt förarbeten kan en korrekt

---

<sup>192</sup> Molander, P, s. 247.

avvägning mellan säkerställande av information och kostnadsbesparingar uppnås med ett avskaffat krav på kvartalsrapporter. Syftet med ett avskaffat krav på kvartalsrapporter i VpmL och minskade krav i emittentreglerna är att gynna långsiktig tillväxt och minska den administrativa bördan för små och medelstora företag. Att långsiktig tillväxt är något eftersträvansvärt framförs exempelvis av Kay<sup>193</sup>, som anser att ett utgivande av kvartalsrapporter leder till beslut på basis av kortsiktiga resultat, som inte gynnar långsiktig tillväxt.

### ***3.4.7.3 Avslutande kommentarer om syftet med regleringen av regelbunden finansiell information***

Sammanfattningsvis är de syften som kan identifieras med reglerna om regelbunden finansiell information att säkerställa lika information till alla, ökat förtroende, ökad handelsaktivitet, ökad likviditet, långsiktig tillväxt, ökad harmonisering inom EU, minskade kostnader och en minskad administrativ börda för mindre företag. Dessa syften är positiva utifrån såväl investerares, företags och samhällets perspektiv. Med det är däremot inte sagt att utformningen av de svenska reglerna uppfyller dessa syften.

En utgångspunkt i den svenska regleringen av regelbunden finansiell information är att ju mer information som offentliggörs, desto bättre är det för investerare och för samhällsekonomin i stort. Det antas att investerare är kapabla att processa den tillgängliga informationen och att de kommer att använda informationen rationellt i sina investeringsbeslut. Ett antagande är vidare att en ökad proportion offentliggörande av information, ökar handelsaktiviteten och likviditeten på marknaden. Det faktum att förarbeten framhäver vikten av ett fortsatt offentliggörande av kvartalsrapporter även efter ett avskaffat lagstadgat krav visar att de minskade kraven på kvartalsrapporter inte är ett uttryck för människors oförmåga att hantera stora informationsmängder. Uttalandet visar snarare att det avskaffade kravet på kvartalsrapporter är ett uttryck för en kompromiss mellan det behov av information som finns och de kostnader som uppstår för företagen vid upprättande av kvartalsrapporter. Reglernas utgångspunkt är således fortfarande att så mycket information som möjligt alltid är positivt ur ett investerarperspektiv.

Korling och Kay<sup>194</sup> visar att det finns problem med den syn den svenska lagstiftaren har på informationsgivning, eftersom en ökad informationsmängd inte alltid utjämnar informationsasymmetrier på grund av svårigheter att processa informationen. Det är därför inte

---

<sup>193</sup> Se avsnitt 2.4.2.2.

<sup>194</sup> Se avsnitt 2.3, 2.4.

lämpligt att regleringen bygger på antaganden om hur samhället, investerare och ledningen i företag fungerar. Det kan vara sant att mer information ökar investerares möjligheter till välgrundade beslut, men det behöver inte vara det. Utifrån denna syn på informationsgivning, skulle utformningen av den svenska regleringen av regelbunden finansiell information inte vara ändamålsenlig. Det ska dock avslutningsvis sägas att det finns teorier<sup>195</sup> som talar för att informationsgivning ändå har ett värde ur kvalitét och effektivitetssynpunkt. Dessa teorier talar för att de svenska reglernas utformning inte är så ineffektiva, som Kay och Korling gör gällande, men det finns effektivare sätt att reglera regelbunden finansiell informationsgivning på.

## **3.5 Förhållandet mellan lag och självreglering på området för regelbunden finansiell information**

### **3.5.1 Inledning**

Öppenhetsdirektivet är ett exempel på att EU inte är odelat förtjust i fenomenet självreglering. Direktivet har nämligen uppfattats så att en förseelse mot informationskraven vanligen måste följas av en reaktion från en offentlig myndighet, som i Sverige skulle vara Finansinspektionen.<sup>196</sup>

Efter ändringsdirektivets införande ändrades, som ovan nämnts, den svenska lagstiftarens möjligheter att ställa högre krav på regelbunden finansiell information än halvårsvis. I propositionen till ändringarna i VpmL framhölls vikten av att tillgången på information på värdepappersmarknaden ändå upprätthålls. Regeringen förklarade att detta skulle kunna möjliggöras med hjälp av de krav som självregleringen ställer på företagen idag.<sup>197</sup> Regeringens uttalande i propositionen talar för en positiv inställning till självreglering. Nedan ska förhållandet mellan lag och självreglering diskuteras och analyseras utifrån ekonomisk teori och förfarandenas styrkor och svagheter.

### **3.5.2 Självreglering enligt ekonomisk teori**

Molander menar att marknadseffektiviteten gynnas när enskilda aktörer får stort inflytande i beslut som rör deras egen välfärd, under vissa förutsättningar. Grundtillståndet i Molanders

---

<sup>195</sup> Se avsnitt 2.5.

<sup>196</sup> Munck, J, s. 558.

<sup>197</sup> Prop. 2015/16:115, s. 128.

teori är att aktörerna agerar utan ingripande av staten. Aktörerna anses ha vetskap om konsekvenser av olika handlingsalternativ och handlar rationellt efter dessa. Teorin ger uttryck för en strävan mot jämvikt mellan produktion och konsumtion på marknaden. Välfärden kan inte öka för någon utan att den minskar för någon annan, vilket innebär att jämvikten är paretoeffektiv. Konsekvensen av paretoeffektivitet är att några effektivitetsvinster inte kan göras med hjälp av offentligt planerade ingripanden i de fall då förutsättningarna för teorin är uppfyllda. Molander menar att det finns fall där det kan vara lämpligt med offentliga ingripanden, till exempel när människor handlar irrationellt, när jämvikt inte är önskat på grund av fördelningspolitiska skäl eller när jämvikten inte är stabil.<sup>198</sup>

Andra faktorer som kan påverka teorin om att högst marknadseffektivitet uppnås utan offentliga ingripanden är till exempel externa effekter, långsiktiga konsekvenser och brist i informationsgivningen. Externa effekter är sådant som inte reflekteras i priserna och kan vara av negativ eller positiv karaktär, som exempelvis negativ miljöpåverkan. Långsiktiga konsekvenser av en handling gör att det kan vara lämpligt med offentliga ingripanden på grund av att konsekvenserna är svåra att överblicka, vilket försvårar möjligheten att värdera olika handlingsalternativ utifrån vilket som medför välfärd i störst utsträckning. Normalt löses detta problem i ekonomisk teori genom diskontering av framtida kostnader och nyttor. Lösningen visar dock på ett förenklat synsätt och resulterar inte alltid i val av störst nytta, eftersom den enskilda individen har en tendens att övervärdera den kortsiktiga nyttan av ett alternativ.<sup>199</sup>

Trots teorins svagheter menar Molander att kostnader för offentliga åtaganden och riskerna för felaktiga ingrepp måste vägas mot de potentiella vinsterna i bedömningen av huruvida offentliga ingripanden ska göras eller inte. Om samspelet mellan de inblandade är tillräckligt intensivt kan det bli rationellt för en enskild att följa det enligt kollektivet gynnsamma beslutet. Om den enskilde på så sätt följer normen, krävs inget offentligt ingripande. I de fall den enskilde inte handlar utifrån varken egennytta eller normen krävs offentliga ingripanden.<sup>200</sup> Molander menar att med de institutionella förutsättningar som gäller i moderna europeiska stater borde resultera i att de risker som finns med offentliga ingripanden medför för höga kostnader i de allra flesta fallen.<sup>201</sup>

---

<sup>198</sup> Molander, P, s. 234–236.

<sup>199</sup> Molander, P, s. 235–239.

<sup>200</sup> Molander, P, s. 241.

<sup>201</sup> Molander, P, s. 246–247.

