

ANALYTIKERMASSAGE

- faktiskt förtroendeskadligt fenomen eller affärspressens golem?



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Eliaz Utbult
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
Juristprogrammet
Examensarbete HRO800, 30 hp
VT25
Handledare: Rolf Skog

Sammanfattning

Analytikermassage är ett fenomen på den svenska aktiemarknaden där börsnoterade bolag misstänks lämna selektiv, kurspåverkande information till analytiker i slutna samtal, vilket kan rubba förtroendet för marknaden. Uppsatsen belyser hur denna företeelse skapar en informationsasymmetri mellan professionella aktörer och småsparare, i affärspressen beskrivna som marknads A- och B-lag. Det centrala regelverket återfinns i EU:s marknadsmissbruksförordning (MAR), vars syfte är att förhindra otillbörligt röjande av insiderinformation och insiderhandel. Samtidigt uppstår gråzoner i samband med stängda analytikersamtal, då det är svårt att bevisa vad som faktiskt har sagts.

I uppsatsen framhålls att aktiemarknadens effektivitet bygger på att all relevant information blir tillgänglig för alla investerare samtidigt. När enskilda analytiker får försprång genom icke-offentliggjord information, riskerar bolagsrepresentanter och analytiker att bryta mot förbudet mot otillåtet röjande av insiderinformation eller insiderhandel. Även om misstankar om analytikermassage inte alltid kan styrkas rättsligt, skapar själva misstanken förtroendeskador och spekulationer som kan leda till kraftiga kursrörelser. Sådana rykten drabbar inte bara aktuella bolag och analytiker utan skadar även allmänhetens tilltro till aktiemarknaden.

Uppsatsens kärnfråga är om fenomenet analytikermassage motiverar särskild reglering utöver de befintliga insiderreglerna i MAR. Det konstateras att det finns flera tänkbara lösningar men uppsatsens huvudförslag är att införa krav på inspelning av analytikersamtal under kritiska perioder, exempelvis 45 dagar före rapportering. Genom obligatorisk dokumentation skulle tillsynsmyndigheter och börser lättare kunna utreda misstankar, vilket i sin tur skulle stärka förtroendet för marknaden. Förslaget föreslås införlivas via självreglering, till exempel i "Koden", för att uppnå snabbhet och flexibilitet.

Sammantaget visar uppsatsen att analytikermassage, trots att det inte alltid är entydigt olagligt, hotar kärnvärdena för den svenska aktiemarknaden: transparens, likabehandling och förtroende. Genom att sätta strålkastarljuset på denna gråzon, föreslås en mer transparent praxis som stärker både juridisk säkerhet och legitimitet på aktiemarknaden. Fenomenet är därmed inte bara viktigt att förstå ur ett insiderrättsligt perspektiv, utan även ur ett rättspolitiskt hänseende som avgör framtidens förtroende för aktiemarknaden.

Innehåll

Sammanfattning	1
Förkortningar och begrepp	4
1 Inledning	6
1.1 Bakgrund och ämnets tidigare hantering	6
1.2 Syfte, frågeställningar och disposition.....	8
1.3 Metod och material	8
1.4 Avgränsningar	12
2 Bredare kontext av aktiemarknadsrättslig och samhällsekonomisk karaktär	13
2.1 Aktiemarknadsrättslig reglering.....	13
2.2 Bakomliggande ekonomiska aspekter.....	15
2.3 Hypoteserna om effektiva och ineffektiva marknader	16
2.4 Informationsasymmetriens effekt på aktiemarknaden.....	19
2.5 Den aktiemarknadsrättsliga regleringens förhållande till marknadsmisslyckanden	20
2.6 ”Förtroendet för aktiemarknaden”	23
2.6.1 Förtroende som grund för marknadens effektivitet.....	23
2.6.2 Förtroendets ekonomiska konsekvenser	24
3 Snävare kontext av informationsgivning och analytikersamtal	25
3.1 Informationsgivning på aktiemarknaden och aktörernas incitament	25
3.1.1 Incitamenten hos staten	26
3.1.2 Incitamenten hos de börsnoterade bolagen	27
3.1.3 Incitamenten hos investerarna.....	28
3.1.4 Incitamenten hos analytikerna	29
3.1.5 Reglerna om informationsgivning på aktiemarknaden	30
3.1.6 Insiderinformation.....	39
3.1.7 Periodisk informationsgivning.....	43
3.1.8 Informationsgivning vid särskilda tillfällen.....	44
3.1.9 Selektiv informationsgivning	44
3.2 Analytiker och analytikersamtal	45
3.2.1 Analytiker.....	45
3.2.2 Vad är analytikersamtal?.....	46

3.2.3	Varför hålls analytikersamtal?	47
3.2.4	När sker analytikersamtal?.....	48
3.2.5	Vilka effekter medför analytikersamtalen?.....	48
3.2.6	Analytikersamtal och hantering av insiderinformation.....	49
3.2.7	Insiderförteckning och analytikersamtal	49
3.2.8	Kontroverser och kritik mot analytikersamtal	50
3.2.9	Särskilda utmaningar vid analytikersamtal	51
3.3	ESMA:s uttalande om god marknadspraxis vid pre-close calls.....	52
4	Analytikermassage	54
4.1	Vad är ”analytikermassage”	54
4.2	Effekterna av analytikermassage	57
4.3	Sammanfattning av analytikermassage.....	59
5	Slutsats: Motiverar fenomenet reglering?	60
5.1	Förtroendet för marknaden.....	60
5.2	Svårtolkat regelverk	61
5.3	Fenomenet riskerar att medföra ett marknadsmisslyckande	63
5.4	Fenomenet motiverar reglering	64
5.5	Förslag: Inspelning av analytikersamtal	64
5.5.1	I ljuset av aktiemarknadsrättens ändamål	65
5.5.2	Proportionalitet och risker med överreglering	65
6	Avslutande reflektioner.....	67
6.1	Systematiska aspekter av Förslaget.....	67
6.2	Komparativa aspekter av Förslaget.....	68
6.3	Lagstiftningshistoriska aspekter av Förslaget	68
6.4	Rättsekonomiska aspekter av Förslaget	68
6.5	Aktiemarknadens A- och B-lag.....	68
7	Litteraturförteckning	70
8	Bilagor.....	77

Förkortningar och begrepp

Corporate finance	– Företagsfinans.
Due-diligence	– En företagsundersökning.
EECS	– European Enforcers Coordination Sessions är ett forum för nationella tillsynsmyndigheter som ESMA tillhandahåller.
Emittentregelverk	– Börsens eget regelverk för de noterade bolagen.
ESMA	– European Securities and Markets Authority.
ESMA-förordningen	– Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 1095/2010.
FSAP	– Financial Services Action Plan.
Insiderinformation	– Information som uppfyller rekvisiten i artikel 7 MAR.
IPO	– IPO är en förkortning från engelskans Initial Public Offering, börsintroduktion på svenska.
IR	– IR är avdelningen på ett börsnoterat bolag som hanterar kontakt och kommunikation med investerare och andra intressenter. Om bolagen har en IR-avdelning är det oftast denna som hanterar analytikersamtal, annars är det generellt sett ledningen som gör detta.
IRO/IR-personer	– Är de som arbetar med IR.
Koden	– Svensk kod för bolagsstyrning.
Kvartalsrapport	– Kvartalsvis sammanställning av hur det har gått för bolaget. Strikt reglerat hur publiceringen ska gå till samt vad rapporten ska innehålla.
Lamfalussymodellen	– Den nya regleringsmodellen som the committee of wise men föreslog.
Likviditet	– Kan förenklat beskrivas som enkelheten att köpa och sälja en tillgång, som för uppsatsen är aktier.
M&A	– Från engelskans Mergers and Aquisitions, fusioner och bolagsuppköp på svenska.

MAD I	– Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG.
MAR	– Marknadsmisbruksförordningen, förordning (EU) nr 596/2014.
MiFID I	– Direktiv 2004/39/EG.
MiFID II	– Direktiv 2014/65/EU.
MiFIR	– Förordning (EU) nr 600/2014.
MTF-plattformar	– Multilateral trading facility –marknader med fokus på mindre bolag.
NBK	– Näringslivets Börskommitté.
Pre-close calls	– Analytikersamtal som håll precis innan ett bolags ”tysta period”.
Prospektförordningen	– Förordning (EU) 2017/1129.
Riskpremie	– Förväntad avkastning på riskfylld tillgång jämfört med avkastning på riskfri tillgång.
SFF	– Svenska finansanalytikers förening.
Takeover	– Offentligt uppköpserbudande.
Committee of Wise Men	– En EU-kommitté med uppgift att se över unionens regleringsmekanism.
The Listing Act	– Är ett regelpaket från EU som inkluderar tre rättsakter nämligen Förordning (EU) 2024/2809, direktiv (EU) 2024/2810 samt direktiv (EU) 2024/2811.
Tyst period	– Många bolag väljer att tillämpa en tyst period under perioden som föregår publicerandet av en rapport.
VD	– Verkställande direktör.
VpmL	– Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

1 Inledning

1.1 Bakgrund och ämnets tidigare hantering

Sverige har en särställning när det gäller aktiemarknaden och investering som folkrörelse, med miljontals privatpersoner engagerade genom exempelvis investeringssparkonton och ett, i förhållande till landets storlek, betydande antal bolag noterade på aktiemarknaden. I denna miljö spelar informationsgivning en avgörande roll för marknadens funktion och förtroende.

Aktiemarknadens informationsgivning präglas av en betydande komplexitet, där regelverken är omfattande och ofta föremål för tolkning i det enskilda fallet. Syftet med regleringen är att säkerställa att all kurspåverkande information blir tillgänglig för hela marknaden på ett snabbt, korrekt och icke-diskriminerande sätt, för att motverka insiderhandel och skydda investerarna. Detta har genom EU:s regelverk kommit att hanteras inom begreppet insiderinformation. Vad som faktiskt utgör insiderinformation är dock inte alltid entydigt, utan måste bedömas utifrån bolagets specifika omständigheter och den aktuella situationen. Det innebär att gränsdragningen mellan tillåten och otillåten informationsgivning ofta är svår att göra i praktiken. En särskild svårighet uppkommer i samband med analytikersamtal där diskussionerna naturligt kan röra sig i gränslandet mellan offentliggjord och icke-offentliggjord information.

Utöver EU:s reglering, som främst består av MAR, finns nationella regelverk och omfattande självreglering, exempelvis emittentregelverk, som ställer krav på att information ska vara korrekt, tydlig och tillräckligt utförlig samt offentliggöras utan dröjsmål. Samtidigt finns det vissa möjligheter för bolag att fördröja offentliggörande av insiderinformation. Ett fördröjt offentliggörande ställer höga krav på bolagen att upprätthålla sekretess och vidta särskilda åtgärder för att undvika informationsläckor under tiden som offentliggörandet fördröjs. Denna möjlighet till fördröjning ökar ytterligare komplexiteten och ställer höga krav på bolagens interna rutiner och bedömningsförmåga.

Den praktiska tillämpningen av regelverken innebär även att tillsynen är utmanande. Finansinspektionen ansvarar för att övervaka att reglerna följs, men eftersom mycket av kommunikationen sker muntligt och därmed utan dokumentation, är det svårt att i efterhand bevisa överträdelser eller missbruk av insiderinformation. Sammantaget innebär detta att regelverket, trots sitt uttalade syfte att skapa transparens och förtroende, i sig skapar en komplex miljö där både bolag och analytiker måste navigera noggrant för att undvika överträdelser och där risken för selektiv informationsgivning kvarstår.

I dagens informationssamhälle finns det, för de allra flesta investerarna, alldeles för mycket information tillgänglig för att investeraren ska kunna processa den på egen hand och utnyttja den till grund för sina investeringsbeslut. Analytiker fyller därför en viktig funktion i förhållande till aktiemarknaden genom att bearbeta och förmedla komplex information, vilket hjälper investerare att fatta välgrundade beslut och bidrar till en mer effektiv prissättning av aktier, med andra ord *”Information is king on the financial markets”*.¹ Analytikersamtal, där bolagsledningarna eller IR-

¹ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 15.

personer möter analytiker för att diskutera bolagets historiska resultat, nuvarande verksamhet och framtidsutsikter, har därför blivit en central del av kommunikationen mellan börsnoterade företag och finansmarknaden.

Samtidigt innebär dessa samtal vissa utmaningar. I många fall sker de bakom stängda dörrar, vilket skapar en brist på insyn för övriga marknadsaktörer. När analytiker efter sådana samtal kraftigt reviderar sina värderingar av ett bolag, väcks frågor om huruvida kurspåverkande information som inte varit tillgänglig för marknaden i stort har delgetts analytikern. Detta fenomen, ofta benämnt som "analytikermassage", innebär att bolag på ett icke-transparent sätt försöker påverka marknadens prissättning av aktien, exempelvis för att mildra negativa kursreaktioner i samband med svaga kvartalsrapporter.

Problemet förvärras av att det är svårt att utreda och bevisa eventuella oegentligheter. Det finns inget krav på dokumentation av samtalen, och såväl bolagsrepresentanter som analytiker har starka incitament att inte avslöja ett otillåtet röjande av insiderinformation. Analytikern behöver behålla sin relation till bolaget för fortsatt informationsflöde, medan bolaget gynnas av att bevakas av analytiker som kan bidra till en trovärdig värdering och därmed en ökad *likviditet*² i bolagets aktie. Därmed uppstår en risk för att viss information endast når utvalda aktörer, vilket kan skada förtroendet för marknaden och dess effektiva prisbildning.

Det är viktigt att poängtera att analytikermassage inte omfattar alla analytikersamtal, eller ens alla stängda samtal, utan syftar på situationer där bolag avsiktligt eller oavsiktligt lämnar kurspåverkande information under ett analytikersamtal. Eftersom marknadsförtroendet är beroende av att all relevant information är tillgänglig för samtliga aktörer på lika villkor, kan även misstanken om selektiv informationsgivning vara skadlig.

Analytikermassage är vida omskrivet i affärspressen där affärspressen under senare år intagit en central roll i att belysa och kritiskt granska fenomenet analytikermassage. Affärspressens artiklar om fenomenet har målat upp en bild av en relativt etablerad marknadspraxis där börsbolag selektivt delar information med utvalda analytiker innan den görs tillgänglig för allmänheten. Denna rapportering som har "avslöjat" hur såväl små som stora bolag engagerar sig i analytikermassage som skapar informationsasymmetrier, har bidragit till att belysa fenomenet. De personer som har uttryckt starka känslor om fenomenet kan kategoriseras som privatekonomer, finansprofiler, myndighetspersoner och journalister. Således handlar det om en relativt bred skara som har insyn och förståelse för aktiemarknaden, dess styrkor och svagheter. Att fenomenet har behandlats i en sådan utsträckning i affärspressen har tveklöst varit en bidragande faktor till en försvagning av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.

I kontrast, lyser forskning och akademiska texter om ämnet med sin frånvaro. Detta är ingen överdrift utan det föreligger en total avsaknad. Avsaknaden av serös hantering av ämnet är minst sagt

² Likviditet kan förenklat beskrivas som hur snabbt, billigt och enkelt en tillgång kan omsättas. Med andra ord enkelheten av att köpa och sälja en aktie.

beklagligt, i synnerhet eftersom debatterande texter i affärspressen inte sällan saknar nyanserade beskrivningar av fenomenet. Återkommande porträtteras detta aktiemarknadsfenomen som inget mindre än förkastligt och otroligt negativt påverkande på förtroendet för aktiemarknaden. För att fenomenet ska kunna hanteras och dess negativa effekter undvikas, krävs att ämnet hanteras genom omfattande undersökningar. Därav är det tydligt att det således föreligger ett behov av att analysera fenomenet ur ett legalt perspektiv.

1.2 Syfte, frågeställningar och disposition

Av bakgrunden ovan framträder ett behov av ett seriöst hanterande av detta aktiemarknadsfenomen och dess eventuella effekter. Uppsatsens syftesformulering är därför:

Syftet med uppsatsen är att dels redogöra för aktiemarknadsfenomenet, känt som analytikermassage, dels utreda huruvida det föreligger ett behov av en särskild reglering som adresserar fenomenet.

För att förverkliga uppsatsens syfte på ett förtroendeingivande sätt har följande primära frågeställningar identifierats som centrala:

1. Vad är analytikermassage och vilka är effekterna av fenomenet?
2. Vilka regler och normer aktualiseras vid analytikermassage?
3. Motiverar fenomenet analytikermassage särskild reglering?

Den övergripande strukturen för uppsatsen kan därmed liknas med en pyramids konstruktion, där basen är bred men att konstruktionen successivt smalnar av för att avsluta med en spetsig topp. Därav är uppsatsen disponerad så att det inledningsvis, i avsnitt 2 redogörs för en bredare kontext om aktiemarknadsrätten och relevanta samhällsekonomiska aspekter. Den bredare kontexten efterföljs i avsnitt 3, där kontexten smalnas av och utvecklas när strålkastaren riktas mot, de för uppsatsen, centrala ämnena informationsgivning och analytikersamtal. Därefter följer behandlingen av själva fenomenet analytikermassage i avsnitt 4 där frågeställning 1) och 2) behandlas. Med de två första frågeställningarna hanterade återstår frågeställning 3) som också är den mest avgörande för uppfyllandet av syftet. Denna frågeställning hanteras i avsnitt 5. Uppsatsens sista del, avsnitt 6, tillägnas avslutande reflektioner där jag som författare belyser aspekter som fortsatt behöver hanteras vidare inom ämnet och därtill angränsande frågor som kvarstår.

1.3 Metod och material

Utgångspunkten för uppsatsen är rättsvetenskaplig med särskilt användande av en rättsutredande metod vilket följer av den utredande och undersökande karaktären av uppsatsens syfte och frågeställningar. Eftersom en stor del av arbetet utgörs av utredning kring hur juridiken förhåller sig

till ett semi-juridiskt-ekonomiskt fenomen, där det dessutom saknas explicit reglering, har rättsekonomin varit särskilt präglade för framställningen.³

För att kunna förverkliga uppsatsens syfte, trots att fenomenet är otillräckligt utforskat i akademiska sammanhang, behövdes en noggrann genomgång av såväl fenomenet som dess kontext. Som tidigare nämnts är fenomenet inte enbart av juridisk natur, vilket innebär att uppsatsen, utöver det juridiska perspektivet, även har utgått från och återkommande inkluderar vissa stödvetenskaper.⁴ Eftersom fenomenet återfinns på aktiemarknaden har det funnits behov av att beakta de ekonomiska vetenskaperna för att bygga en förståelse för de bakomliggande värderingarna syftena och motiven som råder på aktiemarknaden. Till följd av aktiemarknadernas centrala roll för samhällsutvecklingen har det varit fördelaktigt att ta söka stöd i samhällsvetenskaperna, inte minst för informationsinsamlandet från de yrkesverksamma personerna som intervjuats,⁵ mer om intervjuerna nedan.

Stödvetenskaperna har alltså bidragit med de samhällsvetenskapliga och ekonomiska teorier och metoder som behövs för förståelsen av fenomenet. Dock är uppsatsens huvudtema juridiskt vilket har medfört att ingen djupdykning har gjorts inom stödvetenskaperna. Därefter kunde fenomenet betraktas ur ett juridiskt perspektiv med fortsatt beaktande av den rättsekonomiska teorin för att bibehålla de ekonomiska aspekterna som är framträdande inom aktiebolags- och aktiemarknadsrätten.⁶ Eftersom EU-rätten har en stor (och växande) närvaro på det aktiemarknadsrättsliga området aktualiseras även de främsta EU-rättsliga tolkningsmetoderna, teleologiska och EU-konforma tolkningar. Dessa metoder har inneburit att särskild betydelse har tillägnats de bakomliggande skälen till EU-rättsaktern samt att den svenska regleringen, ska och har tolkats, på ett sätt som är förenligt med EU-rätten.⁷ Således har en mycket bred och omfattande litteraturbas använts för att bygga det teoretiska ramverket i vilket den mer specifika informationen om analytikersamtal och -massage placerats.

I enlighet med den mer tillåtande rättsskälreläran inom rättsekonomin och till följd av den obefintliga akademiska behandlingen av specifikt analytikermessage, granskades även stora mängder finansiell nyhetsrapportering och debattartiklar.⁸ Detta har bidragit till uppsatsen genom att introducera ett mer marknadsnära perspektiv eftersom författarna är personer med insyn i marknadens faktiska fungerande. Det är en nödvändig förutsättning att kunskap om de faktiska förhållandena besitts för att en läsare ska kunna skapa en förståelse av uppsatsens legala analys av fenomenet. En begränsning av underlaget från nyhetsrapporteringen och debattartiklarna som dock bör belysas är att de till sin karaktär är vinklade och begränsade till ett perspektiv. Under uppsatsens upprättande har det därför varit avgörande att underlaget kompletterats. Detta har gjorts genom intervjuer som

³ Dahlman, Glader och Reidhav, (2004) s. 9 ff. och 213 f. samt Nääv och Zamboni (red.), (2018) s. 177 f.

⁴ Nääv och Zamboni (red.), (2018) s. 435.

⁵ Andersen, (1998) s. 13 ff.

⁶ Kraakman, (red.) (2017) s. 1 ff. samt Eklund och Sattin, (2021) s. 28 ff.

⁷ Bergström och Hettne, (2014) s. 393 f.

⁸ Nääv och Zamboni (red.), (2018) s. 177 f.

genomförts med yrkesverksamma personer med olika ingång i, och perspektiv på fenomenet. Detta sammantagna underlag har legat till grund för uppsatsens analyser och slutsatser.

Intervjuerna genomfördes som en kvalitativ undersökning av olika yrkesverksamma personers perspektiv på ämnet.⁹ Undersökningen bestod av semistrukturerade intervjuer.¹⁰ Inför intervjuerna hade jag tillägnat mig en viss teoretisk förkunskap om relevanta ämnen samt en viss förståelse för fenomenet. Kunskapsgrunden och strukturen bidrog till att intervjuerna kunde genomföras mer effektivt vilket uppskattades av respondenterna.

Vid informationsinsamling genom intervjusamtal finns det en inneboende risk att respondenten ger de svar som hen tror att frågeställaren vill ha.¹¹ För att minimera denna risk valdes att redan i den initiala kontakten, på ett tydligt och transparent sätt förklara min ingång i ämnet och min avsikt att på ett betryggande sätt utreda fenomenet. Vidare förklarades avsikten att täcka in olika relevanta perspektiv och att det därför inte önskades att respondenterna skulle försöka svara "rätt" i förhållande till vad de kunde tro att det slutliga resultatet skulle bli. Samt att syftet med varje enskild intervju var att få ta del av just den personens perspektiv.¹²

Urvalet av respondenter gjordes på grund av insikten att jag inför arbetet med uppsatsen saknade insikter och kunskap om den specifika miljön där analytikersamtal förekommer. För att intervjuerna som samlat kunskapsunderlag skulle vara kvalitativt, avsågs att föra intervjuer med flertalet personer som är eller har varit verksamma i roller där analytikersamtal eller närliggande frågor aktualiseras. För att dessutom uppnå en nyansering av svarsunderlaget med olika perspektiv, tillfrågades respondenter med olika ingång i de för uppsatsen relevanta frågorna. Att respondenterna kunde bidra med olika perspektiv tilläts av den semistrukturerade formen då det avsiktligt hade lämnats utrymme för respondenterna inte skulle begränsas av frågornas formulering.¹³ Därigenom var avsikten att underlaget för uppsatsens analys och reflektioner skulle bli så brett och nyanserat som möjligt.

Mot bakgrund av ovan resonemang tillfrågades personer inom följande yrkesroller och organisationer:

- Finansdepartementet
- Finansinspektionen
- Flertalet analytikerhus
- Svensk Värdepappersmarknad
- Aktiespararna
- Journalister som skrivit debattartiklar om ämnet

⁹ Med "kvalitativ" menas att det är ett genomtänkt och särskilt relevant underlag som granskas i jämförelse med en "kvantitativ" undersökning som bygger på ett omfattande underlag där syftet inte nödvändigtvis är att närmare beakta de enskilda mätpunkterna utan snarare den breda massans genomsnitt. Se Jacobsen, (2018) s. 93 f.

¹⁰ Med semistrukturerad innebär att det finns en av intervjuaren planerad riktning för intervjun med frågor som är utformade för att tillåta varierade svar.

¹¹ Persson, (red.) (2016) s. 213 f.

¹² Jämför med Bell och Waters, (2016) s. 189 ff.

¹³ Andersen, (1998) s. 162.

- Privatsparare som uttalat sig om ämnet
- Finansprofil som har uttalat sig om ämnet
- ESMA
- Ekobrottsmyndigheten
- Svenska finansanalytikers förening (SFF)
- Nasdaqs bolagsövervakning
- Flertalet börsnoterade bolag

Beklagligt nog var det endast fem personer som ville ställa upp på ett samtal. Det kan anmärkas att den låga graden av intresse att delta, var för mig förvånande. Med hänsyn till den omfattande kritiken som riktats mot analytikermassagen i affärspress samt de tillfrågades intressen av en välfungerande aktiemarknad förväntades ett stort intresse. Med detta sagt ställde fem mycket kompetenta och välrenommerade personer upp och intervjuades. De personerna är:

- **Nils Liliedahl**, Bilaga 2. Nils är generalsekreterare på SFF sedan femton år tillbaka och han har även tjugo års tidigare erfarenhet från arbete på börsen, bland annat som ansvarig för bolagsövervakningen.
- **Catharina Paulcén**, Bilaga 3. Catharina är Senior Vice President med ansvar för Corporate Communications and Investor Relations på Thule. Rollen innebär att hantera allting som rör extern kommunikation som inte riktas till kunder. Catharina har arbetat med IR under hela sitt yrkesliv med början 1999.
- **Jonas Myrdal**, Bilaga 4. Jonas arbetar som åklagare på Ekobrottsmyndighetens finansmarknadskammare, som är en särskild åklagarkammare som bara arbetar med marknadsmissbruk. Det har Jonas gjort de senaste sju åren och han har femton års erfarenhet inom finansbranschen innan dess.
- **Peter Olivecrona**, Bilaga 5. Peter är ”Lead Regulatory Compliance, Enforcement and Investigations” (med andra ord, en av de ansvariga för börsens bolagsövervakning). Denna roll har Peter haft de senaste två åren och dessförinnan har Peter erfarenhet från ungefär tio års juridiskt arbete, merparten inom domstolsväsendet.
- **Pontus Hamilton**, Bilaga 6. Pontus är senior åklagare på Ekobrottsmyndighetens finansmarknadskammare, som alltså är den åklagarkammare som bara arbetar med marknadsmissbruk. Pontus har haft denna roll de senaste fem åren. Innan dess arbetade Pontus också som åklagare i femton år.

Intervjuerna vara i genomsnitt drygt 35 minuter och utgick från samma intervjumall, Bilaga 1. Samtliga intervjuer spelades in för att minimera riskerna för missförstånd eller felaktiga minnesbilder av respondenternas svar. Intervjuerna transkriberades och är bilagda till uppsatsen, under avsnitt 8, för full transparens.¹⁴

¹⁴ Jacobsen, (2018) s. 132.

Resultatet av intervjuerna bedömer jag som gott. Respondenternas kunskapsnivå om ämnet var hög och i vissa aspekter varierande. Respondenterna var alltså inte enliga om allt vilket indikerar att utformningen av intervjuerna tillät respondenterna att uttrycka just sitt perspektiv.¹⁵ Den största svagheten med underlaget som genererades genom intervjuerna är i min mening, den något begränsade respondentgruppen. Jag anser att det hade varit relevant att höra perspektiven från flera av aktörerna som avböjde att delta. För uppsatsens vidkommande är jag dock inte lika övertygad om att denna aspekt utgjort en större svaghet då det underlag som de genomförda intervjuerna genererade utgjorde tillräckligt stöd för min analys och mina slutsatser. Vidare kan det nämnas att intervju-delen och tillhörande moment var nämligen avsevärt tidskrävande och att det därmed även ur en tidsaspekt inte hade varit praktiskt genomförbart med många fler intervjuer.¹⁶

1.4 Avgränsningar

Som konstaterats ovan är ämnet obehandlat inom akademien och därför krävs det en utförlig och grundlig undersökning av både fenomenets kontext och olika regleringar på området. En naturlig avgränsning för uppsatsen gör sig därmed allmänt gällande eftersom det inte finns möjlighet att behandla samtliga delar med den utförlighet som hade önskats.

Här uppstår en konflikt då det i min mening krävs att många olika aspekter belyses men att strålkastaren relativt snabbt behöver vandra vidare. Detta föranleder att nya avgränsningar görs kontinuerligt under uppsatsen och därav återfinns det löpande hänvisat till vissa avgränsningar som görs. Jag anser att denna hantering är logisk och att det blir lättare för läsaren av uppsatsen att förstå avgränsningarna i dess kontext i stället för att alla avgränsningar skulle radats upp i detta avsnitt.

Med det sagt har uppsatsen några generella avgränsningar som lämpar sig bättre att introduceras i detta skede.

Avseende MAR är det inledningsvis värt att notera att det är ett av om inte det mest centrala regelverket för analytikermassage. Därav kommer såklart MAR att behandlas i uppsatsen. Däremot är inte uppsatsens syfte att utreda vad som utgör insiderinformation eller vad som förbjuds enligt förordningen som sådan. Inte heller är syftet med uppsatsen att utreda i vilken utsträckning som analytikermassage utgör ett otillåtet röjande av insiderinformation. Den främsta anledningen till denna avgränsning är att begreppet insiderinformation, som redogörs för under avsitt 3.1.3, är diffust och framför allt är det en bedömning som måste göras vid varje enskilt tillfälle för varje enskilt bolag. Ytterligare en anledning som följer av uppsatsens faktiska syfte är att den eventuella specialregleringen för analytikertal som uppsatsen syftar att undersöka behovet av, inte på något sätt kommer konkurrera med reglerna i MAR. MAR är överordnat och bolagens skyldighet att göra bedömningar i enlighet med förordningen kommer inte påverkas.

¹⁵ Se exempelvis svaren i intervjuerna avseende hur väsentligt analytikertal är för ett bolag för att kunna kommunicera med marknaden.

¹⁶ Med det sagt, vidhålls att det fortsatt hade varit av intresse att belysa samtliga ovan identifierade aktörers perspektiv på ämnet, men att detta lämnas till framtida arbeten.

Uppsatsen utgår helt från regleringen för reglerade marknader och inte MTF-plattformar. De reglerade marknaderna de främsta aktiemarknaderna, det vill säga de största marknadsplatserna med de stora bolagen. MTF-plattformarna å andra sidan, även kallade tillväxtmarknader för små och medelstora bolag, särskiljer sig från de reglerade marknaderna genom att det generellt sett ställs lägre krav, inklusive de regulatoriska kraven. Detta innebär att även om många av reglerna som gäller för reglerade marknader också gäller för MTF-plattformarna så skiljer sig regelverken något. Vidare gör sig vissa mer principiella frågor gällande som exempelvis att det anses mer skyddsvärt att tillåta en större tillväxt, jämfört med de reglerade marknaderna där det snarare prioriteras transparens, konsumentskydd och förutsebarhet. Därav identifierades detta som en nivå på ämnet som bättre lämpar sig att lämna för framtida arbeten om/när det föreligger mer klarhet om vad som gäller för reglerade marknader. Det bör dock sägas att liknande resonemang som förs i uppsatsen, troligen är tillämpliga på MTF-plattformar också.

2 Bredare kontext av aktiemarknadsrättslig och samhällsekonomisk karaktär

2.1 Aktiemarknadsrättslig reglering

De finansiella marknaderna är en väsentlig del av det moderna samhället. Sammantaget var de globala ekonomiska tillgångarna vid utgången av 2023 värda mer än 486 biljoner USD.¹⁷ Med andra ord mer än 5 000 biljoner (5 000 000 000 000 000) SEK.¹⁸ Allt eftersom de vuxit i omfattning och popularitet, har även antalet finansiella instrument och andra produkter mångfaldigats och fortsätter ständigt att öka. Att de finansiella marknaderna och deras produkter utvecklats i en så pass hög grad har medfört att lagstiftarna har producerat omfattande regelverk. Detta gäller på den nationella svenska nivån men kanske ännu mer så på EU-nivå.¹⁹ Avseende den EU-rättsliga finansiella regleringen som producerats har två framträdande syften varit tonsättande.²⁰ Det ena syftet är att ge kunderna på den finansiella marknaden en stärkt ställning vilket motiveras av att kunden generellt sett har ett informationsunderläge i förhållande till exempelvis finansiella rådgivare.²¹ Det andra syftet är att harmonisera marknaderna för att förverkliga målet om en kapitalmarknadsunion där harmoniseringen ska medföra kostnadsbesparingar och därigenom bidra till en effektiv prissättning av produkterna som handlas.²² En omfattande handlingsplan från EU-kommissionen lanserades i slutet på 90-talet som avsåg att stöpa om den finansiella regleringen.²³ I kölvattnet av handlingsplanen har det följt

¹⁷ FSB (2024), s. 7.

¹⁸ Baserat på den aktuella växelkursen USD-SEK per den 1 januari 2024 som var 10,3877 multiplicerat med de totala globala ekonomiska tillgångarna som var 486,4 biljoner USD, således 5052,6 biljoner SEK.

¹⁹ Det finns dock de som hävdar att EU-regleringen inte tillfört den svenska aktiemarknads- och börsrätten särskilt mycket med positiv effekt, Sevenius och Örtengren (red.) (2021), s.89 f.

²⁰ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 271.

²¹ Prop. 2006/07:115, s. 268.

²² Se Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 271 f. samt prop. 2006/07:115, s. 268 och SOU 2006:50, s. 142.

²³ Handlingsplanen i fråga kallades *Financial Services Action Plan* eller *FSAP* och inkluderade mer än 40 åtgärder, se SOU 2015:2 s. 267 f.

flera inflytelserika regleringar från EU. Under åren 2002 till 2004 antogs MAD (I) (som är föregångaren till MAR), samt MiFID (I) som var ett direktiv som avsåg att skydda investerarna och öka konkurrensen på EU:s finansiella marknader. MiFID (I) trädde i kraft 2007 och sammanföll därmed med den stora finanskrisen 2008. I samband med en kraftig teknisk utveckling sedan direktivet antogs 2004, resulterade det i att ett reformförslag lades fram redan 2011.²⁴ Den reviderade regleringen, MiFID (II) och MiFIR, som var avsevärt mycket mer omfattande antogs 2014.²⁵ Utöver MiFID (II) och MiFIR som är de *nivå 1-rättsakter*²⁶ som regelverket innehåller, finns det även flertalet rättsakter (i form av delegerade akter och tekniska standarder) på nivå 2 samt ett antal på nivå 3 som är utfärdade av ESMA.²⁷ MiFID (II) har införlivats i svensk rätt genom värdepappersmarknadslagen samt genom föreskrifter meddelade av finansinspektionen.²⁸ Samma år, 2014, antogs även MAR och eftersom det är en förordning med direkt effekt (som ersatte ett direktiv), har det medfört en kraftigare harmonisering avseende såväl marknadsinformation som marknadsmissbruk.²⁹

Året efter, under 2015, lanserades EU-initiativet om en kapitalmarknadsunion som skulle stärka den inre marknaden för kapital och därigenom underlätta för EU:s konsumenter, investerare och företag att investera och spara sitt kapital utan begränsning hänfört till vart inom unionen de bor eller verkar.³⁰ Kapitalmarknadsunionsprojektet är en handlingsplan i form av ett ramverk som inkluderar reformer och initiativ som ska främja en EU-gemensam finansmarknad. Projektet inleddes alltså 2015, men sedan dess har det varit ett kontinuerligt pågående projekt för kommissionen, där kommissionen bland annat har uttryckt en avsikt att återigen revidera MiFID-regelverket.³¹ Under åren 2020 till 2022 föreslogs inte mindre än 23 olika lagstiftningsförslag som på olika sätt syftade till att främja kapitalmarknadsunionen.³² Så sent som under 2024 antogs the Listing Act som är ett regelverk som till viss del syftar till att främja kapitalmarknadsunionen, främst genom att underlätta regelbördan för, i synnerhet små och medelstora, bolag genom ändringar av MAR, MiFID (II), MiFIR och prospektförordningen. Att the Listing Act är ett regelverk med (åtminstone delvis) målet att genom avreglering, minska de regulatoriska bördorna på europeiska bolag. Detta kan sägas vara ett

²⁴ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 100.

²⁵ SOU 2015:2 s. 272.

²⁶ Inom EU-rätten förekommer det flertalet olika rättsakter med varierande dignitet och kan indelas utifrån Lamfalussy-modellen (se vidare i avsnitt 3.1.2.3) i tre olika nivåer för EU-rättsakter, där nivå 1 och 2 är bindande rättsakter och nivå 3 är icke-bindande men vägledande, se Bergström och Hettne (2014) s. 32 ff. samt Schütze (2021) s. 227 ff.

²⁷ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s.100.

²⁸ Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2007:17 och FFFS 2017:2.

²⁹ Eklund och Sattin, (2021), s. 440.

³⁰ Europeiska rådet, (2025) Strategin för icke-professionella investerare.

³¹ Se Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 100 f. samt Europeiska rådet, (2025) *Tidslinje – Kapitalmarknadsunionen*.

³² Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 100 f.

utfall av den växande uppfattningen, som skildras i Draghi-rapporten³³, att EU överreglerar till den grad att EU har tappat sin konkurrensförmåga i förhållande till USA och Kina.