Molander anser således att ett antal faktorer stör självregleringen på marknaden och dessa kan användas i bedömningen av huruvida offentliga ingripanden är lämpliga eller inte. Pålsson<sup>202</sup> har även kommenterat ämnet och hennes utgångspunkt är att marknaden har större möjligheter än statliga myndigheter att få aktörer att handla så samhällsekonomiskt effektivt som möjligt och att det är viktigt att försöka åstadkomma en reglering med så lite statligt ingripande som möjligt. Hon anser dock att självreglering inte alltid är tillräckligt för att få aktörerna att handla på det samhällsekonomiskt mest fördelaktiga sättet. Hennes studie har utgångspunkt i marknaden om finansiell rådgivning och hennes slutsats är att självreglering på denna marknad inte är tillräcklig.<sup>203</sup>

Även Haglind<sup>204</sup> tillmäter självregleringen stor betydelse och anser att det är bättre att utmana till självreglering än att lagstifta. Han menar inte att det bara ska finnas självreglering, utan att det ska finnas god balans mellan de olika regleringarna. Självregleringen behöver dock utmanas för att näringslivet ska kunna växa. För att utveckla en väl fungerande självreglering förutsätts att alla aktörer får delta på lika villkor och att inte stora aktörer får bestämma villkoren.<sup>205</sup>

### **3.5.3 Fördelar med självreglering framför lagstiftning på värdepappersmarknaden**

En av fördelarna med självreglering är att de personer som har befattning med ett självreglerande system ofta är experter på området som ska regleras. Detta är en fördel, eftersom en reglering på ett så omfattande område som värdepappersmarknaden ofta blir tekniskt komplicerad. Marknadens aktörer är då bäst lämpade att hitta en praktiskt anpassad reglering. Systemet är dessutom väldigt flexibelt och är inte heller speciellt kostnadskrävande till skillnad från lagstiftningsarbetet.<sup>206</sup> Kostnaderna vid lagstiftningsarbetet utgörs inte bara av de direkta kostnaderna vid utformning av reglerna, utan även av den anpassning som ska göras av berörda myndigheter och aktörer. Kostnaderna vid självreglering bärs dessutom av marknadens aktörer och inte av staten. Utifrån ekonomisk teori bör den reglering väljas som föranleder lägst transaktionskostnader. För marknaden borde självreglering följaktligen vara det bästa alternativet. Det uppstår givetvis kostnader för aktörernas anpassning till reglerna även inom

---

<sup>202</sup> Anne-Marie Pålsson är svensk docent i nationalekonomi och tidigare riksdagspolitiker.

<sup>203</sup> Pålsson, A, *Lagreglering eller självreglering på marknaden för finansiell rådgivning*, SvJT 2001, s. 248, 261–262.

<sup>204</sup> Lars Haglind är kanslichef vid Sveriges riksdag.

<sup>205</sup> Haglind, s. 270–271.

<sup>206</sup> Samuelsson, P, s. 322.

självreglering, men kostnadsbesparingar kan göras eftersom marknadsaktörerna ofta själva utformar reglerna, vilket gör att hänsyn i hög grad tas till den praktiska anpassningen.<sup>207</sup>

Ännu en fördel med självreglering är att reglerna, på grund av sin flexibla karaktär, är lätta att ändra på till skillnad från lag.<sup>208</sup> Snabbheten och flexibiliteten visar sig i de snabba beslutsvägar som erbjuds inom självreglering. Vid lagstiftningsarbetet krävs i högre grad en samordning och beaktande av väletablerade principer som gäller inom andra rättsområden. Flexibiliteten inom självreglering kan utnyttjas så att den främjar värdepappersmarknadens förnyelse och utveckling.<sup>209</sup> En flexibel reglering är framförallt av betydelse på grund av den tekniska utvecklingen på värdepappersområdet.<sup>210</sup>

Lagstiftningen utgör en ram för vilken självregleringen ryms inom, vilket innebär att självregleringen kan tillämpa högre normativa trösklar än lagregleringen. Regleringen kan på så sätt göras mer detaljrik och uppfylla de krav på entydighet som näringslivet kräver.<sup>211</sup> En detaljrik reglering klargör vad som förväntas av de som ska följa den, vilket resulterar i ökad förutsebarhet i förhållande till mer generella regler.<sup>212</sup> Inom självregleringen kan även regleringsorganet göra auktoritativa uttalanden löpande, utan att det ses som ett behörighetsöverskridande.<sup>213</sup>

Vidare uppfattas de sanktioner (bland annat i form av höga viten<sup>214</sup> och badwill för företagen) som kan aktualiseras vid överträdelse av självregleringen som väldigt stränga av aktörerna, vilket medför att det ligger i deras eget intresse att följa reglerna.<sup>215</sup> Exempelvis ålades företaget Carnegie, av disciplinnämnden vid Stockholmsbörsen, att betala ett högt vite om 5 000 000 kr bland annat på grund av att företaget hade offentliggjort felaktig information i en delårsrapport.<sup>216</sup>

---

<sup>207</sup> Jansson, P, s. 59.

<sup>208</sup> Samuelsson, P, s. 323.

<sup>209</sup> Jansson, P, s. 57–59.

<sup>210</sup> Prop. 1999/2000:86, *Ett informationssamhälle för alla* (Prop. 1999/2000:86), s. 19.

<sup>211</sup> Jansson, P, s. 63, 65.

<sup>212</sup> Strömholm, S, *Rättsutveckling på annat sätt än genom lagstiftning: förhandlingsemne ved det 25. Nordiske juristmøte*, 1969 (Strömholm S, 1969), s. 479.

<sup>213</sup> Samuelsson, P, s. 323.

<sup>214</sup> Enligt Nasdaq Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2016, s. 43, kan emittenter åläggas vite motsvarande 15 gånger den årsavgift bolaget betalar till börsen vid överträdelse av informationsreglerna.

<sup>215</sup> Samuelsson, P, s. 323.

<sup>216</sup> Beslut 2007:9 av disciplinnämnden vid OMX Nordic Exchange Stockholm.

### **3.5.4 Nackdelar med självreglering framför lagstiftning på värdepappersmarknaden**

Självregleringens fördelar möts av motargument, som ger uttryck för fenomenets svagheter i förhållande till lagstiftning. Självreglering är i förhållande till lagreglering ett nytt, välbekant och tryggt förfarande. Lagstiftning är till skillnad från självreglering ett uttryck för en politiskt legitimerad vilja uttalad av den högsta makten i Sverige. Lagstiftningen representerar även objektivt givna normer som uttrycks med säkerhet och precision, vilket bidrar till förutsebarhet på ett sätt som inte en mer ingående och detaljrik självreglering gör.<sup>217</sup>

Ett annat framstående argument mot självreglering är att de självreglerande organen ofta uppfattas som domare i egen sak. En effekt av det kan vara att överträdelser av självreglering behandlas mildare och inte tas på lika stort allvar som överträdelser av lag. Även möjligheter till överprövning är begränsade i självregleringen. Därtill anses inte alltid sanktionerna vara tillräckligt nyanserade på så sätt att vissa sanktioner i vissa fall är alltför drastiska, så som uteslutning, medan andra är alltför svaga, så som lägre viten. Ett till sanktionerna tillhörande problem är även att det saknas resurser för att kunna göra effektiva undersökningar av påstådda regelbrott.<sup>218</sup>

Självreglering är, som ovan nämnts, ett snabbt förfarande i jämförelse med lagstiftning, vilket möjliggör en hög detaljnivå. Det har framhållits att ju mer detaljrik och precis en reglering är desto snabbare åldras den.<sup>219</sup> Möjligheten till snabba förändringar i självregleringen tillsammans med att regleringen lätt åldras gör att det är lätt att se risken att reglerna ändras alltför ofta. Snabba förändringar kan inskränka på reglernas förutsebarhet, som är en förutsättning för att aktörerna ska veta vad som gäller och på så sätt kunna anpassa sina rutiner till reglerna.<sup>220</sup>

### **3.5.5 Samverkan mellan lagstiftning och självreglering på området för regelbunden finansiell information**

Den svenska regleringen av regelbunden finansiell information består, som visats ovan, av en kombination av lagstiftning och självreglering. Lagstiftning och självreglering är två olika regleringsformer, som inte är likställda. För att uppnå en så ändamålsenlig reglering av regelbunden finansiell information som möjligt, spelar båda regleringsformerna en viktig roll.

---

<sup>217</sup> Petersson, C, s. 219.

<sup>218</sup> Samuelsson, P, s. 323.

<sup>219</sup> Strömholm, S, 1969, s. 479.

<sup>220</sup> Jansson, P, s. 67.