2.2 Bakomliggande ekonomiska aspekter

I dagens samhälle är det finansiella systemet djupt integrerat och dess inverkan gör det närmast fundamentalt i den meningen att samhället inte hade varit sig likt om det skulle försvinna. Anledningen till detta är, enligt nationalekonomisk teori, att det finansiella systemet möjliggör effektiv resursallokering genom att kapital i större utsträckning utnyttjas där det förväntas vara som mest användbart och värdeskapande.³⁴ I praktiken innebär det att en person (fysisk eller juridisk) som har pengar, som denne inte har ett konkret behov av just nu, kan välja att investera pengarna för att få en möjlighet till avkastning. Investeringen innebär vidare att pengarna (tillfälligt) allokeras om, till exempel till ett företag som kan skapa tillväxt av investeringen. När företaget växer kan det anställa fler personer, höja de anställdas löner, betala mer skatt samt generera avkastning åt investeraren. Detta görs dagligen och på global skala i dagens samhälle.³⁵

Det finansiella systemet består av flertalet olika marknader där olika finansiella produkter handlas såsom, men inte uteslutande, aktier, obligationer och derivat-produkter.³⁶ Den marknaden som är av störst intresse för uppsatsen är aktiemarknaden eftersom det är den marknaden som är mest tillgänglig för allmänheten. På aktiemarknaden återfinns även det bredaste spektret av investerare, det är den marknad som bevakas mest i media och kanske främst den marknad där kommunikationen mellan bolagen och marknaden är som mest kritisk.³⁷ På aktiemarknaden omsätts inte bara aktier utan även teckningsoptioner och konvertibler.³⁸ För att aktiemarknaden ska fungera är en förutsättning att de med kapital har ett incitament till att investera kapitalet på aktiemarknaden. Det incitamentet är, som tidigare nämnts, möjligheten att få avkastning på sitt kapital. I andra vågskålen ligger dock den risk som investeringen innebär samt eventuella praktiska hinder för investeringen. Tack vare den tekniska utvecklingen, som har gjort det möjligt för allmänheten att handla aktier på i stort sett alla världens börser, är de praktiska hindren numera mycket små.³⁹ Vad det avser risken kan det konstateras att investeraren (generellt sett)⁴⁰ inte kommer vilja investera om risken upplevs vara för stor i förhållande

³³ Draghi, Mario. Address by Mr. Mario Draghi at the presentation of the report on the Future of European competitiveness in the European Parliament, s.2. samt Draghi, Mario. Report on the Future of European competitiveness.

³⁴ Eklund, (2025) s. 139 f.

³⁵ Eklund, (2025) s. 34 f.

³⁶ Mishkin och Eakins, (2024) s. 284 ff.

³⁷ Med detta sagt utesluter jag inte att de områden som uppsatsen hanterar skulle kunna vara av intresse även för andra marknader som exempelvis kreditmarknaden.

³⁸ För uppsatsens vidkommande görs det ingen distinktion avseende vad för värdepapper som bolaget har emitterat då det inte har någon större inverkan på de relevanta reglernas tillämpning eller relationen med analytiker som sådan.

³⁹ Detta är ur ett svenskt perspektiv och självklart gäller inte detta för samtliga personer i hela världen men läget i Sverige torde dock påvisa att de tekniska möjligheterna finns för en allmän tillgång till aktiehandel.

⁴⁰ Här kan noteras att det förekommer mer eller mindre ekonomiskt logiska investeringsbeslut, exempelvis kan investeringsbeslut vara politiskt eller ideologiskt motiverade.

till den förväntade avkastningen.⁴¹ För att förtydliga hur risk och avkastning kan användas som en generell förklaringsmetod kan följande enkla scenarion beskrivas. Utgångspunkten är att en person med pengar över väljer att spara pengarna i kontanter i sitt kassaskåp. Kontanterna ligger tryggt i kassaskåpet så risken att kontanterna blir färre är minimal. Kontanterna kommer inte heller bli fler, men med tiden kommer samhällets inflation medföra att pengarna tappar i värde.⁴² Följaktligen är risken minimal, samtidigt som värdet troligen kommer minska. Om personen i stället väljer att sätta in pengarna på banken kommer risken bli lite större eftersom hen inte har direkt kontroll över pengarna. Personen kommer dock få en inlåningsränta av banken, alltså låg risk och liten positiv avkastning. Nästa steg i riskskalan torde vara obligationer, därefter aktier osv.⁴³ Personen kommer dock inte vara villig att ta en mycket högre risk, genom att exempelvis köpa aktier i stället för att ha pengarna på bankkontot, om den förväntade avkastningen inte speglar risken. Att en person väljer att inte investera påverkar sannolikt inte aktiemarknaden men om det generella sentimentet bland investerare är att det är för stor risk på aktiemarknaden kommer det att hämma bolagens tillväxtpotentialer och i förlängningen skulle det begränsa hela samhällets utveckling och ekonomi.⁴⁴

2.3 Hypoteserna om effektiva och ineffektiva marknader

För att säkerställa att aktiemarknaden uppfyller sin samhällsviktiga funktion, som är att bidra till den samhällsekonomiska utvecklingen och i förlängningen ökat välbefinnande,⁴⁵ krävs enligt finansiell teori att marknaden är effektiv, genomlyst och likvid.⁴⁶ Detta förutsätter i sin tur att investerarna upplever att deras möjlighet till avkastning är högre än, eller i vart fall proportionerlig i förhållande till, risken. En avgörande faktor för investeringsviljan är förtroendet för marknaden, närmare bestämt, förtroendet för att prissättningen är korrekt.⁴⁷ Förtroendet är till sin natur en vanskligen förteelse, när förtroendet redan finns och det allmänna sentimentet är positivt kan förtroendet växa till den grad att det övergår till naivitet vilket riskerar att skapa så kallade bubblor. När förtroendet väl sargas kan det brista helt.⁴⁸ När förtroendet för aktiemarknaden fallerar skakas ekonomin och världen om ordentligt. Exempel på

⁴¹ Såklart finns det olika investerare som är olika riskbenägna samt att riskviljan över lag skiftar.

⁴² Utan avkastning på de sparade pengarna har inflationen en urholkningseffekt, se Eklund, (2025) s. 227.

⁴³ Idag finns det mycket komplicerade finansiella produkter med hävstångseffekter och mycket mer.

⁴⁴ Sevenius och Örtengren (red.). (2021) s. 29.

⁴⁵ Mishkin och Eakins, (2024) s. 41 f.

⁴⁶ Sevenius och Örtengren (red.), (2021) s.30.

⁴⁷ Sevenius och Örtengren (red.), (2021) s. 29 f.

⁴⁸ Kristensson Ugglå, Reuter och Wijkström (red.) (2012) s. 165 ff.

sådana tillfällen är finanskriserna under 1990-talet⁴⁹, 2000-talet⁵⁰, 2008⁵¹ och 2020⁵². Förtroendet till marknaden behövs för viljan att investera och håller dessutom nere investeringskostnaderna, vilket i sin tur bidrar till marknadens effektivitet. Därav är det ytterst viktigt att det finns väl utformade regelverk som är tillräckligt robusta och tillförlitliga för att säkerställa förtroendet, trots de historiska kriserna. Regelverken måste frambringe en standardiserad handel som i yttersta mån är präglad av att samtliga handlar på samma tillgängliga information vilket skapar förutsättningar för en rättvis handel och en effektiv prissättning.⁵³

Hur prissättningen på aktiemarknaden faktiskt fungerar finns det olika finansiella teorier om.⁵⁴ Den generella tanken är att prissättningen är ett utfall av marknadens konsensus i varje rådande stund och att denna konsensus grundas på all tillgänglig information. Detta ger sken av en statisk och förutsebar handel även om så oftast inte är fallet. Det är med andra ord något som saknas från den beskrivningen. Aspekterna som saknas i beskrivningen är olika faktorer som varier kraftigt från investerare till investerare, från bolag till bolag och från en tid till en annan. Det kan vara spekulativa förväntningar, på bolagets, deras konkurrenters framtida prestationer, branschens utsikter och ekonomins utveckling i stort. Dessa spekulativa aspekter förstärks av investerarens enskilda och marknadens sentiment vilket brukar beskrivas som en skala mellan rädsla och girighet.⁵⁵

Sociala faktorer såsom *flockbeteende*⁵⁶, *påverkan från sociala medier*⁵⁷, och *psykologiska mekanismer*⁵⁸ har en betydande inverkan på aktiemarknadens effektivitet. Den effektiva marknadshypotesen utgår från att all tillgänglig information snabbt reflekteras i priserna och att investerare agerar rationellt. Forskning visar dock att sociala faktorer ofta leder till avvikelser från denna idealbild. Effekterna kan vara särskilt tydliga vid kraftiga svängningar, spekulationsbubblor

⁴⁹ Finanskrisen i Sverige på 1990-talet orsakades av bank-, finans- och fastighetsbranscherna och ledde till decimerad konsumtion och massarbetslöshet för att inte tala om de cirka tusen fastighetsbolag som gick i konkurs.

⁵⁰ 2000-talets finanskris, även kallad it-bubblan, utlöstes av att de orealistiska värderingarna, på främst it-företag som förväntades vara helt världsomskapande, inte längre gick att motivera vilket sänkte hela finansmarknaden när bubblan sprack.

⁵¹ Finanskrisen 2008–2009 utlöstes i USA när bostadsprisbubblan sprack och det uppdagades att amerikanska banker hade gett ut högst tvivelaktiga bolån vilket inte bara ledde till att USA:s fjärde största investmentbank Lehman Brothers gick i konkurs utan fick även stora effekter i resten av världen.

⁵² 2020 skakades världen om till följd av att Covid-19-pandemins *lock-downs* belyste sårbarheten i de moderna globala värdekedjorna när transport av varor och personer stoppades.

⁵³ Sevenius och Örtengren (red.) (2021). s. 29.

⁵⁴ Mishkin och Eakins, (2024) s. 338 ff.

⁵⁵ Sevenius och Örtengren (red.) (2021). s. 29 ff.

⁵⁶ Flockbeteende innebär att investerare tenderar att följa majoritetens agerande snarare än att fatta självständiga, rationella beslut. Detta kan förstärka prisrörelser och skapa bubblor eller krascher, vilket leder till att marknaden inte alltid prissätter tillgångar effektivt.

⁵⁷ Investerare påverkas av känslor och kognitiva bias, vilket kan resultera i anomalier som motsäger teorin om effektiva marknader. Exempel är överreaktioner på nyheter eller irrationell optimism/pessimism.

⁵⁸ Psykologiska faktorer som exempelvis "fear of missing out" gör att prisbildningen på aktiemarknaden inte alltid speglar all tillgänglig information korrekt och snabbt, vilket är ett av grundkraven för en effektiv marknad.

eller plötsliga ras, där social påverkan och flockbeteende driver marknaden bort från fundamentala värden.⁵⁹

Eftersom prissättningen ändå till stor del är beroende av den tillgängliga informationen, är det kanske rimligt att initialt konstatera att all information om bolaget borde delges aktiemarknaden i sin helhet snarast möjligt för att prissättningen ska kunna bli korrekt. Även om det kan leda till en mer korrekt prissättning i den mening att verkligen allt kan bli inräknat, medför det inte nödvändigtvis att alla bedömningar blir mer korrekta. Inte heller kommer det bli en effektiv prissättning. Anledningen till detta är att informationskanalerna skulle svämma över av icke-relevant information som brukar hänvisas till som *noise* i marknadsinformationssammanhang.⁶⁰ Därför är det väsentligt för den effektiva prissättningen av aktier att all relevant information delges aktiemarknaden tidigast möjligt, denna information brukar hänvisas till som marknadsinformation.⁶¹

Det är dock oundvikligt att det förekommer informationsasymmetrier, exempelvis kommer en specialist ha mer information än en generalist och mer givet är att bolagsledningen kommer ha mer information än utomstående. Detta brukar beskrivas som att det förekommer asymmetrisk information på marknaden.⁶² Informationsasymmetrier medför att den som har informationsövertaget står en mindre risk i transaktioner eftersom denne kan beakta informationen som motparten inte har medan motparten kommer ta sitt investeringsbeslut på en ofullständig lägesbild. Här finns det väldigt goda möjligheter för den med informationsövertag att göra mycket bra affärer.⁶³ Handel med kraftiga informationsövertag skulle vara skadligt för allmänhetens förtroende för aktiemarknaden eftersom det skulle medföra en större risk och högre transaktionskostnader. Detta då varje investerare skulle behöva spendera stora mängder tid och kapital på att undersöka om det skulle kunna finnas information som inte har offentliggjort för marknaden.⁶⁴ Därav finns det ett ytterligare behov utöver informationsgivningen, att förhindra sådan handel som grundas på icke tillgänglig information. Detta behov bemöts exempelvis av reglerna om insiderinformation och förbudet mot insiderhandel.⁶⁵ Det bör tilläggas här att viss informationsasymmetri alltid kommer finnas och att det i viss mån är väsentligt att så är fallet. En följd av att det finns olika investerare med olika information och uppfattning skapar förutsättningar för en kontinuerlig handel genom att olika investerare kommer

⁵⁹ För en utförlig beskrivning om de mänskliga faktorerna samverkar med de yttre faktorerna på den finansiella marknaden och i samspel med varandra bidrar de till volatiliteten i aktiepriser. Författarna förklarar även att fluktuationer i aktiepriser är oförutsägbara och de beror på den impulsiva, subjektiva och oförutsedda naturen av mänskligt beteende, se Adler och Adler (1984).

⁶⁰ Broneus och Sattin, (2022), s. 26 f.

⁶¹ Sevenius och Örtengren (red.) (2021). s. 30.

⁶² Myrdal, (2023) s. 22.

⁶³ Broneus och Sattin, (2022), s. 29.

⁶⁴ Se skäl 23 i MAR.

⁶⁵ Det har dock framförts argument om att insiderhandel borde vara tillåtet eftersom personer med insiderinformation har bättre möjligheter att värdera aktien och när de då handlar i aktien med beaktande av insiderinformationen kommer marknadspriset i slutändan vara mer verklighetsbaserat. Detta synsätt har inte vunnit framgång i rådande reglering eftersom det inte anses önskvärt att personer med insiderinformation ska få göra sin vinning till nackdel för ovetande markandsdeltagare som i stället går med förlust, se skälen till MAR.

värdera olika aktier olika.⁶⁶ Om alla alltid hade precis samma information skulle troligen likviditeten i marknaden minska eftersom marknads prissättning, i teorin, skulle bli mycket precis vilket skulle medföra minskade möjligheter för investerare att göra goda investeringar.⁶⁷

2.4 Informationsasymmetriers effekt på aktiemarknaden

För att utveckla det ovan avseende informationsasymmetrier på aktiemarknaden, kan inspiration tas från den så kallade *citron-teorin*⁶⁸ som används för att påvisa hur en marknad fungerar mindre effektivt eller inte alls om deltagarna på marknaden misstänker att de inte har tillgång till tillräckligt mycket och relevant information. Citron-teorin exemplifieras med en hypotetisk marknad där varorna som handlas delas in i fyra kategorier, nya varor som kan vara bra eller dåliga, samt begagnade varor som också kan vara bra eller dåliga. Bland dessa finns en grupp som kallas citroner som består av de dåliga varorna, nya och gamla. Premissen är att citronerna är svåra för köparen att identifiera och att de inte säljs som just citroner utan som varor. När köparen väl har köpt en vara, ovetandes om det är en bra vara eller en citron, kan denne undersöka och utvärdera vilken typ av vara det är. När köparen har bildat sig en uppfattning om varan och väljer att sälja den vidare har hen nu ett informationsövertag. Innehavaren av varan vet om det är en citron eller inte. De potentiella andrahandsköparna förstår att säljaren troligen vet om det är en citron eller inte och inser att de själva inte kan vara säkra på om det är en citron. Därav kommer viljan att köpa varor på marknaden i fråga att minska eftersom köparna riskerar att köpa en citron. I den mån det fortfarande finns villiga köpare kommer de troligen inte vara villiga att betala ett pris som helt motsvarar värdet på en bra vara. Om efterfrågan endast finns för varor som är prissatta under värdet för en bra vara kommer säljarna inte vilja sälja sina bra varor på marknaden. Vilket i förlängningen leder till att handeln på marknaden endast kommer bestå av citroner och inga bra varor eftersom de skulle säljas utanför marknaden där de kan få ett bättre pris. Vid denna punkt kan det resultera i att handeln på marknaden helt upphör eftersom ingen vill köpa citroner.⁶⁹ Något som denna teori tydliggör är att den fundamentala grundstenen för en fungerande marknad är den frivilliga transaktionen. Att parterna behöver uppleva att det råder rättvisa förutsättningar samt att det därmed är skadligt för marknaden med en alltför stor informationsasymmetri.

Om citron-teorins resonemang tillämpas på aktiemarknaden skulle det medföra att varorna är utbytta mot aktier och att citron-begreppets innebörd blir de aktier vars bolag har någon form av ”dolt fel” som motiverar en lägre värdering. Om investerarna upplever att säljarna agerar, eller i vart fall kanske agerar, med ett kraftigt informationsövertag kommer de inte vara villiga att prissätta eventuellt bra aktier fullt ut eftersom de då riskerar att köpa en citron-aktie. Investerarna kommer alltså räkna in en riskpremie i sin värdering av aktierna vilket är rättfärdigat för citron-aktierna, men medför att

⁶⁶ Mishkin och Eakins, (2024) s. 338 ff.

⁶⁷ Eklund, (2025) s. 138.

⁶⁸ Se Akerlof, (1970).

⁶⁹ Akerlof, (1970), s. 488 ff.

de bra aktierna säljs till underpris. Av den anledningen kommer de bra bolagen och deras ägare att vilja plocka bort de bra bolagen från aktiemarknaden för att kunna få en bättre och mer rättvisande värdering. Slutsценariot är som ovan nämnt en aktiemarknad med bara dåliga aktier. Aktier med hög risk kopplat till dolda fel hos bolaget och en dåligt fungerande aktiemarknad som i sin tur bidrar till en ytterligare högre riskbild till följd av minskad likviditet genom ett minskat utbud och efterfrågan.⁷⁰

Problemet som belyses här är att ett icke-begränsat missbruk av informationsövertag i förlängningen leder till ett avgörande marknadsmisslyckande. En logisk förlängning av den slutsatsen är att något behöver förändras för att säkerställa att den faktiska aktiemarknaden inte utvecklas på det sätt som den hypotetiska citron-marknaden.

De förändringar som har implementerats för att skydda aktiemarknaden från marknadsmisslyckandet som härstammar från informationsasymmetrin är främst genom informationsgivningsregler samt regler som begränsar hanteringen och utnyttjande av viss information som inte har delgetts aktiemarknaden. Viss informationsasymmetri måste dock tillåtas dels för att det är ofrånkomligt, dels för att uppmuntra informationsinsamling och analys. Således är det inte den hypotetiska investeraren som inte lyckas ta till sig/fullt prisa in, den offentliggjorda prispåverkande informationen, skyddsvärd ur ett lagstiftningsperspektiv.⁷¹

2.5 Den aktiemarknadsrättsliga regleringens förhållande till marknadsmisslyckanden

Som konstaterats ovan kan informationsasymmetrier på aktiemarknaden minskas genom att de börsnoterade bolagen offentliggör all information som är av relevans för investeringsbeslut.⁷² Det ligger också i bolagens intresse att hålla aktiemarknaden informerad för att värderingen av bolaget ska bli rättvisande och återspeglas i en stadig aktiekurs.⁷³ Vidare är aktiemarknadsregleringen som nämnt spretig i att det finns reglering på flertalet nivåer. Regleringen har en inbördes hierarkisk ordning där EU-regleringen står högst och självregleringen tillsammans med marknadspraxis står lägst. Det bör dock noteras att regelverket lägre i hierarkin är bredare och det som praktikerna hänvisar till som mest avgörande för det faktiska handlandet på och kring aktiemarknaden.⁷⁴ Detta synsätt stämmer överens med nationalekonomisk teori, där det förespråkas att marknadspraxis och självreglering är de effektivaste alternativen för reglering av aktiemarknaden. Ny reglering i form av lagstiftning anses först bli aktuell när marknaden misslyckas med självregleringen.⁷⁵ En del av resonemanget bakom är att det krävs en insikt och acceptans av en majoritet av aktiemarknadens aktörer, att något utgör ett marknadsmisslyckande och att den rådande ordningen behöver ändras. Utan denna acceptans skulle den nya regleringen troligen inte få den önskade effekten då efterföljden riskerar att vara låg med motiveringen att det är en *onödig reglering*. Tanken kan sammanfattas med

⁷⁰ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 29 f.

⁷¹ Hansen, (2012) *The hammer and the saw*. s. 3 f. och SOU 2006:50 s. 141.

⁷² Härkönen, (2013). s. 78 f.

⁷³ Se intervju med Catharina Paulcén.

⁷⁴ Se avsnitt 3.1.2.

⁷⁵ Härkönen, (2013). s. 78.

uttrycket *if it isn't broken, don't try to fix it*, eftersom aktiemarknadens aktörer ständigt strävar efter en alltmer likvid och effektiv aktiemarknad. Det är alltså när det uppstår ett marknadsmisslyckande som skadar eller riskerar att skada effektiviteten eller likviditeten som reglering krävs och accepteras.⁷⁶ Att detta historiskt, har varit ett framträdande skäl till reglering på aktiemarknadens område är till synes ostridigt och därmed skulle ett identifierat marknadsmisslyckande rimligtvis antyda att reglering behövs.⁷⁷ En fråga av relevans för uppsatsen, som återkommer senare, är sålunda huruvida analytikermessage kan anses utgöra ett marknadsmisslyckande.

Även om analytikermessage skulle anses utgöra ett marknadsmisslyckande, torde det krävas att regleringen motiveras utifrån ett eller flera av tre huvudsakliga samhällsintressen.⁷⁸ Dessa är, i lagstiftarens utpekade prioriteringsordning, systemskyddsintresset följt av konsumentskyddsintresset och sist effektivitetsintresset.⁷⁹ Även om det är olika intressen i grunden, kan det konstateras att de i viss del överlappar varandra.

Att systemskyddsintresset är det viktigaste enligt lagstiftaren förefaller vara rimligt med hänsyn till att ett marknadsmisslyckande som leder till ett sammanbrott av någon del av det finansiella systemet riskerar att få långvariga och kostsamma effekter för hela samhället. Ytterligare en faktor som föranleder att systemskyddsintresset är viktigast är att det finansiella systemet har starka inneboende smittoeffekter. Det vill säga att olika delar av det finansiella systemet är så pass nära kopplade att en kris inom en del av systemet enkelt kan fortplanta sig till en annan del. Således riskerar en systemkris att bli självförstärkande genom att krisen föder nya kriser.⁸⁰ Den sektor som har identifierats som mest kritisk ur ett systemrisk-/skyddsperspektiv är banksektorn och banksektorn har i en allt större grad kommit att bli beroende av, och integrerad i värdepappersmarknaderna.⁸¹ Den främsta av vilka, som nämnts ovan, är aktiemarknaden.

Konsumentskyddsintresset motiverar en viss särreglering eftersom finansiella tjänster är väsentliga i den privata ekonomin samt att det i stor utsträckning förekommer informationsproblem som främst drabbar konsumenterna.⁸² Att det förekommer informationsasymmetrier på aktiemarknaden är i sig inte tillräckligt för att motivera ny reglering ur ett konsumentskyddsperspektiv men det kan vara en indikation på ett vidare informationsproblem.⁸³ Likt som för bankerna, har värdepappersmarknaderna kommit att bli viktigare för konsumenterna till följd av flera aspekter, exempelvis ett ökat privat pensionssparande samt mer fördelaktiga sparformer så som ISK.⁸⁴ Utöver informationsproblem har även intressekonflikter identifierats som ett motiv till reglering ur ett

⁷⁶ Prop 2004/05:142 s. 40.

⁷⁷ Se Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 73 f., Härkönen, (2013), s. 78 ff., prop. 2004/05:142, s. 40, samt SOU 2006:50 s. 140 f.

⁷⁸ SOU 2006:50 s. 142.

⁷⁹ SOU 2006:50 s. 124 ff.

⁸⁰ Se de ovan nämnda finanskriserna och SOU 2006:50 s. 142.

⁸¹ SOU 2006:50 s. 143.

⁸² SOU 2006:50 s. 146.

⁸³ SOU 2006:50 s. 146.

⁸⁴ SCB (2024) Finansräkenskaperna fjärde kvartalet.

konsumentskyddssyfte.⁸⁵ Intressekonflikternas främsta problematik är att konsolideringen av finansbranschen har resulterat i att många finansiella aktörer är verksamma på många olika områden, i olika roller.⁸⁶ Detta kan vara en möjliggörande faktor till ett utnyttjande av konsumenternas informationsunderläge eftersom de finansiella aktörernas intresse kan vara motstridigt deras kunder.⁸⁷ Till detta måste beaktas att majoriteten av konsumenterna som är aktiva på aktiemarknaden saknar en omfattande kunskap och är till väldigt stor del beroende av de finansiella aktörernas tjänster.⁸⁸ Vidare har förekomsten av intressekonflikter varit ett framstående motiv för reglering på finansmarknaden.⁸⁹ Av särskilt intresse för uppsatsen är att analytikerrollen lyfts fram som behäftad med ”en rad inneboende konflikter”, mer om detta nedan.⁹⁰

Konsumentskyddet på aktiemarknaden är även relevant ur systemrisk- och effektivitetsperspektiv. Om investerare känner sig otrygga eller systematiskt utnyttjade medför det en risk att konsumenterna väljer bort aktiemarknaden. Om så sker riskerar det att begränsa effektiviteten på aktiemarknaden och om tillräckligt stor andel lämnar i samma skede riskerar det att skada stabiliteten vilket kan innebära en systemrisk.⁹¹

Den regleringsmodell som bäst balanserar konsumentskydd med en rimlig regulatorisk börda för emittenter och finansiella aktörer anses vara en modell som bygger på ökad transparens.⁹² Även med ökad transparens finns det dock skäl till försiktighet då allt för kraftiga transparensökande åtgärder riskerar att hämma konkurrensen mellan och utvecklingen av de finansiella aktörerna vilket i förlängningen kan vara skadligt för marknaden.⁹³

Effektivitetsintresset inom det finansiella systemet avser informationseffektivitet, likviditet, systemeffektivitet och dynamisk effektivitet.⁹⁴ Av dessa är informationseffektiviteten och likviditeten av störst intresse för uppsatsen eftersom informationsgivningen är en centralaspekt av uppsatsens ämne och likviditeten utgör ett kraftigt incitament för informationsgivningen, se nedan avsnitt 3.1.1.⁹⁵

Informationseffektivitet handlar om den effektiva prissättningen på marknaderna. För att prissättningen ska bli effektiv behöver, som nämnts ovan, all relevant information om värdepappers

⁸⁵ SOU 2006:50 s. s. 148.

⁸⁶ Detta lyfts fram som en nackdel ur ett konsumentskyddsintresse men samtidigt medför konsolideringen effektivitets- och skalfördelar, se nedan 3.2.8.

⁸⁷ Exempelvis kan en bank erbjuda finansiell rådgivning till kunder där de rekommenderar vilka aktier som kunden borde investera i. Samtidigt som banken har en annan avdelning som aktivt handlar med aktier. Banken kan alltså gynnas av att de kan ”styra” sina kunders investeringar så att det gynnar bankens handel med aktier.

⁸⁸ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 271 f. och SOU 2006:50 s. 141.

⁸⁹ SOU 2006:50 s. 148 ff.

⁹⁰ SOU 2006:50 s. 150.

⁹¹ SOU 2006:50 s. 146.

⁹² SOU 2006:50 s. 151.

⁹³ Exempelvis skulle konkurrensen skadas om professionella aktörer var tvungna att öppet redogöra för alla deras positioner och transaktioner. Vidare är det inte otänkbart att de finansiella aktörerna skulle vända sig någon annan stans för att öka sin konkurrensförmåga gentemot sina konkurrenter. Vilket skulle kunna leda till att bolag i större utsträckning väljer att inte börsnotera sig.

⁹⁴ SOU 2006:50 s.151.

⁹⁵ Systemeffektiviteten avser främst utnyttjande av skalfördelar och automatisering medan den dynamiska effektiviteten avser ett främjande av konkurrens och motverkande av monopoltendenser, se SOU 2006:50 s. 154 f.

fundamentala värde, vara tillgängligt för marknaden på lika villkor. Genom en kontinuerlig effektiv prissättning blir priset på aktien en bärare av den för marknaden tidigare kända informationen som en investerare kan utgå ifrån för att fatta goda investeringsbeslut baserat på ny information som delges marknaden. Likviditeten sänker i sin tur risken för handeln genom att det finns god tillgång till villiga köpare och säljare vilket i sin tur attraherar fler investerare, som innebär en ökad handel och därigenom en effektivare prissättning.⁹⁶

Huruvida fenomenet analytikermessage utgör ett marknadsmisslyckande och hur det förhåller till dessa samhällsintressen behandlas senare i uppsatsen.⁹⁷

2.6 ”Förtroendet för aktiemarknaden”

Förtroendet är något som återkommande lyfts fram som en central förutsättning för aktiemarknadens och finansmarknadernas funktion. Med stöd av bland annat svenska förarbeten och propositioner samt skälen till MAR, framträder tydliga teman om hur förtroende skapar stabilitet, främjar investeringar och säkerställer marknaden integritet. Följande tre aspekter har lyfts fram som väsentliga för att säkerställa förtroende:⁹⁸

1. **Transparens:** Skyldighet för bolag att offentliggöra kurspåverkande information förhindrar utnyttjande av informationsasymmetrier. Vidare möjliggör offentliggjord information att investerare kan fatta välgrundade investeringsbeslut.⁹⁹
2. **Likabehandling:** Förbud mot insiderhandel och selektiv informationsspridning visar att missbruk av informationsövertag inte accepteras. Vilket leder till en känsla av rättvisa genom att alla aktörer på aktiemarknaden har samma spelregler vilket är förtroendeingivande.¹⁰⁰
3. **Institutionellt ansvarsutkrävande:** Finansinspektionens och börsernas tillsynsroll visar att det finns tydliga regler som är kopplade till sanktioner som kan verkställas mot aktörer som bryter mot reglerna. En säkerställd regelefterlevnad skapar trygghet för investerare vilket ökar förtroendet.¹⁰¹

Nedan redovisas de viktigaste aspekterna av sambandet mellan förtroende och aktiemarknadens effektivitet samt ekonomiska effekter av ett högt förtroende.

2.6.1 Förtroende som grund för marknaden effektivitet

Enligt propositionen om marknadsmissbruk är förtroende avgörande för att investerare ska delta aktivt på marknaden. Utan tilltro till systemets rättvisa och transparens minskar handelsvolymerna, vilket leder till sämre prissättning och ökad volatilitet.¹⁰² Utredningen om en ny lag på

⁹⁶ Eklund, (2025) s. 137 f.

⁹⁷ Se avsnitt 5.

⁹⁸ Prop. 2004/05:142 s. 32 ff. och SOU 2006:50 s. 167 ff.

⁹⁹ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 30.

¹⁰⁰ Broneus och Sattin, (2022) s. 32.

¹⁰¹ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 31 f.

¹⁰² Se Prop. 2004/05:142 s. 39 f. och 159.

värdepappersmarknaden betonar att en välreglerad marknad med tydliga spelregler skapar en effektiv och likvid marknad där investerare kan lita på att deras intressen skyddas.¹⁰³ Denna princip återfinns även i propositionen till lagen om värdepappersmarknaden, som stipulerar att börser måste bedriva verksamhet "hederligt och rättvist" för att upprätthålla allmänhetens förtroende.¹⁰⁴

Finansinspektionen konstaterar i en rapport från mars 2017, att förtroendekriser kan leda till att seriösa aktörer lämnar marknaden vilket kan utgöra ett "marknadsmisslyckande" eftersom väsentliga tjänster inte längre finns tillgängliga.¹⁰⁵ Under finanskrisen 2008 fick vi ett smakprov på hur bristande förtroende för banker skapade likviditetsproblem som under krisen hotade hela systemet.¹⁰⁶ Riksbanken noterade i sin stabilitetsrapport från 2017 att förtroende är en grundförutsättning för att det finansiella systemet ska kunna utföra sina tre huvudfunktioner: betalningsförmedling, kapitalallokering och riskhantering samt att de finansiella systemet är väldigt känsligt för spridningseffekter om en förtroendekris skulle uppstå.¹⁰⁷

Avseende konsumentskyddsintresset utgör informationsasymmetrier en central utmaning, där oerfarna investerares förtroende riskerar att undermineras av komplexa produkter eller otillräcklig informationsgivning.¹⁰⁸ Finansinspektionens konsumentskyddsramverk från 2024 betonar att "ett gott konsumentskydd" är en förutsättning för att skapa långsiktigt förtroende för det finansiella systemet.¹⁰⁹

2.6.2 Förtroendets ekonomiska konsekvenser

Särskilt viktigt för det finansiella systemet är såklart de ekonomiska konsekvenserna, som vilka det har konstaterats att ett högt förtroende korrelerar med. Nedan följer en kort beskrivning av potentiella ekonomiska effekter av ett högt förtroende:

- **Lägre riskpremier på aktiemarknaden:** Genom att minska investerarnas upplevda osäkerhet kring både marknadens funktion och enskilda bolags informationsgivning. När investerare har förtroende för att marknaden är rättvis, transparent och att regler efterlevs, upplever de en lägre risk att bli utsatta för oväntade förluster eller informationsasymmetrier. Detta gör att de inte kräver lika hög kompensation (riskpremie) för att investera i aktier i stället för säkrare tillgångar.¹¹⁰
- **Minskad kapitalflykt under kriser:** Förtroende minskar kapitalflykt under kriser genom att investerare och insättare känner sig trygga med att deras tillgångar är säkra och att marknaden eller banksystemet kommer att fungera även i osäkra tider. När förtroendet är högt, är

¹⁰³ SOU 2006:50 s. 291.

¹⁰⁴ Prop. 2006/07:115 s. 266 f.

¹⁰⁵ Finansinspektionen, (2017) Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden, s. 6.

¹⁰⁶ Prop. 2008/09:61 s. 19.

¹⁰⁷ Riksbanken, (2017) *Finansiell stabilitet 2017:2*, s. 4.

¹⁰⁸ SOU 2006:50 s. 146 ff.

¹⁰⁹ Finansinspektionen, (2024) Finansinspektionens konsumentskyddsarbete, s. 7.

¹¹⁰ Prop. 2008/09:61 s. 20 f.

investerare mindre benägna att snabbt sälja av tillgångar eller flytta kapital till andra marknader eller säkra hamnar, vilket bidrar till att stabilisera det finansiella systemet och mildra krisens effekter.¹¹¹

- **Ökat deltagande av småsparare aktieplaceringar:** Genom att förtroendet skapar trygghet och minskar den upplevda risken med att investera på aktiemarknaden, ökar småsparares benägenhet att placera sitt kapital i aktier.¹¹²

Sammanfattningsvis kan följande konstateras angående förtroendet för aktiemarknaden. Även om den spontana uppfattningen kan ge sken om det, framhävs det i mångfaldiga utredningar att förtroende inte är en abstrakt värdering, utan en funktionell nödvändighet. Om dessa ekonomiska aspekter beaktas och ses ur ett längre perspektiv framgår det som tydligt att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden är otroligt viktigt och att ett bristande förtroende kan kosta samhället otroligt mycket pengar. Detta understryker behovet av kontinuerlig utvärdering av potentiella förtroendskadliga företeelser samt regulatorisk förnyelse och effektiv tillsyn för att upprätthålla den kritiska förtroendegraden.

3 Snävare kontext av informationsgivning och analytikersamtal

Enligt Dagens Industri var värdet av den genomsnittliga dagliga aktiehandeln på Nasdaq Stockholm 18,3 miljarder (18 300 000 000) SEK/dag och det genomsnittliga antalet transaktioner var drygt 412 000 per dag, eller drygt 13 transaktioner á drygt 44 000 SEK per sekund.¹¹³ Det är denna kontinuerliga handel som utgör aktiemarknadens likviditet. Likviditeten är beroende av att det finns en hög nivå av förtroende till marknaden samt till att alla anonyma aktörer agerar på samma informationsbas som finns tillgänglig för envar. Förklaringen är att en person med tillgängligt kapital som hen vill investera för att få avkastning, kommer att välja att investera på något annat sätt än aktier om hen har misstankar om att säljaren har information som inte finns tillgänglig för investeraren att basera sitt beslut på.¹¹⁴

3.1 Informationsgivning på aktiemarknaden och aktörernas incitament

Om syftet med informationsgivningsreglerna på aktiemarknaden skulle beskrivas med en mening kan den lyda som följande. Informationsgivningsregleringen ska säkerställa investerarskyddet utan att medföra en regelbörda som innebär alltför stora transaktionskostnader. Inom säkerställandet av investerarskyddet ryms flera aspekter. Däribland att begränsa informationsasymmetrier, att bibehålla förtroendet för marknaden samt att skapa effektiva marknader med priser som fungerar som bärare

¹¹¹ SOU 2013:6 s. 21 f.

¹¹² Prop. 2008/09:61 s. 25.

¹¹³ Nyhetsbyrån Direkt, (2025) Handeln på Stockholmsbörsen minskade 2024 – fler noteringar

¹¹⁴ Eklund, (2025) s. 130.

av information.¹¹⁵ En del som har identifierats som särskilt väsentlig för att uppnå sagda effekter är att det krävs en rimlig nivå av transparens.¹¹⁶

För att förstå incitamenten på aktiemarknaden måste det beaktas att aktiemarknaden är en social konstruktion, vilket innebär att dess existens, funktion och utformning är beroende av mänskliga överenskommelser, relationer, förväntningar och beteenden. Det finns inte någon naturlag eller några objektiva skäl till aktiemarknaden existens. Således påverkas marknaden av psykologi, kultur och samhällsförändringar på ett sätt som är typiskt för socialt skapade fenomen. Som tidigare nämnt är prisbildningen på marknaden av yttersta vikt och även den påverkas av psykologiska faktorer. Faktorer som gör att prisbildningen på aktiemarknaden inte alltid följer de matematiska och logiska ekonomiska teorierna. Därav speglar inte alltid prisbildningen all tillgänglig information på ett korrekt och snabbt sätt, vilket är en av grundstenarna för en effektiv marknad.