Störst framgång med regleringen kan sålunda åstadkommas genom att utnyttja samspelet mellan de båda regleringsformerna. Ibland kan självreglering fungera som ett alternativ till lagstiftning och i många fall som komplement. Det har i litteraturen framhävts att båda regleringsformerna måste förekomma parallellt och i samverkan för att uppnå en väl fungerande värdepappersmarknad. För att bestämma förhållandet mellan lag och självreglering på området för regelbunden finansiell information är det därför av betydelse att ta hänsyn till vilka styrkor och svagheter de båda förfaranden har i förhållande till varandra.<sup>221</sup>

Det har dessutom i förarbeten uttalats att lagstiftningen för värdepappersmarknaden bör innehålla grundläggande regler som utgör en ram inom vilken olika slag av självreglering kan förekomma.<sup>222</sup> En god balans mellan de olika regleringsformerna kan uppnås om viktiga övergripande mål regleras med hjälp av lag, medan mer detaljerade och underordnade frågor lämnas till självregleringen.<sup>223</sup> Genom att delegera ansvar till andra organisationer än lagstiftaren får tillsynsmyndigheten, som i Sverige är Finansinspektionen, en viktig roll för att förebygga osunda beteenden.<sup>224</sup>

### **3.5.6 Avslutande kommentarer om förhållandet mellan lag och självreglering på området för regelbunden finansiell information**

Självregleringens främsta styrka är att den är lätt att ändra och på så sätt lätt att anpassa till snabb utveckling. Lagregleringens främsta styrkor är den trygghet och förutsebarhet, som den medför för samhället. Lagregleringens styrkor grundar sig i att ändringar är tid- och kostnadskrävande, vilket kan verka motsägelsefullt med tanke på vad som nyss uttalats om självregleringens främsta styrka. Det faktum att den ena regleringens styrka är den andres svaghet, medför att en effektiv reglering kan utformas genom att få regleringarna att samverka med varandra. Vid utformning av reglering av regelbunden finansiell information är det därför lämpligt att ha så få detaljer som möjligt i lagregleringen för att undvika att göra regleringen svårangepasslig till utvecklingen på värdepappersmarknaden. Enligt bland annat Molander bör en ändamålsenlig reglering av regelbunden finansiell information regleras genom självreglering till så stor del som möjligt, vilket blir fallet om båda förfarandenas styrkor utnyttjas till fullo.

Sammanfattningsvis är det nödvändigt att med lag reglera en ram för självregleringen på grund av lagregleringens objektivitet och på grund av vikten av att främja förutsebarhet. På så sätt säkerställs att generella krav inte kan ändras i alltför hög takt. Mer detaljer om innehåll i

---

<sup>221</sup> Jansson, P, s. 55, 57.

<sup>222</sup> Prop. 1990/91:142, s. 82.

<sup>223</sup> Prop. 1999/2000:86 s. 108.

<sup>224</sup> Prop. 1990/91:142, s. 82.



rapporter kan överlåtas till självreglering för att reglerna på ett smidigt sätt ska kunna anpassas till utvecklingen på marknaden. Dessutom är de påföljder som kan aktualiseras på grund av överträdelser av informationsreglerna i självregleringen tillräckligt stränga för att förebygga osunda beteenden.

## 4. Kvartalsrapporteringstrender på Stockholmsbörsen

### 4.1 Inledning

Om ett avskaffat krav på kvartalsrapporter i den svenska regleringen av regelbunden finansiell information är ändamålsenligt beror till stor del på svenska aktiemarknadsbolags inställning till kvartalsrapporter. Hur företagen väljer att rapportera bestämmer i vilken grad de effekter, som redogjorts för i kapitel 2, realiserar vid ett avskaffat krav och hur omfattande reglering som är nödvändig.

I en studie som visar möjliga effekter av avskaffade myndighetskrav på kvartalsrapporter inom EU, anges att effekterna av ett avskaffat krav på kvartalsrapporter inte kommer att bli desamma i de olika länderna. Med stor sannolikhet beror mängden av frivilliga offentliggöranden på existerande informationsasymmetrier och den betydelse som tillmäts aktiemarknaden i respektive land. I studien jämfördes rapporteringstrender och offentliggöranden av kvartalsrapporter i de länder där kvartalsrapporter var obligatoriska respektive frivilliga, år 2012, när studien genomfördes. Kvartalsrapportering var då frivillig i nio länder i EU, däribland Frankrike, Storbritannien, Irland, Belgien, Danmark och Österrike. Mindre än 20 procent av företagen i Frankrike, Storbritannien, Irland och Belgien publicerade kvartalsrapporter, medan mer än 70 procent av företagen i Danmark och Österrike offentliggjorde frivilliga kvartalsrapporter. Enligt studien kommer många av de företag, som vid utförandet av studien var skyldiga att upprätta kvartalsrapporter, med en 50-procentig förutsedd sannolikhet gå över till att rapportera på halvårsbasis efter ett avskaffat myndighetskrav på kvartalsrapporter. Sverige förutspås vara ett av de länder inom EU där den största minskningen av offentliggöranden av kvartalsrapporter kan förväntas med ett avskaffat krav.<sup>225</sup>

Som ovan visats har Sverige från och med den 1 januari 2014 infört minskade krav på kvartalsrapporter i emittentreglerna och från den 1 februari 2016 avskaffat lagstadgade krav på kvartalsrapporter. För att få en indikation om hur svenska aktiemarknadsbolags rapportering kan förändras med ett helt avskaffat krav på kvartalsrapporter och undersöka om slutsatsen i ovan nämnda studie stämmer, har en kvantitativ och en kvalitativ undersökning av Stockholmsbörsens företags inställning till kvartalsrapportering genomförts. Genom undersökningarna kan ett resonemang föras avseende hur en ändamålsenlig reglering av regelbunden finansiell information bör utformas

---

<sup>225</sup> Link, B, s. 208, 212–214.

## 4.2 Kvantitativ undersökning

### 4.2.1 Allmänt om undersökningen

Den kvantitativa undersökningen visar förändringar i rapporteringen hos företag på Stockholmsbörsens Large Cap, Mid Cap och Small Cap, efter ändringarna i emittentreglerna.

### 4.2.2 Resultat av undersökning av kvartalsrapportering på Stockholmsbörsen år 2014

Av alla 269 företag, som i slutet av 2014 var noterade på Stockholmsbörsen, var det bara fyra företag som valde att ändra sitt sätt att rapportera och upprätta delårsredogörelser, enligt Stockholmsbörsens vägledning, istället för att följa IAS 34. Från Large Cap var det företagen Investor och Kinnevik, som valde att följa Stockholmsbörsens vägledning och från Mid Cap var det Addtech och Biogaia.<sup>226</sup>

### Förändringar i delårsredogörelsernas innehåll för företagen som valde att följa Stockholmsbörsens vägledning år 2014 i jämförelse mot tidigare års delårsrapporter enligt IAS 34

	<b>Addtech</b>	<b>Biogaia</b>	<b>Investor</b>	<b>Kinnevik</b>
<b>Sidomfång</b>	Minskat	Oförändrat	Minskat	Minskat
<b>Upplysning om moderbolags finansiella ställning</b>	Minskat	Minskat	Minskat	Minskat
<b>Upplysning om eget innehav</b>	Oförändrat	Oförändrat	Minskat	Minskat
<b>Upplysning om koncernens totalresultat</b>	Oförändrat	Oförändrat	Oförändrat	Avskaffat
<b>Upplysning om risker och osäkerhetsfaktorer</b>	Avskaffat	Oförändrat	Avskaffat	Oförändrat

Alla fyra bolagen som valde att rapportera i enlighet med Stockholmsbörsens vägledning har i sina delårsredogörelser för kvartal ett och tre år 2014 minskat upplysningarna om

<sup>226</sup> Nasdaq Stockholm *Övervakning av regelbunden finansiell information*, 2014, s. 23–24.

moderbolagets finansiella ställning, i jämförelse med tidigare år. Investor, Kinnevik och Addtech har även minskat upplysningar om det egna innehavet. Alla delårsredogörelser innehåller samma nyckeltal som tidigare års delårsrapporter.<sup>227</sup>