3.1.1 Incitamenten hos staten

Statens engagemang i att främja god informationsgivning på aktiemarknaden grundas i flera samhällsekonomiska, juridiska och sociala motiv. Som nämndes ovan, finns det reella risker för finansiella kriser och förebyggandet av sådana kriser utgör statens främsta incitament eftersom en allvarlig finansiell kris riskerar att få ödesdigra konsekvenser.¹¹⁷ För att förebygga systemrisker inom aktiemarknaden är det viktigt att marknaden förblir effektiv samtidigt som en stabil reglering skapar transparens och legitimitet.¹¹⁸

Genom att säkerställa transparens och rättvisa villkor skapas förutsättningar för en effektiv kapitalallokering, ökad tillväxt och skydd för enskilda sparare. En transparent aktiemarknad minskar transaktionskostnader och främjar effektiv prissättning av värdepapper.¹¹⁹ Enligt MAR är syftet att säkerställa allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden genom att motverka insiderhandel och marknadsmanipulation. När företag regelbundet offentliggör tillförlitlig information underlättas korrekt värdering av aktier, vilket lockar både inhemska och internationella investerare.¹²⁰

Som nämndes ovan är ett annat av statens huvudincitament att säkerställa legitimitet. Detta åstadkommer staten genom att beakta olika skyddsintressen och genom att beivra missbruk. Ett kritiskt skyddsintresse som aktualiseras här är att skydda privatsparare från informationsasymmetri. Finansinspektionen framhåller att informationen måste nå alla marknadsaktörer samtidigt för att undvika att vissa grupper, såsom institutionella aktörer, får orättvis fördel.¹²¹

Sammanfattningsvis kan det konstateras att statens främsta intresse är att aktiemarken ska vara effektiv och att den ska åtnjuta ett högt förtroende. Förtroendebehovet, har medfört att dagens

¹¹⁵ Härkönen (2013), s. 86.

¹¹⁶ SOU 2006:50 s. 151.

¹¹⁷ Se avsnitt 2.3.

¹¹⁸ SOU 2006:50 s. 142 f.

¹¹⁹ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 27 samt SOU 2006:50 s. 151.

¹²⁰ Art. 1 MAR.

¹²¹ Finansinspektionen, (2025) *Insiderinformation*.

aktiemarknader är kraftigt reglerade för att förhindra missbruk i form av exempelvis insiderhandel, kursmanipulering med mera. Det kan beskrivas som olika typer av agerande där en part gör en otillåtet bra affär baserat på informationsasymmetri. Vidare finns det även omfattande reglering som avser att säkra investerarskyddet samt att skapa en stabilitet på aktiemarknaderna.¹²²

3.1.2 Incitamenten hos de börsnoterade bolagen

Incitamentet från de börsnoterade bolagens sida är att en tydligt förmedlad bild av bolaget kommer att resultera i en jämn och rättvisande värdering, som i förlängningen ökar bolagets möjligheter att ta in kapital genom emission av aktier samt genom att bolagets kreditvärdighet ökar. Därför är arbetet med IR avgörande för att stödja ett börsnoterat bolag, kommunikation samt hantering av förväntningar och kapitalstruktur, särskilt med tanke på det tryck som råder från finansmarknaderna.¹²³

Varför väljer då bolag att notera sina aktier på en aktiemarknad som är så kraftigt reglerad? Jo för att det även finns många fördelar såklart. Två av de främsta anledningarna torde dock vara att det först och främst möjliggör för bolaget att öka sin tillväxt genom att det underlättar kapitalanskaffning. Den andra aspekten som lockar med att notera bolagets aktier är att det kraftigt förenklar ägarbyten av aktierna eftersom de nuvarande ägarna kan sälja precis så många aktier som de önskar i den kontinuerliga handeln på den öppna marknaden.¹²⁴

Kapitalanskaffningen är väsentlig för att bolaget ska kunna realisera sitt mest grundläggande syfte som är att bereda aktieägarna med vinst på sin investering.¹²⁵ Detta uppnås generellt sett genom att bolaget förvaltar det investerade kapitalet på ett effektivt sätt genom att producera varor eller tillhandahålla tjänster vilket genererar ett positivt kassaflöde. Kassaflödet kan användas för att bereda aktieägarna en direktavkastning genom att vinsten delas ut direkt, vilket är en kortsiktig realisering av bolagets syfte. Mer attraktivt, och därav vanligare, är dock att hela eller majoriteten av vinsten återinvesteras i bolaget för att bolaget ska växa vilket möjliggör större framtida vinster, som således är en mer långsiktig strategi för att förverkliga bolagets syfte. Tillväxtstrategin är så pass gynnsam och eftertraktad att många bolag väljer att aktivt ta in mer kapital på olika sätt för att låta detta kapital bistå kassaflödet för att växa bolaget och den framtida vinsten. Därav är det av yttersta vikt att bolaget får tillgång till det nya kapitalet så billigt som möjligt för att den tilltänkta tillväxten inte ska gå förlorad till följd av höga kapitalanskaffningskostnader.¹²⁶

¹²² Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 34.

¹²³ Se intervju med Catharina Paulcén.

¹²⁴ Med undantag för vissa fall där handeln är begränsad av exempelvis innehavande av insiderinformation.

¹²⁵ Det som uttrycks här är den aktiebolagsrättsligt centrala vinstprincipen som uttrycks i 3 kap. 3 § ABL, se även Eklund och Sattin, (2021) s. 32.

¹²⁶ Eklund och Sattin, (2021) s. 145.

3.1.3 Incitamenten hos investerarna

Investerarnas incitament avseende informationsgivning härstammar från investerarnas mest grundläggande incitament som är att investeringen ska generera maximal avkastning med en minimal risk att förlora investeringen.¹²⁷ För att lyckas med detta behöver investerare göra goda investeringar och undvika dåliga investeringar. Hur investerare väljer sina investeringar varierar mycket och det kan bli lyckat att låta slumpen styra. Det föreligger dock en generell uppfattning om att förutsättningarna för att göra goda investeringar ökar dock om investeraren vet vad det är hen investerar i. Därav behöver investerarna information. Ur ett teoretiskt perspektiv borde beslutet bli som bäst när så mycket information som möjligt ligger till grund.¹²⁸ Detta är dock inte fallet för majoriteten av investerare. Anledningen är att det finns för mycket information tillgänglig. Information som investerare inte har förmågan att beakta på ett produktivt sätt för sina värderingar av aktier. Av den ofantliga mängden information är det viss information som är av särskild vikt vid värderingen av bolag och naturligtvis är merparten av informationen av liten vikt.¹²⁹

Således är investerarnas intresse av informationsgivning att informationen som presenteras ska vara tillräckligt omfattande för att inget viktigt ska utelämnas, kondenserad till den grad att det inte förekommer för mycket oväsentligt och paketerat på ett sätt som gör det enkelt att förstå.¹³⁰

För att bolaget och investerarna ska få ut de positiva aspekterna av noteringen krävs dock att det finns ett förtroende för marknaden i allmänhet och ett förtroende för bolaget i synnerhet. Förtroendet till marknaden skapas främst genom ett effektivt och utförligt regelverk som säkerställer en rättvis handel genom att förebygga olika typer av missbruk samt ett kraftfullt sanktionssystem för de överträdelser som sker. Av naturliga skäl bygger förtroendet till bolaget i större utsträckning på bolagets egna agerande och ansvarstagande. Det krävs att bolaget aktivt och transparent kommunicerar med marknaden och förmedlar en representativ bild av bolagets utveckling vilket skapar ett förtroende investerarna. Utan detta riskerar valet att notera bolagets aktier att bli kostsamt i form av att ledningen kommer behöva spendera mycket tid på regelefterlevnad och kommunikation till marknaden samt att en notering faktiskt har direkta kostnader. Vidare riskerar bolaget att marknaden värderar bolagets aktier lågt vilket öppnar upp bolaget för en ofördelaktig uppköpsituation utöver att bolaget riskerar att tappa kapitalanskaffningsfördelarna med noteringen till följd av bristen på förtroende.¹³¹

Börsen har alltid varit och är fortfarande ett socialt sammanhang. Den sociala aspekten har förvisso minskat en del till följd av att börsen har övergått till ett digitalt format med anonymiserad handel men de absolut viktigaste aktörerna är fortsatt människor. Det är människor som köper och säljer och

¹²⁷ Eklund och Sattin, (2021) s. 32.

¹²⁸ Broneus och Sattin, (2022) s. 28 f.

¹²⁹ Broneus och Sattin, (2022) s. 26.

¹³⁰ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 45 f.

¹³¹ Eklund och Sattin, (2021) s. 440.

deras beslut är naturligtvis kraftigt påverkade av mänskligt beteende och känslor.¹³² Detta understryker ytterligare väsentligheten av förtroendet för marknaden och belyser faktumet att det inte nödvändigtvis är rimliga eller logiska faktorer som avgör. Det kan vara tillräckligt att det finns en befogad oro för att en negativ reaktion ska utlösas och likt andra flockdjur, finns det en risk att någon eller några dras med i rörelsen som i sin tur skrämmer fler och inom kort skenar hela flocken vilket, i finansmarknadens fall, skulle innebära en börs kollaps med enorma samhällsekonomiska konsekvenser.¹³³

Ytterligare en aspekt av förtroende är att när det väl är sargat så är det ofta svårt att återställa och vägen tillbaka till förtroendet krattas generellt av kraftfulla åtgärder och tid för att bevisa att förtroendet återigen är förtjänat. I kontrast kan en proaktiv handling förebygga att förtroendet blir allt för sargat genom att vidta välavvägda åtgärder. Detta kan skapa känslan av att problemet ändå tas på allvar och att åtgärden som vidtagits är ett steg i rätt riktning.¹³⁴

3.1.4 Incitamenten hos analytikerna

Analytikerna har kommit att inneha en central roll på de finansiella marknaderna och inte minst på aktiemarknaden. Behovet av analytiker härstammar från det faktum att investerare inte har förmågan eller möjligheten att ta in och värdera all tillgänglig information.¹³⁵ En faktor som bara växer i dagens samhälle där det finns nästintill oändligt mycket information tillgängligt för alla hela tiden. Med ett sådant informationsöverflöd behöver investerare generellt sett hjälp med tolkning av informationen och värdering av enskilda bolag. Sammanfattat kan analytikernas arbete beskrivas som analyserade av olika faktorer för att på en mer avancerad och träffsäker nivå, värdera bolag och deras aktier. Inte bara idag utan även uppskattningar om bolagens framtida värdering. För att detta ska vara möjligt är analytikerna ofta experter på en specifik bransch eller sektor där de har en omfattande kunskap och förståelse.¹³⁶

Den mest väsentliga informationen delges genom bolagens offentliga uttalanden i exempelvis web-sändningar eller som pressmeddelanden samt genom finansiella rapporter som förmedlas via börser. Det är dock inte den enda informationen om bolagen som cirkulerar utan media och så kallade *sell-side*-analytiker bevakar och undersöker ständigt bolagen för att så fort det går sprida den information som de hittar.¹³⁷ Idag försöker många analytiker använda sig av olika sätt för att sammanställa offentlig, icke-offentlig och även icke-väsentlig information om ett bolag för att fastställa en värdering som går utöver den ”vanliga” värderingen på bolaget. Målet är alltså att titta

¹³² Värt att beakta här är att en allt större del av handeln sker av indexfonder och liknande algoritmstyrda handelsprogram, alltså där det inte direkt är människor som genomför transaktionerna. Dock är dessa program skapade av människor. Detta ligger utanför uppsatsen och lämnas därför utan vidare hantering.

¹³³ Adler och Adler (1984) s. 84 f.

¹³⁴ Kristensson Ugglå, Reuter och Wijkström, (2012) s. 187 ff.

¹³⁵ Om att den information som är tillgänglig för investerare, oftast är otillräcklig och svår att tolka och därför kräver den en dechiffriering, se Zuckerman, (1999) s. 1409 f.

¹³⁶ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 61 f.

¹³⁷ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 15.

på information som andra investerare tittar på för att kunna skapa en mer träffsäker prognostiserad värdering av bolaget i framtiden. De två mest etablerade tillvägagångssätten är *mosaikteorin*¹³⁸ och *scuttlebutt-metoden*^{139, 140}. Mosaikteorin och scuttlebutt-metodiken är båda tillvägagångssätt som används av investerare och i större utsträckning analytiker, för att samla in och analysera information om företag, men de skiljer sig åt i metodik och fokus. Både mosaikteorin och scuttlebutt-metodiken har fått kritik, särskilt kring deras praktiska tillämpning och juridiska gränsdragning.¹⁴¹

Det är dock viktigt att understryka att även om dessa metoder har både professionell och teoretisk relevans, har de även kritiserats. Kritiken mot båda metoderna handlar främst om risken för att oavsiktligt eller avsiktligt använda insiderinformation, svårigheten att dra tydliga juridiska gränser, samt metodernas subjektivitet och brist på transparens. Detta har medfört att de i vissa fall har använts felaktigt som försvar när misstankar har uppstått kring otillåten informationsgivning. Det kan exempelvis vara situationer där analytiker tagit emot och handlat på icke-offentliggjord insiderinformation men hänvisar till att analytikern är en expert som tillämpar avancerade teorier eller metoder. Teorier eller metoder som, teoretiskt sett, skulle kunna förklara att analytikern ”självständigt” dragit slutsatser som råkar motsvara den icke-offentliggjorda insiderinformationen.¹⁴²

3.1.5 Reglerna om informationsgivning på aktiemarknaden

För att tillgodose aktiemarknadens transparensbehov finns det reglering om de noterade bolagens informationsgivning i olika former och situationer. Den första svenska regleringen genom lagstiftning om bolags informationsgivning tillkom under slutet av 70-talet, trots att aktiebolag och handel med bolagens aktier hade pågått i mer än hundra år.¹⁴³ Den första regleringen på området var lag (1979:749) om Stockholms fondbörs där det stadgades krav på kontinuerligt offentliggörande av upplysningar om verksamheten. Även om det inte specificerades tydligare än så i lagtexten framgick det från förarbetena att informationsgivningen inkluderade årsredovisningar delårsrapporter och

¹³⁸ Mosaikteorin bygger på att kombinera många olika typer av information – både offentlig, icke-offentlig och icke-väsentlig – för att skapa en helhetsbild av ett företag och dess framtida värde. Informationen kan komma från en mängd olika källor, exempelvis årsredovisningar, branschrapporter, samtal med leverantörer och kunder, och observationer av företagets verksamhet. Syftet är att "lägga pusslet" (mosaik) och därigenom få en informationsfördel utan att använda insiderinformation. Metoden betonar analysen av fragmenterad data från flera håll för att dra egna slutsatser om företagets potential. Se Corvin, *What is Mosaic Theory?*.

¹³⁹ Scuttlebutt-metodiken fokuserar mer på att samla in kvalitativ information genom direktkontakt med personer som har insyn i företagets verksamhet, till exempel anställda, kunder, leverantörer och konkurrenter. Metoden innebär ofta intervjuer, samtal och nätverkande för att få en djupare förståelse för företagets styrkor, svagheter och marknadsposition. Ursprungligen populariserad av investeraren Philip Fisher. Betonar värdet av "grävande" research och personliga kontakter snarare än att sammanställa många små informationsfragment. Se Wolinsky, (2024) *A Modern Approach to Phil Fisher's Scuttlebutt Investing*.

¹⁴⁰ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 15.

¹⁴¹ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 16 f.

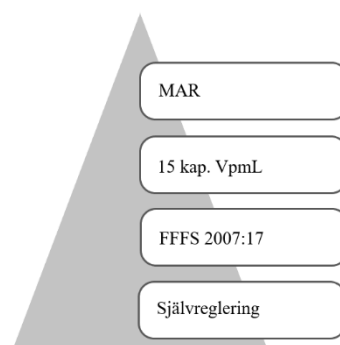
¹⁴² Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 15.

¹⁴³ Härkönen (2013) s. 86 f.

prospekt för emissioner.¹⁴⁴ Det är i stora drag samma typ av information som dagens regelverk kräver att de noterade bolagen offentliggör.

För att underlätta orienteringen inom regleringen kring marknadsinformation och informationsgivning kan en indelning göras av periodisk informationsgivning, informationsgivning i särskilda fall och offentliggörande av insiderinformation. Den periodiska informationsgivningen gäller främst för återkommande marknadsinformation som exempelvis kvartalsrapporter och årsredovisning. Informationsgivningen i särskilda fall regleras främst i emittentregelverken och anger exempelvis att och hur ett bolag ska informera om ett VD-byte. Till regleringen om informationsgivning i särskilda fall kan även inkluderas prospektregleringen som görs gällande vid ett IPO eller nyemission av aktier. Offentliggörandet av insiderinformation är informationsgivning som styrs direkt av MAR och syftar till att harmonisera hanteringen av särskilt kurspåverkande information.¹⁴⁵

En aspekt som måste beaktas när regleringen för informationsgivning ska granskas är att det finns en hierarki inom regleringen samt att viss reglering är mer central än annan. Figuren till höger är en illustration över regelhierarkin som gäller av regleringarna om informationsgivning. Figuren illustrerar även de mer faktiska förhållandena mellan de olika regleringarna eftersom desto lägre i hierarkin, desto bredare blir regleringarna. Överst, vilket indikerar att den är mest central men också att den trumfar de följande regleringarna om det skulle uppstå konflikt, finns marknadsmissbruksförordningen. MAR är dessutom en EU-förordning vilket medför att den är direkt tillämplig i medlemsstaterna.¹⁴⁶ Vidare medför det att nationell reglering ska tolkas i ljuset av MAR och i enlighet med EU-domstolens praxis samt i den mån det inte är möjligt med en EU-konform tolkning, ska den nationella regleringen bortses ifrån.¹⁴⁷ Under MAR i figuren återfinns 15 kap. VpmL som är vissa lagstadgade krav på informationsgivning, dock inte av materiellt intresse för uppsatsen. Under lagen i finner vi myndighetsföreskrifter och längst ner i hierarkin står självregleringen. Det som avses att belysas här är inte de faktiska innehållet i regleringarna utan just hierarkin, regleringarna sinsemellan. Denna hierarki är inte unik för informationsgivningen, eller ens aktiemarknadsrätten, men det som är viktigt att ta med sig härifrån är de faktum att de nedre stående regleringarna utvidgar, fyller ut och kompletterar de överordnade regelverken. Detta i kombination med att den inbördes hierarkin endast gör sig gällande om



¹⁴⁴ Härkönen (2013) s. 86 f.

¹⁴⁵ Broneus och Sattin, (2022), s. 78 f.

¹⁴⁶ Art. 288 FEUF.

¹⁴⁷ Detta bland annat av omfattande praxis från EU-domstolen, se exempelvis Simmenthal-målet och Marleasing-målet.

regelverken skall stå i strid med varandra, medför att det i praktiken kan vara just självregleringen som är den mest avgörande regleringen.¹⁴⁸

Som framgår ovan är det en omfattande och utspridd reglering som görs gällande för börsbolagens informationsgivning. En indelning av regleringen kan göras i två kategorier, reglerna med civilrättsliga aspekter som reglerar de noterade bolagen och reglerna med offentligrättsliga aspekter som reglerar marknadsplatserna och deras upphovsmän.¹⁴⁹ Kategorisering kan bistå förståelsen eftersom olika tolkningsprinciper och tillämpningsmetoder tillämpas inom civilrättsliga respektive offentligrättsliga situationer. Medan den civilrättsliga tolkningsmetoden präglas av ändamålsargumentation, begränsas den offentligrättsliga av större krav på rättssäkerhet med ett mer begränsat argumentationsutrymme som resultat.¹⁵⁰

Utöver att regleringen är utspridd, gäller inte alla regler och regleringar för samtliga bolag. I ABL finns det allmänna regler som gäller för samtliga aktiebolag men det finns även specifika regler som bara är tillämpliga på *publika aktiebolag*¹⁵¹ eller *noterade bolag*¹⁵². Det materiella innehållet i ABL samt de olika reglerna för privata och publika aktiebolag är inte av allmänt direkt intresse för uppsatsen men det visar ytterligare på komplexiteten av reglerna som gäller för bolag. Den svenska regleringen av aktiemarknaden kännetecknas dessutom av ett system där den offentliga regleringen kombineras med ett omfattande inslag av självreglering. Exempelvis har de olika marknadsplatserna egna regleringar som kallas emittentregelverk, som bolagen kontraktuellt förbinder sig att följa genom noteringsavtalen som de skriver under när de ansöker om upptagande till handel. Emittentregelverken hänvisar även till och kräver (avtalsrättsligt) att emittenterna följer *god sed* på aktiemarknaden.¹⁵³

¹⁴⁸ Se exempelvis intervjun med Peter där han beskriver självreglering som särskilt avgörande.

¹⁴⁹ Den civilrättsliga kategorin har i litteraturen kallats för aktiemarknadsrättslig och den offentligrättsliga för börsrättslig, se Eklund & Sattin (2021) s. 410 ff. Denna uppdelning visar på en relevant distinktion mellan olika regler inom de olika regleringarna. Det finns dock ingen tydlig uppdelning mellan de olika kategorierna och därav tjänar det inte uppsatsen att i någon vidare mån utveckla detta resonemang.

¹⁵⁰ Eklund & Sattin (2021). s. 411 f.

¹⁵¹ I aktiebolagslagen görs det skillnad på publika och privata aktiebolag. För uppsatsens vidkommande kan denna distinktion bortses från eftersom det endast är publika aktiebolag som kan ansöka om att få sina aktier upptagna till handel på aktiemarknaden.

¹⁵² Noterade bolag avser, i lagens mening, endast de bolag som är noterade på en reglerad marknad och inte de bolag som är *listade* på en MTF-plattform. Här kan det dock uppstå en viss terminologisk förvirring då både reglerade marknader och MTF-plattformar gemensamt benämns som aktiemarknaden. För uppsatsens vidkommande avses, i enlighet med uppsatsens avgränsning, de noterade bolagen på reglerade marknader även om det samma kan vara gällande för MTF-plattformar och de där listade bolagen.

¹⁵³ Se Nasdaq Main Market Rulebook 1.3.1. samt Supplement D, där det stadgas att emittenter ska betala en "självregleringsavgift" till Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Se även artikel 7 i NGM Main Regulated Rulebook.

3.1.5.1 *Självregleringen och god sed på den svenska aktiemarknaden*

Självregleringen är precis som namnet antyder, reglering som är utformad av aktörerna på marknaden.¹⁵⁴ Den främsta drivkraften till utformningen och efterlevnaden av självregleringen är att aktörerna som är verksamma på aktiemarknaden också är beroende av att marknaden är effektiv och pålitlig, för att möjliggöra sina investeringar och sin finansiering.¹⁵⁵ Att reglerna inte tillkommer genom ordinarie lagstiftningsprocess skapar bättre förutsättningar att reglerna ska vara väl anpassade efter de faktiska behoven och förutsättningarna som föreligger på marknaden. Vidare är en naturlig följd av att regelverket är väl anpassat efter behov och förutsättningar, att efterterlevnaden blir högre eftersom förståelsen för regleringen är högre. Ytterligare en styrka med självregleringen är att den, jämfört med lagstiftning, är mycket snabbare och flexibel vilket skapar förutsättningar till effektiva anpassningar till rådande marknadsförutsättningar. Denna egenskap hos självregleringen har dock föranlett en viss kritik då det har ansetts att självregleringens flexibilitet och möjlighet till snabb förändring borde använts i en större utsträckning för att leda vägen till en bättre reglering på aktiemarknaden i allmänhet.¹⁵⁶

EU:s växande reglering på finansmarknadens område har medfört att Sverige har behövt göra vissa ändringar avseende självregleringen.¹⁵⁷ Exempelvis kan nämnas hur Takeover-regleringen som tidigare utgjordes av ”fristående” självreglering genom NBK:s takeover-regler, vilka inte var tvingande, men utgjorde god sed.¹⁵⁸ Till följd av Takeover-direktivet¹⁵⁹ har offentliga uppköpserbjudanden i stället blivit pseudo-lagreglerad genom att grundläggande bestämmelser nu finns i lag samt att det har stadgats lagkrav på att följa självregleringen¹⁶⁰ avseende offentliga uppköpserbjudanden.¹⁶¹

Med god sed på aktiemarknaden avses den för tillfället rådande uppfattningen om hur börsnoterade bolag bör agera i olika situationer. God sed är ett komplext utslag av de normer och principer som följer av officiell reglering och självreglering som behövs för att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden och aktiemarknadens effektivitet, transparens och integritet. Källorna till god sed är många. Framstående källor, utöver de officiella rättskällorna,¹⁶² är emittentregelverken och

¹⁵⁴ Att det är ”aktörerna på marknaden” är en sanning med viss modifikation. Självklart är det inte faktiska marknadsaktörer som gemene-Janne, Bolag X eller Bank Y som ansvarar för och utvecklar självregleringen utan det görs av olika branschorganisationer, särskilda nämnder och föreningar bildade av företrädare för det svenska näringslivet som därmed har nära koppling till aktiemarknaden, se Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s 86.

¹⁵⁵ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 84.

¹⁵⁶ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 88.

¹⁵⁷ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s. 85.

¹⁵⁸ Prop. 2005/06:140 s. 37.

¹⁵⁹ Direktiv 2004/25/EG

¹⁶⁰ Aktiemarknadsnämndens självregleringskommitténs takeover-regler är inkorporerade i emittentregelverken genom hänvisning, se exempelvis Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Supplement D punkt 33.

¹⁶¹ Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, innehåller grundläggande bestämmelser och 13 kap 8 § lag VpmL, ställer krav på marknadsplatserna att ha regler om offentliga uppköpserbjudanden.

¹⁶² Med de officiella rättskällorna avses här lagstiftning med förarbeten, rättspraxis från olika instanser samt juridisk doktrin, se Nääv och Zamboni (2018) s. 21.

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden och dess fem sakorgan; Aktiemarknadsnämnden¹⁶³; Kollegiet för svensk bolagsstyrning¹⁶⁴; Aktiemarknadens självregleringskommitté¹⁶⁵; Nämnden för svensk redovisningstillsyn¹⁶⁶; och Rådet för hållbarhets- och finansiell rapportering¹⁶⁷.¹⁶⁸ Dessa organ utformar och tolkar regler som kompletterar lagstiftningen, gör uttalanden, lämnar vägledning och informerar om den svenska aktiemarknaden. Utöver ovan nämnda källor till god sed bör även andra *branschgemensamma riktlinjer*¹⁶⁹ samt *komparativa inslag*¹⁷⁰ nämnas. Sist men inte minst bör inverkan av tillsynsmyndigheterna finansinspektionen och ESMA på god sed belysas. Myndigheternas roll är komplementär men ändå central för god sed på aktiemarknaden. Både utfärdar bindande reglering, Finansinspektionen i form av föreskrifter och ESMA i form av tekniska standarder. Vidare utfärdar båda två icke-bindande men vägledande, allmänna råd respektive riktlinjer. Slutligen utövar både Finansinspektionen och ESMA direkt tillsyn.¹⁷¹

Finansinspektionen och ESMA utgör en två-nivåmodell där Finansinspektionen agerar som den lokala verkställaren av både nationella och EU-baserade normer, medan ESMA säkerställer pan-europeisk harmonisering. Genom sanktionsmakt, regelutveckling och samarbete i forum som EECS skapar de en dynamisk regleringsmiljö som balanserar flexibilitet och standardisering.

Sammanfattningsvis kan konstateras att god sed är djupt integrerad och väldigt central för den svenska aktiemarknaden samt att dess förekomst möjliggör en flexibilitet som inte hade varit möjlig att uppnå genom traditionell reglering. God sed på den svenska aktiemarknaden formas genom en symbios mellan självreglering, lagstiftning, börsregler och internationella influenser. Den dynamiska

¹⁶³ Aktiemarknadsnämnden har fått ett delegerat ansvar från Finansinspektionen att uttala sig om frågor som rör offentliga uppköpserbjudanden. Dessutom bidrar nämnden till god sed genom rådgivning, information och uttalanden. Se vidare på nämndens hemsida <https://www.aktiemarknadsnamnden.se/>

¹⁶⁴ Kollegiet för svensk bolagsstyrning ansvarar för och ger ut *Svensk kod för bolagsstyrning* (Koden) som är en självregleringssamling. Koden kompletterar lagstiftningen och anger normer för vad som anses vara god bolagsstyrning i svenska börsnoterade bolag, se vidare på kollegiets hemsida <https://www.bolagsstyrning.se/>. En intressant aspekt av Koden är att den bygger på en princip om *följ eller förklara* alltså att börsnoterade bolag ska följa reglerna som stadgas i Koden eller informera när och motivera varför de inte följer reglerna, se Kodens första del, andra punkten.

¹⁶⁵ Aktiemarknadens självregleringskommitté är ett normgivande organ som främjar god sed genom att utfärda regler, verka för kunskap om aktiemarknaden. Se vidare på kommitténs hemsida <https://regelkommitten.se/>

¹⁶⁶ Nämnden för svensk redovisningstillsyn har fått ett delegerat ansvar från Finansinspektionen att granska regelbunden finansiell information som börsbolagen är skyldiga att lämna. Se vidare på nämndens hemsida <https://redovisningstillsyn.se/>

¹⁶⁷ Rådet för hållbarhets- och finansiell rapportering utarbetar och publicerar rekommendationer och uttalanden om finansiell rapportering. Se vidare på rådets hemsida <https://radetforrapportering.se/>

¹⁶⁸ Se vidare på Föreningen för god sed på värdepappersmarknadens hemsida <https://godsed.se/>

¹⁶⁹ Exempelvis kan Sveriges Finansanalytikers Förening nämnas som ger ut rekommendationer. Se vidare på SFF:s hemsida <https://www.finansanalytiker.se/>

¹⁷⁰ Flexibiliteten i självregleringen tillåter alltså användningen av mer alternativa källor och därav används komparativa aspekter lite mer frikostigt. Exempelvis tas relativt stor vägledning från den engelska Takeover Code med tillhörande Takeover Panel. Vilket förvisso inte är konstigt med tanke på att den svenska Takeover-regleringen i princip är en kopia av den engelska, se Stattin, (2020) s. 293.

¹⁷¹ Finansinspektionen utövar sin tillsyn på den svenska marknaden och tillsammans med ESMA vid gränsöverskridande transaktioner. Dessutom utövar ESMA tillsyn över vissa systemviktiga institut, se Finansinspektionen, (2025) *ESMA*.

interaktionen mellan dessa källor skapar ett adaptivt system som balanserar juridisk bindkraft med branschens behov av flexibilitet.

3.1.5.2 *Självregleringen kring informationsgivning*

Den svenska aktiemarknadens långa tradition av självreglering vid sidan av lagstiftning, gäller även för informationsgivning från noterade bolag. Självregleringen kompletterar lagarna och syftar till att upprätthålla god sed, effektivitet och förtroende på marknaden.

Centrala former av självreglering kring informationsgivning är emittentregelverken och *börsernas disciplinnämnder*¹⁷² samt Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Bolag som är noterade på en svensk börs är bundna av särskilda noteringsavtal och börsens emittentregelverk. Dessa regler ställer krav på löpande och rättvis informationsgivning till marknaden.¹⁷³

Aktiemarknadsnämnden är ett självreglerande organ som tolkar och utvecklar god sed på aktiemarknaden, inklusive frågor om informationsgivning. Nämndens uttalanden fungerar som vägledning för marknadsaktörer och kompletterar lagstiftningen. Särskilt kan nämnas att nämnden har gett betydande vägledning avseende selektiv informationsgivning, där icke-offentliggjord, kurspåverkande information lämnas ut på ett sätt som medför att informationen inte kommer hela marknaden till handa samtidigt. Utgångspunkten är att selektiv informationsgivning är förbjuden eftersom det föranleder informationsasymmetrier, vilket ovan konstaterades riskerar aktiemarknadens integritet och effektivitet. Detta uttrycks på ett förtjänstfullt sätt i citatet:

”We believe that the practice of selective disclosure leads to a loss of investor confidence in the integrity of our capital markets. Investors who see a security’s price change dramatically and only later are given access to the information responsible for that move rightly question whether they are on a level playing field with market insiders.”

Därav kan vi konstatera att en aktiemarknad med kontinuerligt likvärdig information hos samtliga investerare, tveklöst kommer höja förtroendet för marknaden. Dock måste det beaktas att informerandet av marknaden medför kostnader för bolagen samt att det i vissa situationer kan vara nödvändigt med viss selektiv informationsgivning.¹⁷⁵ Ett exempel där selektiv informationsgivning tillåts i viss mån är vid due diligence-undersökningar i samband med offentliga uppköpserbjudanden.¹⁷⁶ Denna bedömning reflekterar en balansgång mellan olika motstående intressen på aktiemarknaden, där den ekonomiska nyttan av att tillåta vissa affärsmässiga verksamheter kan väga tyngre än de potentiella riskerna för marknaden integritet. Genom

¹⁷² Börserna (de reglerade marknaderna) är enligt VpML skyldiga att ha en disciplinnämnd, som består av två lagfarna och erfarna domare samt minst tre till ledamöter. I skrivande stund består Nasdaq Stockholms disciplinnämnd av inte mindre än fyra nuvarande eller tidigare justitieråd (Marianne Lundius, Petter Asp, Johan Danelius och Erik Sjöman).

¹⁷³ Se avsnitt 3 i Nasdaq rulebook.

¹⁷⁴ Härkönen (2013), s. 156 med vidare hänvisning till SEC (The United States Securities and Exchange Commission).

¹⁷⁵ Härkönen (2013), s. 156 f.

¹⁷⁶ Sevenius och Örtengren (red.), (2021) s. 343.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden framgår bland annat att due diligence-processen kräver ett visst utbyte av konfidentiell information för att kunna genomföras, samtidigt som det finns skyddsmekanismer mot missbruk. Exempelvis måste målbolaget explicit informera budgivaren om att mottagen information medför insiderstatus för budgivaren. Vidare ska endast information som är nödvändig för transaktionen delas och budgivaren ska förbinda sig att respektera insiderreglering och takeover-regleringen, som därmed inkluderar åtaganden att följa god sed och Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Slutligen ska informationen senare offentliggöras till marknaden i sin helhet.¹⁷⁷

Börsernas disciplinnämnder bevakar emittenternas agerande, inklusive deras informationsgivning och därmed är disciplinnämndernas praxis en del av självregleringen på området. Disciplinnämnden har som huvudsaklig uppgift att pröva ärenden som börserna överlämnar åt nämnden som rör emittenters misstänkta överträdelser av börsens regelverk. Själva bevakningen och utredningen görs alltså inte av disciplinnämnden utan nämndens arbete kan närmast liknas med en domstolsliknande prövning genom en tvåpartsprövning med möjlighet till muntlig förhandling.¹⁷⁸ Disciplinnämnden har möjligheten att, för emittenter som brutit mot regelverket, utdöma sanktioner i form av varning, vite eller avnotering.¹⁷⁹ Vitesbeloppet varierar kraftigt då det dels beror på den specifika emittentens årsavgift och dels på överträdelserna där det kan utgå vitesbelopp om en till femton årsavgifter. Årsavgiften beror på emittentens marknadsvärde. Den lägsta årsavgiften för Nasdaq Stockholm Main Market är 260 000 SEK och den högsta är 3 200 000 SEK.¹⁸⁰ Detta innebär att disciplinnämnden kan utdöma ett vite om maximalt 48 miljoner SEK.¹⁸¹

Sedan MAR:s tillkomst har även disciplinnämndens praxis kommit att ge vägledning avseende tolkningen av vad som ska anses utgöra insiderinformation, detta kommer dock inte undersökas närmare eftersom uppsatsen inte avser att avgöra vad som utgör insiderinformation eller inte.

Sammanfattningsvis kan sägas att självregleringen på den svenska aktiemarknaden avseende informationsgivning utgörs främst av noteringsavtalen, börsernas egna regler, praxis från börsernas disciplinnämnder och Aktiemarknadsnämndens uttalanden och rekommendationer. Återkommande är att principen om god sed på aktiemarknaden ska respekteras. Självregleringen kompletterar alltså även för informationsgivningen lagstiftningen och avser att säkerställa att informationsgivningen på marknaden är transparent, rättvis och anpassad till marknads behov.

¹⁷⁷ Sjöman och Skog, (2021) s. 133 ff.

¹⁷⁸ Sevenius och Örtengren (red.), (2021) s. 255 f.

¹⁷⁹ Nasdaq's regelverk, supplement D, punkt 34.

¹⁸⁰ Nasdaq, (2025) Main Market Equity Issuers on Nasdaq Stockholm (Prices in SEK exclusive of VAT).

¹⁸¹ De vitesbelopp som börserna dömer ut, tillfaller också börserna (som är ett privatägt bolag). Nasdaq Stockholm, Helsingfors och Köpenhamn har dock valt att inte behålla vitespengarna utan de överförs till stiftelser som främjar vetenskap om värdepappersmarknaden. Vilket får effekten att regelöverträdarna straffas genom att de tvingas bidra till utvecklingen av värdepappersmarknaden. Se Sevenius och Örtengren (red.), (2021) s. 254 och 257.

3.1.5.3 *EU:s Lamfalussymodell och likheterna med svensk aktiemarknadsreglering*

Lamfalussymodellen utgör en central komponent i EU:s finansiella regleringsmiljö och har flera intressanta paralleller med den svenska aktiemarknadsregleringen. Modellen är uppkallad efter Alexandre Lamfalussy, som var ordförande för ”*The Committee of Wise Men*” som var den EU-rådgivningskommitté som producerade Lamfalussyrapporten.¹⁸² Syftet med rapporten var att utveckla ett sätt att effektivisera regelprocessen för finansiella tjänster och göra den snabbare och mer flexibel i en tid då finansmarknaderna genomgick snabb förändring. Modellen som introducerades 2001 delar upp regleringen i fyra distinkta nivåer.