Vidare har Investor inga upplysningar om företagets risker och osäkerhetsfaktorer i kvartalsrapporterna för år 2014 och har även minskat omfånget på rapporten för första kvartalet från 28 till 20 sidor.<sup>228</sup> Även Kinnevik minskade omfånget på sin rapport för första kvartalet, år 2014, från 26 till 22 sidor. Förutom de ovan nämnda ändringarna valde även Kinnevik att ta bort rapporterna över koncernens totalresultat och förändringar i det egna innehavet.<sup>229</sup>

Addtech minskade omfånget på kvartalsrapporten för första kvartalet från 12 till 5 sidor år 2014. Biogaias delårsredogörelse var av ungefär samma sidomfång som tidigare års delårsrapporter. Istället för att redogöra för moderbolagets finansiella ställning mer i detalj valde Biogaia att bara nämna moderbolaget i den löpande texten, medan Addtech tog bort information om moderbolagets räkenskaper i sammandrag.<sup>230</sup>

#### **4.2.3 Resultat av undersökningen av kvartalsrapportering på Stockholmsbörsen år 2015**

År 2015 valde tre bolag att följa Stockholmsbörsens vägledning istället för IAS 34. På Large Cap var det Investor och Nordea och på Mid Cap var det enbart Biogaia, som valde att följa Stockholmsbörsens vägledning. Kinnevik och Addtech valde således att återgå till att rapportera i enlighet med IAS 34 och innehållet i rapporterna överensstämmer i stort sett med rapporterna från 2013.<sup>231</sup>

---

<sup>227</sup> Nasdaq Stockholm *Övervakning av regelbunden finansiell information*, 2014, s. 24

<sup>228</sup> Investors delårsrapport Q1, 2013; Investors delårsredogörelse Q1, 2014.

<sup>229</sup> Kinneviks delårsrapport Q1, 2013, Kinneviks delårsredogörelse Q1 2014.

<sup>230</sup> Addtechs och Biogaias delårsrapport Q1, 2013; Addtechs och Biogaias delårsredogörelse Q1, 2014.

<sup>231</sup> Biogaias, Investors och Nordeas delårsredogörelse Q1, 2015; Addtechs och Kinneviks delårsrapporter Q1, 2015.

**Förändringar i delårsredogörelsernas innehåll för företagen som valde att följa Stockholmsbörsens vägledning år 2015 i jämförelse mot tidigare års delårsrapporter enligt IAS 34**

	<b>Biogaia</b>	<b>Investor</b>	<b>Nordea</b>
<b>Sidomfång</b>	Oförändrat	Minskat	Minskat
<b>Uppllysning om moderbolags finansiella ställning</b>	Minskat	Minskat	Avskaffat
<b>Uppllysning om eget innehav</b>	Oförändrat	Minskat	Oförändrat
<b>Uppllysning om koncernens totalresultat</b>	Oförändrat	Oförändrat	Oförändrat
<b>Uppllysning om risker och osäkerhetsfaktorer</b>	Oförändrat	Avskaffat	Avskaffat
<b>Förklarande noter</b>	Oförändrat	Oförändrat	Minskat

Investors och Biogaias delårsredogörelser för år 2015 har i stort sett samma innehåll, som för år 2014.<sup>232</sup> Nordea som inför år 2015 valde att följa Stockholmsbörsens vägledning istället för IAS 34, minskade omfånget på sina delårsredogörelser för första kvartalet från 57 sidor år 2014, till 24 sidor år 2015. I delårsredogörelsen framkommer dock att delar av den information som tidigare redovisades i delårsrapporterna numera kan finnas i företagens faktabok, som publiceras på deras hemsida. I delårsredogörelserna för år 2015 syns varken information om moderbolagets finansiella ställning eller information om företagens risker och osäkerhetsfaktorer. Vidare finns färre förklarande noter i delårsredogörelsen och avsnitten om företagens affärsområden; resale banking, wholesale banking och wealth management har tagits bort.<sup>233</sup>

<sup>232</sup> Investors och Biogaias delårsredogörelse Q1, 2014; Investors och Biogaias delårsredogörelse Q1, 2015.

<sup>233</sup> Nordeas delårsrapport Q1, 2014; Nordeas delårsredogörelse Q1, 2015.

#### **4.2.4 Sammanfattning och slutsats av den kvantitativa undersökningen**

Trots att Demoskops undersökning från 2012 visar att många företag vill slippa kvartalsrapportering<sup>234</sup>, tyder den kvantitativa undersökningen inte på någon sådan vilja. Det faktum att sammanlagt enbart fem företag valt att förenkla sin rapportering när det finns möjlighet till det visar att kvartalsrapporter har en stor betydelse för svenska aktiemarknadsbolag.

De mest väsentliga ändringarna som företagits av dessa fem företag är i form av förenklingar och förkortningar, snarare än att viktiga delar utelämnats. I de fall information utelämnats helt från rapporterna kan den istället finnas på annat håll. Det något mindre detaljerade innehållet i rapporterna återspeglas i sidomfånget. Detaljerade upplysningar om moderbolagen har till exempel fått mindre utrymme i alla företagens rapporter. Sammanfattningsvis kan konstateras att de ändringar som företagits av företagen inte är speciellt omfattande och innehållet i rapporterna överensstämmer till övervägande del fortfarande med kraven i IAS 34.

### **4.3 Kvalitativ undersökning**

#### **4.3.1 Allmänt om undersökningen**

För att få en djupare förståelse för hur företag valt att rapportera efter ändringarna i emittentreglerna och deras inställning till kvartalsrapporter har en kvalitativ undersökning genomförts. Genom undersökningen framkommer ytterligare information, som är av betydelse vid bedömningen av hur företagen skulle rapportera vid ett avskaffat krav på kvartalsrapporter i emittentreglerna. Den kvalitativa undersökningen samlar på grund av sin detaljrika karaktär information som inte framgår av den kvantitativa undersökningen.

Enkätfrågor<sup>235</sup> har besvarats av fyra av de företag (Investor, Nordea, Bio Gaia, Addtech) som ändrat sitt sätt att rapportera efter den 1 januari 2014 och av fyra företag på Stockholmsbörsens Small Cap (Know IT, Boule Diagnostics, Björn Borg och ett fjärde företag som valde att vara anonymt).

---

<sup>234</sup> Se avsnitt 1.1.

<sup>235</sup> Se bilaga 1, 2.

### 4.3.2 Resultat av den kvalitativa enkätundersökningen

#### 4.3.2.1 Resultat av undersökningen utifrån enkätsvar från de företag som någon gång valt att följa Stockholmsbörsens vägledning

<b>Varför har de företag som upprättat kvartalsrapporter enligt Stockholmsbörsens vägledning ändrat sitt sätt att rapportera?</b>	<b>Antal företag</b>
För att säkerställa lättillgänglig information	2
För att detaljerad och omfattande information medför beslut på basis av kortsiktiga resultat	1
För att utnyttja andra kanaler vid informationsgivning	1

<b>Kommer de företag som upprättat kvartalsrapporter enligt Stockholmsbörsens vägledning att frivilligt ge ut kvartalsrapporter om kravet på kvartalsrapporter tas bort i sin helhet i emittentreglerna?</b>	<b>Antal företag</b>
Ja	3
Nej	1

<b>Är kvartalsrapporter nödvändiga för att kunna göra en korrekt bedömning av företag?</b>	<b>Antal företag</b>
Ja	3
Nej	1

<b>Hur omfattande bör kvartalsrapporter vara?</b>	<b>Antal företag</b>
Innehållet kan variera från företag till företag	1
Mindre detaljerade än enligt nuvarande krav	1
Kan stämma överens med nuvarande krav, men med möjlighet till vissa förenklingar	2

Investor valde att följa Stockholmsbörsens vägledning vid utformningen av deras kvartalsrapporter både för år 2014 och år 2015. Företaget anger att anledningen till de ändringar

som gjorts är att rapporteringen ska vara så transparent, snabb och lättillgänglig som möjligt, vilket uppnås med hjälp av mindre omfattande kvartalsrapporter för det första och tredje kvartalet. Investör lyfter fram den regelbundna finansiella informationens betydelse och förklarar att någon form av löpande uppdatering från företaget är viktig, eftersom längre rapportintervall kan leda till osäkerhet och volatilitet i aktien. Hur omfattande den löpande rapporteringen borde vara kan dock, enligt företaget, variera från företag till företag. Det viktiga är att rapporterna innehåller den väsentliga information som krävs för att marknaden ska kunna bilda sig en korrekt uppfattning om företaget. Investör anger vidare att de sannolikt skulle fortsätta att offentliggöra kvartalsrapporter, även om kravet skulle tas bort.