- **Nivå 1:** Ramlagstiftning. På denna nivå antar Europaparlamentet och Rådet grundläggande ramlagstiftning i form av direktiv eller förordningar genom det traditionella medbestämmandeförfarandet. Dessa rättsakter fastställer grundprinciperna och målen för regleringen. Lamfalussyrapporten rekommenderade att denna nivå endast skulle användas för att fastställa övergripande principer och ramar, eftersom processen är komplex och tidskrävande.¹⁸³ De regleringar på första nivån som är av särskild vikt för uppsatsen är MAR och ESMA-förordningen.
- **Nivå 2:** Tekniska genomförandeåtgärder. På andra nivån kan EU-kommissionen, efter delegation i nivå 1 rättsakten, anta, anpassa och uppdatera tekniska genomförandeåtgärder med hjälp av expertkommittéer bestående av representanter från EU-länderna. Detta möjliggör för rådet och parlamentet att fokusera på de grundläggande politiska besluten, medan tekniska detaljer kan utarbetas senare av kommissionen.¹⁸⁴ Här kan kommissionens genomförandedirektiv till MAR nämnas, det är dock inte särskilt intressant för uppsatsens ämne.¹⁸⁵
- **Nivå 3:** Tillsynssamarbete och riktlinjer. På tredje nivån samarbetar nationella tillsynsmyndigheter för att säkerställa konsekvent implementering och tolkning av nivå 1- och 2-regler genom att utfärda riktlinjer och rekommendationer. Europeiska tillsynsmyndigheter som ESMA (för värdepappersmarknaden) spelar en central roll på denna nivå.¹⁸⁶ Utgångspunkten är att ESMA:s riktlinjer och rekommendationer inte är bindande. Dock framgår det i ESMA-förordningen att det finns en skyldighet ”att med alla tillgängliga medel söka följa” riktlinjerna och rekommendationerna.¹⁸⁷ Vidare gör även

¹⁸² Wise Men Report, (2001) s. 6.

¹⁸³ Wise Men Report, (2001) s. 22 ff.

¹⁸⁴ Wise Men Report, (2001) s. 28 ff.

¹⁸⁵ Kommissionens genomförandedirektiv (EU) 2015/2392 av den 17 december 2015 om Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller rapportering till behöriga myndigheter av faktiska eller potentiella överträdelse av den förordningen. Direktivet har implementerats i Sverige genom en kombination av lagstiftning och myndighetsföreskrifter. Implementeringen fokuserar på att säkerställa effektiva rapporteringsmekanismer och skydd för visseblåsare

¹⁸⁶ Wise Men Report, (2001) s. 37 ff.

¹⁸⁷ Art 16.3 ESMA-förordningen.

ESMA uttalanden om vissa frågor som rör värdepappersmarknaden. Ett sådant uttalande är av särskilt intresse för uppsatsen och det behandlas därför utförligare under avsnitt 3.3.

- **Nivå 4:** Efterlevnad och tillsyn. På den fjärde nivån ska kommissionen säkerställa att EU:s regler korrekt genomförs i medlemsstaterna och efterlevs av nationella myndigheter. Detta inkluderar övervakning och möjlighet att vidta rättsliga åtgärder mot medlemsstater som inte uppfyller sina skyldigheter.¹⁸⁸

Som nämnts ovan har den svenska modellen för reglering av aktiemarknadsregleringen traditionellt präglats av en stark tradition av självreglering, där branschorgan kompletterar det offentliga regelverket. I detta står flera likheter mellan den svenska aktiemarknadsregleringen och Lamfalussymodellen:

- (i) Både Lamfalussymodellen och det svenska regelverket använder en hierarkisk struktur där grundläggande principer fastställs i lag, medan mer detaljerade regler utvecklas på lägre nivåer.
- (ii) Både Lamfalussymodellen och den svenska regleringen kombinerar bindande regler med icke-bindande riktlinjer.¹⁸⁹
- (iii) Lamfalussymodellen betonar experternas roll i utvecklingen av detaljerade regler.¹⁹⁰ På ett liknande sätt involverar Sveriges självregleringsmodell experter från olika områden som samarbetar kring utformning av regelverk och standarder, vilket ger god förankring och efterlevnad.¹⁹¹
- (iv) Lamfalussymodellen förlitar sig på delegerat ansvar till nationella tillsynsmyndigheter för att säkerställa konsekvent implementering och i Sverige har Finansinspektionen delegerat vissa myndighetsuppgifter till självregleringsorgan som Aktiemarknadsnämnden och Nämnden för svensk redovisningstillsyn.
- (v) En av självregleringens stora fördelar i Sverige är att den är flexibel och snabbt kan utvecklas och anpassas till förändringar, vilket också var huvudsyftet med Lamfalussymodellen på EU-nivå.¹⁹²

Lamfalussymodellen och den svenska regleringen av aktiemarknaden uppvisar alltså betydande likheter i struktur, funktion och principer. Båda systemen kombinerar bindande lagstiftning med mer flexibla regler och riktlinjer, involverar expertis i utvecklingen av detaljregler, och delegerar vissa tillsynsuppgifter.

¹⁸⁸ Wise Men Report, (2001) s. 40 f.

¹⁸⁹ I Lamfalussymodellen är nivå 1 och 2 bindande, medan nivå 3 består av riktlinjer som är icke-bindande (men med en viss skyldighet att följa, se ovan om nivå 3) och i Sverige kombineras bindande lagar och myndighetsföreskrifter med icke-bindande rekommendationer från myndigheter och självreglering.

¹⁹⁰ Wise Men Report, (2001) s. 24 f.

¹⁹¹ Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, *Självregleringens roll på värdepappersmarknaden*.

¹⁹² Wise Men Report, (2001) s. 7.

3.1.6 Insiderinformation

Vad det gäller informationsgivning kan regleringen om insiderinformation beskrivas som den reguljära utgångspunkten eftersom den är ständigt aktuell med konsekvenser och effekter som måste beaktas.

EU:s marknadsmissbruksförordning (MAR) utgör ett centralt regelverk för att säkerställa marknadens integritet och skydda investerare genom att reglera hanteringen av insiderinformation.¹⁹³ Regelverket förbjuder insiderhandel, obehörigt röjande av insiderinformation och marknadsmissbruk. För börsnoterade bolag är förståelsen av vilken information som utgör insiderinformation avgörande för att kunna efterleva regelverket, detta gäller särskilt i sammanhang som analytikersamtal där risken för selektiv informationsspridning är påtaglig.¹⁹⁴ MAR-reglerna är även den främsta aspekten som intervjurespondenterna identifierar som den aspekt som i dagsläget till störst grad förhindrar analytikermassage i dagsläget.¹⁹⁵

Som många andra lagstiftningsprodukter på EU-nivå är det inte alltid självklart vad som menas och avses. MAR har sedan före sin implementering, kritiserats för att vara överkomplicerad.¹⁹⁶ Vad som utgör insiderinformation är alltså helt centralt för regelverket och stadgas i artikel 7. Hur insiderinformation ska hanteras och offentliggörandeskyldigheten som avser att förhindra missbruken som nämndes ovan, följer av artikel 17. Artikel 7 lyder som följande: ”*Information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, [s]annolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument.*” Det är således fyra kumulativa rekvisit som har föranlett hyllmeter av underlag i form av böcker, artiklar, utredningar och rättsfall.¹⁹⁷ Därav följer nedan endast en kortare beskrivning av de olika rekvisiten i artikel 7, efterföljt av en grundläggande genomgång av artikel 17.

3.1.6.1 **Information av specifik natur**

Det första rekvisitetet anger att informationen måste vara av "specifik natur". Som hjälp till bedömningen av vilken information som ska anses vara av specifik natur finns det en hjälpregel i artikel 7(2) första meningen att ”... *information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på*

¹⁹³ MAD II och Lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden, är också centrala regelverk för den straffrättsliga aspekten av marknadsmissbruks-regleringen.

¹⁹⁴ Mer om analytikersamtal under avsnitt 3.2.

¹⁹⁵ Se samtliga intervjuer.

¹⁹⁶ Se Broneus och Sattin s. 20 f. samt Hansen, *The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, Nordic and European Company Law Working Paper No. 10-35.

¹⁹⁷ Se Schmauch, (2018) s. 88 ff., Broneus och Sattin, (2022) s. 34 ff., Myrdal (2023) s. 26 ff., Hansen, (2017) *Market Abuse Case Law* s. 381 ff., Moloney, (2016) s. 717 ff. samt Sjöman, (2019) s. 882 ff.

priserna på finansiella instrument ... ". I praxis från EU-domstolen samt i litteratur på området har det här identifierats två kumulativa kriterier som är understruken ovan. Det första kriteriet är att informationen måste röra en händelse eller omständigheter som har inträffat/föreligger eller som rimligtvis kan förväntas inträffa/komma att föreligga. Det andra kriteriet är att informationen måste vara tillräckligt tydlig för att det ska vara möjligt att konstatera en kurspåverkande effekt. Bedömningen av kriterierna prövas genom ett *reasonable expectation test*¹⁹⁸ samt ett *specificity test*¹⁹⁹.²⁰⁰ Det första testet medför enligt EU-domstolen att det krävs att det föreligger *realistic prospects* eller *faktiska utsikter* för att omständigheterna eller händelsen förverkligas.²⁰¹ Vad som å andra sidan utgör *faktiska utsikter* eller inte tvistar de lärde om. Vissa hävdar att det måste vara mer sannolikt än inte att händelsen eller omständigheterna ska infalla, det vill säga mer än 50%. Samtidigt finns de andra menar att en utgångspunkt i statistisk sannolikhet för en framtida händelse är olämplig.²⁰² Det andra testet medför enligt EU-domstolen, att informationen anses vara tillräckligt specifik om omständigheterna eller händelsen kommer medföra påverkan på priset.²⁰³ Vidare konstaterade domstolen att det inte krävs att det går att förutse om kurspåverkan kommer vara positiv eller negativ.²⁰⁴

Således innebär det att informationen ska gälla omständigheter eller en händelse, som det föreligger faktiska utsikter för att det kan förverkligas. Samt att omständigheterna/händelsen måste vara tillräckligt precis för att möjliggöra att en investerare kan dra slutsatser om att informationen kommer medföra en inverkan på priserna på det finansiella instrumentet. Av detta följer att information av allmän eller vag karaktär som inte tillåter sådana slutsatser, inte heller uppfyller specifik natur-rekvisitet.²⁰⁵

En tänkbar följd av att rekvisitet specifik natur är så pass diffust är att när information förmedlas i dialogform, som vid analytikersamtal, kan informationen som isolerat sett inte är av specifik natur sammantaget ge analytikern en bild som blir tillräckligt specifik för att uppfylla rekvisitet. Exempelvis är det tänkbart att detaljer om produktutveckling, orderingång eller marginalutveckling som individuellt inte är tillräckligt specifika tillsammans skapa en informationsbild som uppfyller rekvisitet om specifik natur och därmed utgöra insiderinformation. Bolagsrepresentanter bör därför beakta den kumulativa effekten av informationen som delas.

¹⁹⁸ Se Geltl-målet.

¹⁹⁹ Se Lafonta-målet.

²⁰⁰ Schmauch, (2018) s. 88 f. och Kalss, Oppitz, Torggler, Winner, (2021) s. 68 ff. och Hansen, (2017) *Issuers' duty*, s. 27-28.

²⁰¹ Geltl-målet s. 9.

²⁰² Se Kalss, Oppitz, Torggler, Winner, (2021) s. 68. och Hansen, *Say When?*. S. 18 f.

²⁰³ Lafonta-målet s. 7.

²⁰⁴ Lafonta-målet s. 7.

²⁰⁵ Detta konstaterade även domstolen i Lafonta-målet s. 7.

3.1.6.2 *Informationen har inte offentliggjorts*

Det andra rekvisitet kräver att informationen inte har offentliggjorts. Information som är allmänt tillgänglig på ett sätt som ger hela marknaden möjlighet att, ta del av och bedöma den, utgör inte insiderinformation. Syftet med detta rekvisit är att säkerställa att alla har tillgång till samma information på marknaden.

Den relevanta aspekten är därmed var gränsen går för när information anses vara offentliggjord. Här kan det konstateras att information i vart fall är att anses som offentliggjord när bolaget har informerat allmänheten om insiderinformationen genom *de formella informationsgivningsreglerna*²⁰⁶ i enlighet med artikel 17 i MAR.²⁰⁷ Syftet med regleringen är att den relevanta informationen om bolaget ska kommuniceras till hela marknaden samtidigt, på ett effektivt och tydligt sätt och att förhindra marknadsmissbruk. Ett krav på formell informationsgivning överensstämmer därav med syftena genom att det uppmuntrar emittenter att följa de formella tillvägagångssätten (effektivt, tydligt och till alla). Med den underförstådda följden att ett agerande på informationen utan formellt informerande till marknaden, riskerar ett utgöra ett missbruk av informationen.²⁰⁸

3.1.6.3 *Direkt eller indirekt koppling till emittent eller finansiella instrument*

Det tredje rekvisitet kräver att informationen direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument. Detta rekvisit borde vara relativt oproblematiskt att fastställa men kan i vissa fall kräva bedömning av huruvida externa faktorer eller händelser har tillräcklig koppling till emittenten för att anses direkt eller indirekt beröra denne.²⁰⁹

3.1.6.4 *Väsentlig inverkan på priset*

Det fjärde och kanske mest komplexa rekvisitet är kravet på att informationen, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på de berörda finansiella instrumenten. Även för detta rekvisit finns det en hjälpregel. I artikel 7(4) står det att information ska anses ha en väsentlig inverkan på priset om det är ”*information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut*”. Detta brukar kallas ”the reasonable investor test”.²¹⁰ Det finns minst sagt en otrolig variation på investerare och de låter sig svårligen

²⁰⁶ Exempelvis, art. 17 MAR, art. 20 och 21 Öppenhetsdirektivet, 17 kap. VpmL samt 10 kap. i FFFS 2007:17.

²⁰⁷ Värt att notera här är dock att informationen i art. 17 endast avser insiderinformation vilket kan leda till ett cirkelresonemang då ett krav för att det ska utgöra insiderinformation är att informationen inte är offentliggjord insiderinformation. Artikeln ålägger även bara en emittent att informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten, vilket öppnar upp för frågan om information som indirekt rör emittenten. Dessa överväganden lämnas här utan vidare hantering.

²⁰⁸ Broneus och Sattin, (2022), s. 62 ff.

²⁰⁹ Notera här att även information som indirekt berör emittenten kan utgöra insiderinformation samtidigt som det inte träffas av kravet på offentliggörande då art. 17 endast gäller för insiderinformation som direkt berör emittenten.

²¹⁰ Se Kalss, Oppitz, Torggler, Winner, (2021) s. 217 f.

kategoriseras som rakt igenom förnuftiga eller icke-förnuftiga.²¹¹ Därav följer den fundamentala svårigheten i att avgöra vad den förnuftiga investeraren är intresserad av. Vidare är det inte endast investeraren som skiljer sig i olika situationer utan det som är av intresse kan variera kraftigt mellan olika emittenter beroende på faktorer som bolagets storlek, bransch och marknadsläge. Naturligtvis måste därför bedömningen därför göras i varje enskilt fall.

Med detta sagt är det i vart fall möjligt att konstatera att information som investerare generellt sett finner irrelevant för investeringsbeslut, troligen inte uppfyller kraven. Vilket även det bara ger teoretisk vägledning eftersom det troligen är helt ostridigt att uppenbart irrelevant information inte utgör insiderinformation.²¹²

En fråga som aktualiseras är om den förnuftiga investeraren bör representeras av någon form av genomsnittsinvesterare eller om det kanske är rimligare att utgå från att den förnuftiga investeraren är mer insatt och kunnig. Som exempel kan nämnas att analytiker ofta har väsentligt djupare förståelse för branscher och affärsmodeller än genomsnittliga investerare. Information som för en genomsnittlig investerare kanske inte framstår som kurspåverkande kan för en analytiker vara avgörande för bedömningen av bolagets värde. Detta komplicerar bedömningen av rekvisitet om väsentlig prisinverkan. Sett till syftet med rekvisitet och regleringen i stort, finns det kanske skäl att inta en försiktigare ståndpunkt genom att utgå från vad en extra insatt investerare skulle lägga vikt vid i sitt investeringsbeslut.²¹³

3.1.6.5 Offentliggörandekravet i artikel 17

Som nämnts ovan stadgas skyldigheten att offentliggöra insiderinformation i artikel 17 MAR. Det framgår av artikeln att ”[e]n emittent ska så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör den emittenten.” Genom offentliggörandet är tanken att de avgörande informationsasymmetrierna som insiderinformationen medför ska jämnas ut.²¹⁴ Men även i denna artikel lämnar ordalydelsen utrymme till funderingar. Exempelvis kan det ifrågasättas vad som menas med så snart som möjligt.²¹⁵ Viss ledning ges dock i artikelns nästa stycke där det framgår att offentliggörandet ska ge ”... allmänheten en snabb tillgång till informationen och möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning i rätt tid ...”. Genom detta kan ett kvalitetskrav utläsas eftersom allmänheten ska möjliggöras en fullständig och korrekt bedömning. Således måste offentliggöranden som på något sätt riskerar att vilseleda investerarna undvikas.²¹⁶

²¹¹ Som exempel kan här lyftas två väletablerade investeringstekniker, *fundamental analys* och *teknisk analys*. Fundamental analys fokuserar på det aktuella bolagets faktiska verksamhet, resultat och ekonomi. I kontrast baseras teknisk analys på aktiekursens utveckling, handelstrender och mönster (alltså hur handeln i aktien kommer gå framöver, oaktat bolaget som sådant).

²¹² Skäl 14 i MAR.

²¹³ Skäl 14 i MAR.

²¹⁴ Broneus och Sattin, (2022) s. 89 f.

²¹⁵ Broneus och Sattin, (2022) s. 94 f.

²¹⁶ Broneus och Sattin, (2022) s. 101 f.

Sammanfattningsvis är att det måste vara ett kvalitativt offentliggörande som ska ske så fort som informationens natur och omständigheterna i övrigt tillåter.