Även Biogaia är ett av företagen som valt att följa Stockholmsbörsens vägledning vid rapporteringen för både år 2014 och år 2015. Företaget menar att anledningen till ändringen är att det är ett steg mot ett avskaffat krav på kvartalsrapportering, som vore önskvärt enligt företaget. Kvartalsrapportering kan, enligt Biogaia, resultera i beslut på basis av kortsiktiga resultat, speciellt för mindre och medelstora företag som företaget själv, där det inte hinner hända så mycket på ett kvartal. Några ytterligare förändringar i rapporterna planeras dock inte i nuläget.

Om kravet på kvartalsrapportering skulle försvinna anger Biogaia, att de troligtvis skulle sluta ge ut kvartalsrapporter helt. Företaget menar att det är tillräckligt med halvårsrapporter och pressmeddelanden med annan kurspåverkande information för att en investerare ska kunna göra en korrekt bedömning av företaget. Anledningen att de inte gjort större ändringar i nuläget anges vara att om det ändå finns krav på att redovisa vissa siffror, är det svårt att inte redovisa förändring, vilket medför att företag i stor utsträckning rapporterar som förut.

Nordea, som år 2015, valde att följa Stockholmsbörsens vägledning, anger att den information som tagits bort med anledning av den förenklade rapporteringen istället kan finnas i företagets faktabok, som finns publicerad på deras hemsida. Informationen för investerare har således inte minskat. Nordea framhåller i enkäten att informationen i delårsredogörelsen tillsammans med informationen i faktaboken är tillräcklig för att en investerare ska kunna göra en korrekt bedömning av företaget.

Nordea anger att de inte planerar några ytterligare ändringar i rapporteringen, men att det finns en möjlighet att ändringar skulle ske om kravet på kvartalsrapporter försvann. Företaget påpekar dock att transparens är av stor vikt och att kvartalsrapporter av detta skäl är nödvändiga.



All information behöver dock inte finnas i kvartalsrapporten, utan kan finnas i faktaboken istället.

Addtech var ett av de företag som av förenklingsskäl valde att följa Stockholmsbörsens vägledning år 2014, men som sedan har återgått till att, precis som tidigare, rapportera enligt IAS 34. Företaget anger att anledningen till att de återigen rapporterar enligt IAS 34 är för att så pass få företag valde att följa Stockholmsbörsens vägledning och att de inte vill riskera badwill för företaget. Addtech menar vidare att de hade gjort så pass små ändringar inför år 2014, vilket gjorde det enkelt att återgå till tidigare års rapporteringssätt.

#### **4.3.2.2 Resultat av undersökningen utifrån enkätsvar från företag på Stockholmsbörsens Small Cap**

<b>Varför har företag på Small Cap valt att inte följa Stockholmsbörsens vägledning?</b>	<b>Antal företag</b>
På grund av de redan inarbetade rutinerna vid upprättande av kvartalsrapporter	4

<b>Kommer företag på Stockholmsbörsens Small Cap att frivilligt ge ut kvartalsrapporter om kravet på kvartalsrapporter tas bort i sin helhet i emittentreglerna?</b>	<b>Antal företag</b>
Ja	4

<b>Är kvartalsrapporter nödvändiga för att kunna göra en korrekt bedömning av företag?</b>	<b>Antal företag</b>
Ja	4

<b>Hur omfattande bör kvartalsrapporter vara?</b>	<b>Antal företag</b>
Mindre detaljerade än enligt nuvarande krav	3
Kan stämma överens med nuvarande krav	1

Inget företag på Stockholmsbörsens Small Cap valde att följa Stockholmsbörsens vägledning för varken år 2014 eller år 2015. Alla företag som deltog i enkäten anger att anledningen till detta är att det kortsiktigt är lättare att följa de rapporteringsrutiner som redan finns. Det skulle, enligt företagen, även bli svårare för investerare att känna igen sig i rapporteringen. Att investerare känner igen sig är viktigt, eftersom kvartalsrapporterna syftar till förstärkt kommunikation mellan aktörerna på aktiemarknaden.

Alla företag som deltog i undersökningen på Small Cap menar att kvartalsrapportering i sig inte ses som en stor administrativ börda, på grund av de redan inarbetade rutinerna som finns i företagen. Bokslut görs varje månad, vilket gör att upprättande av kvartalsbokslut inte är speciellt krävande. Företagen är vidare överens om att kvartalsrapporter i sig är nödvändiga för att investerare ska kunna göra en rättvis bedömning av företagen och att de skulle fortsätta publicera kvartalsrapporter, om kravet avskaffades i emittentreglerna. Tre av företagen anför dock att kraven är alltför detaljinriktade och att de kvartalsrapporter som publiceras idag troligtvis inte är till nytta för investerare. Know IT anger att detaljrika kvartalsrapporter bland annat kan leda till alltför kortsiktigt resultattänk och påpekar att det är svårt att tillföra nytt relevant material i textdelen av kvartalsrapporten. Björn Borg menar att det skulle räcka med en koncernredovisning med fokus på resultat-, balansräkning och kassaflöde.

### **4.3.3 Slutsats av den kvalitativa undersökningen**

#### ***4.3.3.1 Inledning***

Den kvantitativa undersökningen tyder, som ovan nämnts, på att företagens rapportering inte skulle påverkas i speciellt stor utsträckning vid ett avskaffat krav på kvartalsrapporter. Den kvalitativa undersökningen har dock gett mer inblick i företagens inställning till kvartalsrapportering och det går att utläsa att alla företag inte är positiva till de krav på kvartalsrapporter som finns idag.

#### ***4.3.3.2 Informationsgivningens betydelse utifrån företagens perspektiv***

Efter att ha tagit del av de företags åsikter som förenklat sin rapportering efter ändringarna i emittentreglerna kan utläsas att de flesta anser att kvartalsrapporter är nödvändiga, men att en förenkling är bra för att göra informationen lättillgänglig. Vidare förespråkar Nordea, i likhet

med Nöldeke och Jorns<sup>236</sup>, frivillig informationsgivning via andra kanaler än kvartalsrapporter, eftersom den informationen kan ha ett större värde än obligatoriska offentliggöranden. Frivilliga offentliggöranden möjliggörs i högre grad utan krav på kvartalsrapporter, vilket talar för minskade krav i den svenska regleringen av offentliggörande av regelbunden finansiell information. Möjlighet att offentliggöra information via andra kanaler och vid olika tidpunkter medför att mindre information offentliggörs åt gången, vilket underlättar vid investeringsbeslut. En mindre mängd offentliggjord information åt gången underlättar även för investerare vid urskiljandet av vilken information som är relevant för att göra en korrekt bedömning av företagen.

Därtill tyder den positiva inställningen till kvartalsrapporter, som visas hos de företag som valt att någon gång följa Stockholmsbörsens vägledning, på relativt små effekter av ett avskaffat krav på kvartalsrapporter. Endast ett företag anger att det helt skulle sluta ge ut kvartalsrapporter om kravet avskaffades. Det är dessutom ett av de företag som företagit minst ändringar av innehållet i rapporterna efter övergången från rapportering enligt IAS 34 till rapportering enligt Stockholmsbörsens vägledning. Det företaget anger dock att informationsgivning ändå är av betydelse, men att kvartalsrapportering är överflödigt, eftersom det kan ge upphov till beslut som gynnar kortsiktig nytta på bekostnad av långsiktig utveckling. Argumentet att kvartalsrapporter är överflödiga är något som även framförs av Kay<sup>237</sup> i syfte att uppnå en reglering utan krav på kvartalsrapporter.

Även de mindre företagen är positiva till kvartalsrapportering, vilket tyder på att effekterna av ett avskaffat krav inte skulle bli speciellt stora och att det därför inte är nödvändigt med högt ställda krav på kvartalsrapporter. Företagen menar, i likhet med Cunningham och Korling<sup>238</sup>, att den information som ges ut i kvartalsrapporterna är alltför detaljinriktad och därför inte är till speciellt stor nytta för investerare, vilket talar för minskade krav på kvartalsrapporter. Med en lägre detaljnivå i rapporterna skulle även det problem med kortsiktigt vinsttänk som kvartalsrapportering anses medföra minska, eftersom problemet framförallt grundar sig på omfattande krav på innehållet i rapporterna, snarare än rapporteringsfrekvensen. Vid lägre krav på innehåll kan företagen fokusera mindre på kvartalsrapporterna och istället fokusera mer på utformandet av halvårs- och årsrapporter, vilket gynnar långsiktig vinsttänk.

---

<sup>236</sup> Se avsnitt 2.4.3.3.

<sup>237</sup> Se avsnitt 2.4.3.1.

<sup>238</sup> Se avsnitt 2.3.1.

Utifrån intervjun med revisorn Ikonen<sup>239</sup>, kan vidare utläsas att de större företagen inte heller skulle ändra sin rapportering i speciellt hög grad om kravet på kvartalsrapporter avskaffades. Han menar att företagen vet att rapporterna värdesätts av investerare, vilket ger incitament till publicering. Eventuellt skulle kvartalsrapporterna förenklas en aning, men det skulle troligtvis inte vara ett problem för förtroendet för marknaden. De rutiner som företagen har och vikten som företagen tillmäter informationsgivning gör att kvartalsrapportering ses som en självklarhet.

Ikonen anser vidare att den förenklade rapportering som tillåts enligt Stockholmsbörsens vägledning, i jämförelse med IAS 34, är tillräcklig för att investerare ska kunna göra en rättvis bedömning av företagen. Han anser dock inte att den har så stor praktisk betydelse på grund av de rutiner företagen har. Utifrån revisorns uttalanden förstärks bilden av kvartalsrapportens nödvändighet och att det praktiska genomslaget av ett avskaffat krav skulle bli litet, i vart fall på kort sikt.

#### ***4.3.3 Risker med ett avskaffat krav på kvartalsrapporter***

Trots att företagen understryker kvartalsrapportens nödvändighet finns även omständigheter som talar för att det finns en risk att företagen kan komma att offentliggöra mindre information på sikt. Sådana omständigheter är de av företagen angivna skälen till varför de inte förenklat sin rapportering efter ändringarna i emittentreglerna. Skälen till oförändrad rapportering anges vara de redan inarbetade rutinerna i företagen och att avvikande rapportering i jämförelse med majoriteten av rapporteringen från företagen på Stockholmsbörsen leder till en ökad risk för badwill. Det är ett stort steg att ändra rutiner, i framförallt större företag, vilket kan vara anledningen till att så få förändringar kan synas i företagets rapportering i dagsläget. En rutinförändring är dock endast en belastning vid tidpunkten för förändringen och innan den nya rutinen är etablerad, vilket gör att företag kan överväga förändring om andra fördelar kan erhållas. När fler och fler företag ändrar sina rutiner minskar den kortsiktiga nyttan av att använda sig av redan inarbetade rutiner för de företag som inte förändrat sin rapportering, vilket kan leda till förenklingar i rapporteringen hos många fler företag. När majoriteten av företagen förenklat sin rapportering riskeras inte heller badwill vid förenklingar för resterande företag. Det finns således en risk att information inte offentliggörs i den omfattning som är nödvändigt

---

<sup>239</sup> Telefonintervju som genomfördes den 10/12-2015.

för att investerare ska kunna bilda sig en uppfattning om företagen, med ett avskaffat krav på kvartalsrapporter.

#### **4.4 Avslutande kommentarer om ändamålsenligheten med ett avskaffat krav på kvartalsrapporter**

De omständigheter som talar för att större förändringar avseende kvartalrapportering kan förväntas på sikt stödjer slutsatsen att många svenska aktiemarknadsbolag helt kan komma att sluta offentliggöra kvartalsrapporter vid ett avskaffat krav på kvartalsrapporter. Dessa omständigheter stödjer även den kritik<sup>240</sup> som riktades mot de minskade kraven på kvartalsrapporter i de svenska emittentreglerna som grundades i att det är riskabelt att tillåta vilken slags rapportering som helst, eftersom det på sikt kan innebära att företag i högre grad utnyttjar den möjligheten. Ett avskaffat krav på kvartalsrapporter kan av detta skäl leda till negativa effekter. Av de undersökningarna som redogjorts för ovan, framgår dock att företagen vill offentliggöra information i eget intresse. På grund av de för uppsatsen genomförda undersökningarnas resultat är det inte troligt att företagen slutar offentliggöra kvartalsrapporter. I studien som visar att Sverige är ett av de länder där störst genomslag av ett avskaffat krav kan förväntas har inte hänsyn tagits till offentliggörande av information via andra kanaler än kvartalrapportering, som företagen anser vara ett bra alternativ. Den svenska aktiemarknaden har dessutom stora likheter med den danska, vilket talar för att lika små effekter av ett avskaffat krav på kvartalsrapporter som i Danmark kan förväntas. På grund av att det finns omständigheter som talar för att det finns en risk för att företagen på sikt kommer att minska sin informationsgivning, finns dock anledning att ställa någon form av krav på kvartalrapportering för att säkerställa tillräcklig informationsgivning.

Ett av huvudargumenten till ett avskaffat krav på kvartalsrapporter är vidare att ett minskat utgivande av kvartalsrapporter leder till minskade kostnader och en minskad administrativ börda för mindre företag. Den kvantitativa och den kvalitativa undersökningen stödjer dock påståendet att kvartalsrapporter inte är någon direkt administrativ börda för företagen på grund av det digitaliserade samhället vi lever i och de rutiner som företagen använder<sup>241</sup>. Ett minskat utgivande av kvartalsrapporter skulle av dessa skäl inte minska kostnader och användandet av

---

<sup>240</sup> Se avsnitt 3.4.6.3.

<sup>241</sup> Se avsnitt 2.4.2.2.

resurser för företaget i speciellt hög grad, vilket visar att ett krav på kvartalsrapporter skulle kunna vara lämpligt för att säkerställa informationsgivning från företagen.

Inget i någon av undersökningarna tyder dock på att det skulle vara negativt med lägre ställda krav på innehållet i kvartalsrapporterna än de som ställs idag. Vissa företag ser detaljerade krav som problematiska, medan andra inte har något emot en förenkling. Slutsatsen är att mindre detaljerade kvartalsrapporter skulle gynna företagen, såväl som investerare.

## **5. Slutsats**

### **5.1 Inledning**

Denna del av uppsatsen utgör en sammanställning av materialet från tidigare kapitel och utmynnar i ett resonemang, de lege ferenda. Problemformuleringens två huvudfrågor besvaras i sammanställningen, med stöd av dess underfrågor.

### **5.2 Är det lämpligt att avskaffa krav på offentliggörande av kvartalsrapporter för svenska aktiemarknadsbolag för att uppnå en ändamålsenlig reglering av offentliggörande av regelbunden finansiell information?**

Vid tolkning av den svenska regleringen av regelbunden finansiell information, kan flera syften med regleringen utläsas. De syften som kan identifieras med informationsgivning på värdepappersmarknaden är att säkerställa lika information till alla, ökat förtroende, ökad handelsaktivitet, ökad likviditet och en ökad harmonisering inom EU. Det avskaffade kravet på kvartalsrapporter i VpmL och de minskade kraven i emittentreglerna syftar vidare till att minska kostnader för övervakning och för upprättande av kvartalsrapporter i företagen. Syftet med minskade krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information är även att minska den administrativa bördan som kvartalsrapportering medför för mindre företag och att ge incitament till långsiktiga investeringsbeslut för att gynna långsiktig tillväxt. Det grundläggande syftet som utgör en ram för ovan uppräknade syften är en ökad samhällsekonomisk effektivitet, som uppnås när nyttan för samhället överväger kostnaderna.

Vid analys av potentiella konsekvenser av ett minskat utgivande av kvartalsrapporter är slutsatsen att informationsgivning på värdepappersmarknaden är något att värna om. Trots att all information i rapporterna inte kan processas av investerare, minskar ändå informationsasymmetrier i viss mån med offentliggörande av information. Kvartalsrapporter ger investerare en trygghet, vilket gör att offentliggörande av kvartalsrapporter påverkar investerare vid beslut på marknaden. Om alltför många företag slutar offentliggöra kvartalsrapporter minskar förtroendet för marknaden, vilket resulterar i minskad handelsaktivitet på sikt. Ett minskat utgivande av kvartalsrapporter kan på så sätt leda till en ineffektiv marknad med sämre kvalitet. Det kan därför konstateras att en utvecklad värdepappersmarknad knappast skulle fungera väl i avsaknad av regler och normer, som anger

förutsättningar för marknaden. En reglering av offentliggörande av kvartalsrapporter är en av många förutsättningar för en effektiv marknad och är nödvändig för förtroendet för marknaden.

Utifrån materialet i kapitel 2 och undersökningarna i kapitel 4 kan å andra sidan utläsas att det finns problem med krav på kvartalsrapporter utifrån ett kostnadsperspektiv, långsiktigt samhällsnyttoperspektiv och utifrån investerares förmågor och beteenden. Problemen är dock främst relaterade till de detaljerade krav på utformningen av kvartalsrapporter som finns, snarare än täta rapportintervall. Därtill visas i undersökningar att den administrativa bördan som kvartalsrapporter kan medföra för mindre företag inte är speciellt stor. Ett avskaffat krav på offentliggörande av kvartalsrapporter i både lag- och självreglering är därför inte ändamålsenligt. Någon harmoniserad rapportering hos företag i de länder inom EU som avskaffat kraven på kvartalsrapporter kan än så länge inte synas, vilket även talar för att ett avskaffat krav för svenska aktiemarknadsbolag inte är ändamålsenligt.

Utifrån undersökningarna och analysen i kapitel 4 kan förvisso utläsas att de flesta företagen på Stockholmsbörsen, även i avsaknad av reglerade krav, skulle fortsätta att offentliggöra kvartalsrapporter frivilligt och att det praktiska genomslaget av ett avskaffat krav på kvartalsrapporter i lag- och självreglering därför skulle bli litet. Det finns en möjlighet att rapporternas utformning förenklas, men många företag menar att det finns andra sätt att publicera information vid sidan av offentliggörande kvartalsrapporter. Den totala mängden relevant offentliggjord information skulle inte minska avsevärt, men informationen skulle med största sannolikhet bli mer lättillgänglig för investerare. Trots att en förändring i företagets rapportering med stor sannolikhet inte skulle resultera i en för liten mängd offentliggjord information finns ändå en risk för att vissa företag utnyttjar möjligheten att framställa sig på ett osanningsenligt sätt genom att exempelvis utelämna information. Denna risk är en ytterligare anledning till att ett avskaffat krav på kvartalsrapporter i både lag- och självreglering inte är ändamålsenligt.

### **5.3 Hur borde krav på offentliggörande av regelbunden finansiell information utformas och regleras?**

För att uppnå en ändamålsenlig reglering av regelbunden finansiell information är både lag och självreglering av stor betydelse. Båda regleringsformerna har styrkor och svagheter, som kan optimeras och minimeras genom att utforma en reglering där regleringsformerna samverkar.



Med lagreglering som en allmän ram säkerställs objektivitet, trygghet och förutsebarhet för aktörer på marknaden. I lagreglerna bör generella krav på årsredovisning och halvårsrapporter stadgas, som inte behöver ändras i takt med utvecklingen på marknaden. Materialet i kapitel 3 och undersökningarna i kapitel 4 visar att emittentreglernas påföljder i form av bland annat badwill och vite är fullt tillräckliga för att företagen ska följa regleringen, vilket gör det tillräckligt att krav på offentliggörande av kvartalsrapporter och dess innehåll återfinns i självregleringen. Det finns även incitament för företagen att, i eget intresse, offentliggöra information. Självregleringen är en lämplig reglering, eftersom den lätt kan anpassas till den snabba utvecklingen på värdepappersområdet.

Utformningen av den nuvarande svenska regleringen av offentliggörande av regelbunden finansiell information förutsätter att mer information och mer detaljerad information från svenska aktiemarknadsbolag alltid är önskvärt. Vidare kan utläsas av förarbeten att det enda som rättfärdigar minskade krav är den minskade administrativa bördan för företagen och minskade kostnader, som antas vara en effekt av ett avskaffat krav på kvartalsrapporter. Den svenska regleringen lägger ingen vikt vid vilken informationsmängd som faktiskt är nödvändig utifrån ett investerarperspektiv, vilket gör att regleringen inte är ändamålsenlig.

Krav på kvartalsrapporter i en ändamålsenlig reglering av offentliggörande av regelbunden information bör vara anpassade till investerares behov av information såväl som deras oförmåga att processa informationen. På grund av investerares oförmåga att processa information kommer mindre detaljerade kvartalsrapporter att utjämna informationsasymmetrier i samma eller större utsträckning som mer detaljrika, eftersom investerare med lägre kompetens lättare kan ta till sig informationen. Undersökningarna i kapitel 4 visar därtill att även företagen anser att dagens krav på kvartalsrapporter är för detaljerade, vilket inte gynnar långsiktig tillväxt och investerares möjligheter att bedöma företaget. Alltför detaljrika kvartalsrapporter kan leda till ökade kostnader, utan att det ökar nyttan för investerare i motsvarande mån.

Avslutningsvis kan konstateras att krav på kvartalsrapporter är nödvändigt för att säkerställa tillräcklig informationsgivning från svenska aktiemarknadsbolag. Innehållet i rapporterna behöver dock inte vara detaljrikt på grund av de problem som är förknippade med kvartalsrapporter. Det är på grund av företagens olika storlek och förutsättningar inte rimligt att alla företag offentliggör kvartalsrapporter med samma innehåll. Med anledning av gränsdragningsproblematik är det dock inte heller lämpligt att krav på innehållet i kvartalsrapporter ska variera från företag till företag. På grund av företagens positiva inställning till kvartalsrapportering bör det vara tillräckligt att i självregleringen ställa upp vissa relativt

lågt ställda krav på innehållet i rapporterna. På det sättet säkerställs offentliggörande av information, som därtill kan anpassas till företagens unika förutsättningar. Det skulle exempelvis kunna vara tillräckligt med krav på balans-, resultatrapport och kassaflödesanalys för varje kvartal. Reglerna bör fokusera på kvalité snarare än kvantitet.

## Käll- och litteraturförteckning

### EU-rättsligt offentligt tryck

Rådets fjärde direktiv 78/660/EG av den 25 juli 1978 grundat på art. 54.3 g i fördraget om årsbokslut i vissa typer av bolag

Rådets direktiv 79/279/EEG av den 5 mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs

Rådets direktiv 80/390/EEG av den 17 mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs

Rådets direktiv 82/121/EEG av den 15 februari 1982 om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs

Rådets sjunde direktiv 83/349/EEG av den 13 juni 1983 grundat på art. 54.3 g i fördraget om sammanställd årsredovisning

Commission Communication of 11 May 1999, Implementing the framework for financial markets: action plan, COM(1999) 232

Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad

Förslag till Europaparlamentet och rådets direktiv om ändring av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, 2011/0307 (COD)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU av den 22 oktober 2013 om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven

*angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad*

## **Svenskt offentligt tryck**

### **Propositioner**

Prop. 1978/79: 9 *med förslag till fondkommissionslag m m*

Prop. 1990/91:142 *om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m m*

Prop. 1999/2000:86 *Ett informationssamhälle för alla*

Prop. 2004/05:24 *Internationell redovisning i svenska företag*

Prop. 2006/07:65 *Informationskrav i noterade bolag m m*

Prop. 2006/07:115 *Ny lag om värdepappersmarknaden*

Prop. 2015/16:26 *Regelbunden finansiell information och offentliggörande av aktieinnehav*

### **Betänkanden**

SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden*

SOU 2000:96 *Självreglering inom elektroniska affärer*

Ds 2006:6 *Informationskrav i noterade företag m m*

### **Självreglering**

Stockholmsbörsens noteringsavtal, 2005

Beslut 2007:9 av disciplinnämnden vid OMX Nordic Exchange Stockholm

OMX Nordic Exchange Stockholm *Regelverk för emittenter*, 2007, 2008

Nasdaq Stockholm *Övervakning av regelbunden finansiell information*, 2014

Nasdaq Stockholm *Regelverk för emittenter* 2016

Nasdaq Stockholm *Vägledning för upprättande av delårsredogörelser*, 2016

## Övrigt tryck

International Accounting Standards Board, *International Accounting Standards 34*

Rådet för finansiell rapportering, RFR 2, *Redovisning för juridiska personer*, 2007

Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden*, 2015

## Litteratur

Af Sandberg, C, *Fungerar självregleringen på värdepappersmarknaden utan sanktioner?*  
Balans nr. 1, 2002

Akerlof, A. G, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The  
Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, The MIT Press, 1970

Alvehus, J, *Skriva uppsats med kvalitativ metod: en handbok*, Liber AB, Stockholm, 2013

Cooter, R, Ulen, T, *Law and economics*, Pearson Education, Boston, 2007

Choi, S. J, Pritchard, A C, *Behavioral Economics and the SEC*, Rev. 56, no. 1, University of  
Michigan Law School Scholarship Repository, 2003

Cunningham, A. L, *Behavioral Finance and Investor Governance*, 59 Wash. & Lee L. Rev.  
767, 2002

Dahlman, C, Glader, M, Reinhav, D, *Rättsekonomi- En introduktion*, Studentlitteratur AB,  
Lund, 2013

Eliasson, A, *Kvantitativ metod från början*, Studentlitteratur AB, Lund, 2013

Fama, E, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, *Journal of Finance*,  
Vol. 25, No. 2, Blackwell Publishing for the American Finance Association, New York, 1970

Fama, E, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, The University of Chicago Press, 1980

Graham, B, *Intelligent Investor*, Harper Collins, New York, 1949

Haglund, L, *Lagstiftning eller självreglering- vad tycker lagstiftaren?* Svensk juristtidning, 2001

International Standards Board, *International Accounting Standards* 34

Jansson, P, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, Juristförlaget, Stockholm, 1995

Kay, J, *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*, Independent review for the UK Department for Business, Innovation and Skills, 2012

Kim, O, Verrecchia, R, *Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, Blackwell Publishing on behalf of The Institute of Professional Accounting, Graduate School of Business, University of Chicago, 1991

Korling, F, *Recension: How to Protect investors – Lessons from the EC and the UK*, *Juridisk tidskrift*, Stockholmsuniversitet, 2010

Link, B, *The Struggle for a Common Interim Reporting Frequency Regime in Europe, Accounting in Europe*, vol. 12, Chair of Accounting and Auditing, Ruhr-University Bochum, Bochum, Germany, 2012

Macintosh, N.B, *Management Accounting and Control System: An organizational and behavioral Approach*, John Wiley & Sons, Chichester, 1994

Mensah, Y. M, Werner, R, *The Capital Market Implications of the Frequency of Interim Financial Reporting: An International Analysis*, *Review of quantitative finance and accounting*, The State University of New Jersey, 2006

*Markets with Asymmetric Information*, Advanced information on The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel, 2001

Molander, P, *Lagstiftning eller självreglering bland rationella aktörer*, Svensk Juristtidning, 2001

Munck, J, *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, *Juridisk Tidskrift*, 2006/07

Myers S, Majluf N, *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, 1984

Nöldeke, M, Jorns, C, *Should firms really be obliged to provide financial interim reports?* University of Zurich, 2007

Peczenik, A, *Juridikens metodproblem*, AWE/ Geber, Stockholm, 1980

Petersson, C, *Lagstiftning eller självreglering i ett rättshistoriskt perspektiv*, Svensk juristtidning, 2001

Pålsson, A, *Lagreglering eller självreglering på marknaden för finansiell rådgivning*, Svensk juristtidning, 2001

Samuelsson, P, *Information och ansvar*, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 1991

Sevenius R, Örtengren, T, *Börsrätt*, Studentlitteratur AB, Lund, 2012

Stiglitz, J, Rothschild, M, *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 90, No. 4, The MIT Press, 1976

Stiglitz, E. J, Grossman, J. S, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review, 1980

Strömholm, S, *Rättsutveckling på annat sätt än genom lagstiftning: förhandlingsemne ved det 25*, Nordiske juristmøte, Grøndahl & Søn. Boktrykkeri, Oslo, 1969

Strömholm, S, *Rätt, rättskällor och rättstillämpning- En lärobok i allmän rättslära*, Nordstedts juridik AB, Stockholm, 1996

Westerlund, J, *Aktiebolagets vinstsyfte - en juridisk, rättsekonomisk och affärsetisk diskussion och analys av det privatägda aktiebolagets syfte att öka aktieägarnas förmögenheter*, Linköpings universitet, 2001

Yee, K. K, *Interim Reporting Frequency and Financial Analysts' Expenditures*, Journal of Business Finance and Accounting, Columbia University, 2004

## **Internetkällor**

*Krav på kvartalsrapporter försvinner*, Dagens industri, 7/11-2013, (18/2-2016), <http://www.di.se>

*Börsbolag vill slippa kvartalsrapporter*, Dagens industri, 7/11-2012, (18/2-2016), <http://www.di.se>

*Debatt: Återinför kvartalsrapporterna*, Dagens industri, 12/8-2014, (18/2-2016), <http://www.di.se>

Delårsrapport, Addtech, (16/2-2016), <http://www.addtech.se>

Delårsrapport, Bio Gaia, (16/2-2016), <http://www.biogaia.se>

Delårsrapport, Investor, (16/2-2016), <http://www.investorab.se>

Delårsrapport, Kinnevik, (16/2-2016), <http://www.kinnevik.se>

Delårsrapport, Nordea, (16/2-2016), <http://www.nordea.com>



## Bilaga 1

### Enkät till företagen som vid upprättande av kvartalsrapporter valt att följa Stockholmsbörsens vägledning, istället för IAS 34

Enkäten skickades till fem företag, varav svar erhöles från företagen Investor, Nordea, Bio Gaia och Addtech.

#### Frågor

**1a.** Vilka ändringar har gjorts i företagets kvartalsrapporter sedan det angivits att de upprättats i enlighet med Stockholmsbörsens vägledning för delårsredogörelser istället för IAS 34?

**1b.** Vad var anledningen till dessa ändringar?

**1c.** Planeras ytterligare ändringar i framtiden?

Vilka i så fall?

**1d. (Till de företag som inför 2015 valde att återgå till att upprätta kvartalsrapporter enligt IAS 34)** Varför valde företaget att, vid kvartalsrapporteringen för 2015, att återigen återgå till att följa IAS 34?

**2.** Har företagets senaste kvartalsrapporter tillräcklig information för att en investerare ska kunna göra en korrekt bedömning av företaget? Motivera.

**3a.** Skulle företagets rapportering förändras om kravet på kvartalsrapporter togs bort i sin helhet från regelverket för emittenter på Stockholmsbörsen?

**3b.** Om ja; på vilket sätt?

Varför?

**3c.** Om nej; varför inte?

**4a.** Är kvartalsrapporter, enligt Er mening, nödvändiga för att en investerare ska kunna göra en korrekt bedömning av företaget?

**4b.** Om ja; hur omfattande bör en tillfredsställande kvartalsrapport vara?

**4c.** Om nej; varför inte?

## Bilaga 2

### Enkät till företag på Stockholmsbörsens Small Cap

Enkäten skickades ut till 15 företag på Stockholmsbörsens Small Cap, varav svar erhöles från företagen Know IT, Boule Diagnostics, Björn Borg och ett företag som valde att vara anonymt.

#### Frågor

**1a.** Har någon förändring i kvartalsrapporteringen gjorts efter ändringarna i regelverket för emittenter på Stockholmsbörsen?

**1b.** Om ja; vilka?

Vad är anledningen till ändringarn?

**1c.** Om nej; varför inte?

**2.** Anser Ni att upprättande av kvartalsrapporter är en för stor administrativ börda för företaget? Motivera gärna.

**3a.** Skulle företagets rapportering förändras om kravet på kvartalsrapporter togs bort i sin helhet från regelverket för emittenter på Stockholmsbörsen?

**3b.** Om ja; på vilket sätt?

Vad är anledningen till detta?

**3c.** Om nej; varför inte?

**4a.** Är kvartalsrapporter, enligt Er mening, nödvändiga för att en investerare ska kunna göra en korrekt bedömning av företaget?

**4b.** Om ja; hur omfattande bör en tillfredsställande kvartalsrapport vara?

**4c.** Om nej; varför inte?