När ett bolag offentliggör insiderinformation ska de också vara tydliga med att bolaget har bedömt att informationen utgör insiderinformation och att informationen har offentliggjorts i enlighet med reglerna i MAR.²¹⁷ Detta brukar kallas en ”MAR-stämpel”. Ett vanligt problem är att bolag av försiktighetsskäl tenderar att överklassificera information som insiderinformation genom att MAR-stämpla pressmeddelanden även när informationen egentligen inte uppfyller rekvisiten för insiderinformation. Detta kan vara problematiskt eftersom det vilseleder marknaden om vilken information som faktiskt är väsentlig och förväntas ha en betydande påverkan på kursutvecklingen. Felaktig hantering av insiderinformation kan leda till sanktioner för bolaget och riskerar att skada förtroendet.²¹⁸

3.1.7 Periodisk informationsgivning

Generellt uttryck kan den periodiska informationsgivningen beskrivas som de börsnoterade bolagens informationsbas. Anledningen är att det är återkommande information som där jämförelser med viss enkelhet kan göras för en grundläggande förståelse för bolagets verksamhet i förhållande till tidigare offentliggjord information. Som nämnts ovan är det främst årsredovisningen och delårsrapporter.²¹⁹

Regleringen av den periodiska informationsgivningen är minst sagt utspridd och dessa regler är inte innehållsmässigt av särskilt intresse för uppsatsen varpå de lämnas utan vidare hantering. Värt att notera är dock att 16 kap. VpML, som utgör kärnan av regleringen av periodisk informationsgivning för börsnoterade bolag, endast kräver att bolagen upprättar årsrapporter och halvårsrapporter.²²⁰ Trots att samtliga bolag som är noterade på de reglerade marknaderna upprättar rapporter varje kvartal i stället för varje halvår. Anledningen till detta är att, självregleringen genom emittentregelverken på respektive marknad kräver det.²²¹

Den periodiska informationsgivningen karaktäriseras alltså av att det är information som bolagen återkommande behöver offentliggöra på förutsebara och planerade tidpunkter. Det är inte ovanligt att bolag har en så kallad tyst period under en viss tid före offentliggörandet av periodisk information. Tysta perioder kan se olika ut för olika bolag men generellt sett innebär de, att bolaget avstår från att kommunicera med utomstående och marknaden. Det finns dock vissa offentliggöranden där bolagen inte tillåts styra över tidpunkten för offentliggörandet såsom vid offentliggörande insiderinformation. Det finns inga stadgade krav på att bolagen ska tillämpa någon form av tyst period. I den utsträckning som ett bolag väljer att ha tysta perioder är det väsentligt att detta framgår för marknaden exempelvis genom att det står med i bolagskalendern.²²² Det finns dock flera motiv för bolag att ändå välja att ha

²¹⁷ Art. 2 i kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055.

²¹⁸ Broneus och Sattin, (2022) s. 108 f.

²¹⁹ Broneus och Sattin, (2022) s. 78.

²²⁰ 16 kap. 5 § VpML.

²²¹ Se Nasdaq main market rulebook, Supplement D p. 23. och NGM main regulated, 4.2.2

²²² Broneus och Sattin 2022 s. 80 f.

tysta perioder och det är bland annat att förutsebarheten i bolagens kommunikation blir tydligare vilket minskar kommunikationsbördan för bolagen som kan hänvisa till att de är inne i en tyst period inför en kommande rapport. Ytterligare ett skäl som ligger bakom vissa bolags val att tillämpa en tyst period är att tiden före en kommande rapport träffas av förbud för insynspersoner att handla med aktien.²²³ Det sista, men kanske det viktigaste för uppsatsen i detta avsnitt, skälet till varför vissa bolag väljer att ha tysta perioder är att vad bolagen kommunicerar och hur de gör det är som absolut känsligast i samband med rapporter. Anledningen är att rapportperioden är generellt den period då bolagets aktie omsätts i störst volym samt att det därtill ofta blir större prisrörelser jämfört med en ”vanlig period”. Detta kopplar an till den periodiska naturen av rapporterna och deras innehåll som kan betraktas som ett facit på hur bolagets verksamhet har gått det senaste kvartalet.²²⁴

3.1.8 Informationsgivning vid särskilda tillfällen

I kontrast till den periodiska informationsgivningen som i sin natur är regelbundet återkommande, är det avseende särskilda informationsgivningstillfällen vissa händelser som aktualiserar särskilda krav. Som nämndes ovan återfinns merparten av regleringen för informationsgivning vid särskilda tillfällen inom emittentregelverken för de olika marknadsplatserna. Dessa regler kan ses som komplement till insiderinformationsregleringen i MAR eftersom de inte nödvändigtvis förändrar eller medför nya informationsgivningsskyldigheter utöver vad som redan gäller enligt MAR.²²⁵ Detta innebär dock inte att reglerna om särskilda informationsgivningstillfällen saknar värde utan de utgör snarare en vägledning för vissa typiska situationer som är intressanta ur ett MAR-perspektiv. Vidare underlättar reglerna för emittenter då kraven på utformning generellt anses inkludera det som krävs för att informationsgivningen ska möjliggöra en fullständig och korrekt bedömning av marknaden.²²⁶ Det är alltså inte fråga om att en emittent kan nöja sig med att de har följt emittentregelverkets regler utan MAR är överordnad och måste därför alltid beaktas särskilt. I Nasdaqs emittentregelverk framgår det att ”Bolagsstämmor”, ”Förändringar av Styrelse, bolagsledning och revisorer”, ”Likviditetsförstärkande åtgärder”, ”Förändringar av Aktiekapital eller antal aktier”, ”Aktierelaterade incitamentsprogram” samt ”Beslut om upptagande till handel” utgör sådana särskilda informationsgivningstillfällen.²²⁷

3.1.9 Selektiv informationsgivning

Ovan berördes selektiv informationsgivning utifrån den svenska självregleringen och Aktiemarknadsnämndens uttalanden på området.²²⁸ Det är dock inte uteslutande genom självreglering

²²³ Se art. 19(11) MAR samt intervju med Nils Liliedahl.

²²⁴ Eklund, (2025) s. 131 f.

²²⁵ Broneus och Sattin, (2022) s. 81.

²²⁶ Broneus och Sattin, (2022) s. 81 f.

²²⁷ Nasdaq main market rulebook, punkterna 3.4. – 3.9.

²²⁸ Se ovan avsnitt 3.1.2.2.

som selektiv informationsgivning hanteras inom den svenska aktiemarknadsrätten. I propositionen till VpmL konstateras det bland annat att:

*”Informationsproblem och intressekonflikter hänger samman med aktörernas olika tillgång till information, vilket brukar beskrivas som att informationen är asymmetriskt fördelad. Konsumenter av finansiella tjänster har ofta ett betydande informationsunderläge gentemot leverantörerna av dessa tjänster. Finansiella produkter och tjänster är ofta komplexa och kan innehålla risker som är svåra att förstå. Även när det gäller professionella aktörer kan förekomsten av asymmetriskt fördelad information ge upphov till svårbemästrade intressekonflikter, vilket kan rubba förtroendet för berörda institut. Om förtroendet för värdepappersinstituten försämras, kan detta få negativa återverkningar på marknadens funktion.”*²²⁹

Det är alltså fråga om samma resonemang som tidigare berördes under avsnitt 2.3 om den effektiva marknadshypotesen. Huvudregeln om selektiv informationsgivning i svensk lag finner vi i VpmL, 15 kap. 7 §, där hänvisas det dock enbart vidare till artikel 17 MAR.²³⁰

Att insiderinformation inte får lämnas ut selektivt till aktieägare, media, analytiker eller andra, varken enskilt eller i grupp, om inte informationen samtidigt offentliggörs är en grundläggande princip enligt MAR. Principen kan utläsas genom beaktande av dels förbudet av olovligt röjande av insiderinformation i artikel 10, dels av offentliggörandets utformning enligt artikel 17.

Således kan vi konstatera att selektiv informationsgivning är strikt förbjudet i de fall informationen utgör insiderinformation. En motsatstolkning av detta medför att den information som inte utgör insiderinformation är fri för bolaget att förfoga över på det sätt som de finner lämpligt.

3.2 Analytiker och analytikersamtal

3.2.1 Analytiker

Analytiker spelar en central roll på den finansiella marknaden genom att fungera som informationsförmedlare mellan börsnoterade företag och investerare. Analytiker har lyfts fram som de viktigaste informationsförmedlarna i detta ekosystem.²³¹

Analytiker arbetar primärt med att ta fram och skriva analyser om aktier, där de oftast använder sig av fundamental analys men även teknisk analys förekommer.²³² En stor del av deras arbete består

²²⁹ Prop. 2006/07:115 s. 266.

²³⁰ Den uppmärksamme läsaren kanske noterar att denna regel till synes är överflödigt eftersom MAR är en EU-förordning och därmed direkt tillämplig i Sverige och alla andra medlemsländer. Läsaren har såklart helt rätt i sin analys och 15 kap. 7 § VpmL tillför eller förändrar ingenting. Anledningen till dess förekomst torde dock vara att VpmL tidigare införlivade MAD I (ett direktiv som kräver implementering i nationell lag) som var föregångaren till MAR och att nuvarande bestämmelse infördes för att tydliggöra att det är MAR som gäller nu.

²³¹ Chung och Jo, (1996) s. 493.

²³² För uppsatsen avses endast de analytiker som tillämpar fundamental analys och inte teknisk analys. Anledningen till detta är att teknisk analys fokuserar på aktiekursen och dess rörelser för att identifiera trender och mönster som kan indikera bra eller dåliga lägen att köpa en aktie.

av att kontinuerligt samla in information om bolag, dess ekonomi, förutsättningar och framtidsutsikter. De följer specifika företag noggrant och har ofta specialiserad kunskap inom en viss bransch eller marknadssegment. Informationsinsamlingen mynnar sedan ut i en värdering av aktien genom olika modeller som resulterar i en riktkurs och/eller en köp-, behåll- eller säljrekommendation. Detta kommuniceras sedan till bankens eller analyshusets kunder genom detaljerade rapporter.²³³

Analytiker fyller flera viktiga funktioner på aktiemarknaden. Först och främst bidrar de till att minska informationsasymmetrier mellan företagsledningar och investerare, vilket gör det lättare för investerare att bedöma ett företags fundamentala marknadsvärde. Investerare lägger stor vikt vid analytikernas rapporter som källor för finansiella data vid sina investeringsbeslut.²³⁴ När flera analytikers uppfattningar om en aktie samlas ihop skapas ett "konsensus", vilket blir en beskrivning av "marknadens förväntan" på exempelvis ett bolags kommande rapport. Detta fungerar som en referenspunkt mot vilken bolagets faktiska resultat sedan kan jämföras.²³⁵ Analytikernas värdeskapande förtydligas genom följande citat:

*"Knowledge has become the primary ingredient of what we make, do, buy and sell. Thereby; managing it – finding and growing intellectual capital, storing it, selling it, sharing it, has become the most important economic task of individuals, businesses and nations"*²³⁶

En annan viktig funktion är att aktieanalyser kan fungera som en kontrollerande mekanism eftersom en analys av bolaget även innebär en granskning av företagsledningen, vilket motiverar ledningen att arbeta för ägarnas intressen.²³⁷

Aktieanalytiker bidrar också till ökad transparens på marknaden och kan medföra ökad likviditet i aktier de följer, eftersom minskad informationsasymmetri mellan köp- och säljsidan bidrar till en känsla av rättvisa villkor vilket gynnar handeln.²³⁸

3.2.2 Vad är analytikersamtal?

Analytikersamtal är strukturerade möten eller telefonkonferenser där börsnoterade bolags IR-avdelning eller ledning, vanligtvis VD och finanschef, presenterar och diskuterar bolagets verksamhet, finansiella resultat eller annat med analytiker. Det förekommer även versioner där det inte bara är analytiker som är inbjudna utan det kan även vara journalister, investerare och andra marknadsaktörer. Ibland hålls det även så kallade öppna analytikersamtal där vem som helt får delta. Analytikersamtal utgör en central del av kommunikationen mellan börsnoterade bolag och finansmarknaden. Dessa strukturerade samtal spelar en viktig roll för transparens,

²³³ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 61 f.

²³⁴ Chung och Jo, (1996) s. 493 f.

²³⁵ Johansson, J. (2007) s. 30 ff.

²³⁶ Stewart och Stewart (1987) genom hänvisning i Al-Hawamdeh. (2002)

²³⁷ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 66 f.

²³⁸ Chung och Jo, (1996) s. 494.

informationsförmedling och värdering av aktier på den svenska börsen. Följande avsnitt ger en någorlunda detaljerad överblick av analytikersamtalen, deras roll och betydelse.²³⁹

Analytikersamtal följer ofta ett standardformat med en inledande presentation följt av en frågestund där analytiker från olika finansinstitut får möjlighet att ställa frågor. Analytikersamtal skiljer sig från vanliga intervjuer dels genom att analytikerna generellt sett är experter på bolagets bransch och väl insatta i bolaget samt dels genom att de har en tydlig struktur och fokuserar specifikt på bolagets finansiella utveckling, strategiska riktning och framtidsutsikter. Det finns inte några formkrav vilket medför att analytikersamtalen kan genomföras som fysiska möten, telefonkonferenser eller som blivit allt vanligare som videobaserade möten eller webbsändningar.²⁴⁰

3.2.3 Varför hålls analytikersamtal?

Analytikersamtal fyller flera viktiga funktioner för både bolag, analytiker och marknadsaktörer.

För börsbolagen är det en viktig möjlighet att förklara bolagets finansiella resultat som de löpande offentliggör enligt reglerna om periodisk informationgivning.²⁴¹ Analytikersamtalet ger alltså bolagen möjlighet sätta kvartalsresultaten i ett bredare sammanhang och belysa bakomliggande faktorer som inte framgår tydligt i rapporten. Analytikersamtalen utgör även en möjlighet för bolagen att bygga förtroende hos investerare genom öppenhet och tillgänglighet för frågor om verksamheten. Bolagen får också ett tillfälle att förmedla bolagets långsiktiga strategi och framtidsutsikter. Analytikersamtal ger dessutom bolagen en möjlighet till att justera marknads förväntningar på bolagets framtida utveckling i de fall bolaget upplever att marknaden prissätter bolagets aktie på felaktiga grunder.²⁴²

För analytiker och investerare ger analytikersamtalen kompletterande information från bolagen i förhållande till exempelvis offentliggjorda finansiella rapporter. Att få informationen i rapporterna satt i en bredare kontext ligger helt inom dessa aktörers intresse då det underlättar analyser av bolaget samt investeringsbeslut. Vidare ges det en möjlighet för dessa utomstående intressenter att ställa frågor och beroende på analytikersamtalets utformning kan det till och med vara möjligt att föra en direkt dialog med bolagets företrädare.²⁴³

En undersökning bland analytiker visar att analytikersamtal utöver kvartalsrapporterna anses vara "en av de absolut viktigaste informationskällorna och mätpunkterna för aktieanalytiker".²⁴⁴

²³⁹ Se intervju med Catharina Paulcén.

²⁴⁰ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 74.

²⁴¹ Se ovan avsnitt 3.1.4.

²⁴² Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 74 f.

²⁴³ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 65.

²⁴⁴ Enkätundersökning riktad till analytiker gjord av Hallvarsson och Halvarsson (2013).

3.2.4 När sker analytikersamtal?²⁴⁵

Analytikersamtal på den svenska aktiemarknaden varierar kraftigt mellan olika bolag och för vissa sker analytikersamtal kontinuerligt under hela året.²⁴⁶ Den typen av analytikersamtal som sker kontinuerligt är främst mer spontana samtal med enskilda analytiker som följer bolaget. Vad det gäller de mer planerade och strukturerade analytikersantalen med flera analytiker, följer de en tydlig tidscykel som är kopplad till bolagens periodiska informationsgivning, det vill säga den finansiella rapporteringen. En stor del av analytikersamtalen sker i direkt anslutning till publicering av kvartalsrapporter. Samtalen hålls ofta samma dag som den finansiella rapporten publiceras.²⁴⁷

Ett annat tillfälle som återkommande föranleder mer analytikersamtal är innan bolagen publicerar sina rapporter. Detta är en period som rent kalendariskt är mycket känslig eftersom bolagens finansiella rapporter ofta medför kursändringar i och med att det är genom rapporterna som bolagen förmedlar hur bra verksamheten har gått under det senaste kvartalet. Perioden före, i samband med och efter rapporter är därför präglade av ökad handel i aktien och mer volatilitet i priset. Att det är en extra känslig period före rapportsläpp kan ses utifrån att det är en så kallad ”stängd period” för insynspersoner som har handelsförbud 30 dagar före publicering av en finansiell rapport.²⁴⁸ Syftet med de stängda perioderna är att insynspersoner antas ha så pass god uppfattning av vad som kommer presenteras i rapporten att de anses ha ett för stort informationsövertag i förhållande till övriga investerare.²⁴⁹ Tidsgränsen på 30 dagar för den stängda perioden har kritiserats då insynspersoner med största sannolikhet har en god uppfattning av resultatet som kommer förmedlas i rapporten en längre tid före publiceringen.²⁵⁰

Många bolag har dessutom vad som kallas "tysta perioder" inför sina rapporter, vanligtvis sammanfaller bolagens tysta period med handelsförbudet för insynspersoner det vill säga 30 dagar före rapporten publiceras. Under dessa perioder begränsar bolagen sin kommunikation med investerare och analytiker för att undvika selektiv informationsgivning. Analytikersamtalen sker därför före den tysta perioden och efter den har avslutats, det vill säga när rapporten har publicerats.²⁵¹

3.2.5 Vilka effekter medför analytikersamtalen?

Analytikersamtal kan ha flera betydande effekter på både kort och lång sikt. På kort sikt kan analytikersamtalen medföra direkta marknadseffekter i form av kurspåverkan i fall där informationen som förmedlas inte överensstämmer med marknadens förväntningar. Kursrörelserna följer ofta när analytiker justerar sina analyser/prognoser efter ett analytikersamtal. Utan att gå för långt i förväg kan det här konstateras att detta är den typiska situationen som föranleder misstankar om

²⁴⁵ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 72 f.

²⁴⁶ Se intervju med Catharina Paulcén.

²⁴⁷ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 69 f.

²⁴⁸ Art. 19(11) MAR.

²⁴⁹ Skäl 61 till MAR.

²⁵⁰ Se intervju med Nils Liliedahl samt Olander (2023).

²⁵¹ Se intervju med Nils Liliedahl.

analytikermassage, mer om analytikermassage kommer nedan. Som nämndes ovan är perioden före en rapport som utgångspunkt mer volatil och ändrade prognoser efter ett analytikersamtal riskerar att ytterligare öka volatiliteten kraftigt genom att det spår på osäkerheterna som redan råder.²⁵²

Analytikersamtalens effekter på lång sikt är snarare strukturella och generellt positiva. Regelbundna analytikersamtal som genomförs på ett transparent sätt minskar informationsasymmetrier mellan insynspersoner och investerarna. Detta uppnås genom att analytikerna kan sätta bolaget och dess information i rätt kontext och dessutom paketera informationen på ett sätt som gör informationen lättare för investerare att förstå. Vidare kan den ökade förståelsen för bolaget bidra till minskade kapitalanskaffningskostnader genom att risken och riskpremien blir lägre. Allt detta medför även en effektivare prissättning av bolagets aktie eftersom fler investerare kan prisa in informationen på ett bättre sätt.²⁵³

3.2.6 Analytikersamtal och hantering av insiderinformation

Analytikersamtal utgör en särskilt känslig situation där risken för oavsiktligt röjande av insiderinformation är påtaglig.²⁵⁴ MAR ställer inte specifika krav på hur bolag ska hantera kommunikation med analytiker för att säkerställa att insiderinformation inte sprids selektivt.

En av de grundläggande principerna enligt MAR är att insiderinformation inte får lämnas ut selektivt till aktieägare, media, analytiker eller andra, varken enskilt eller i grupp, om inte informationen samtidigt offentliggörs.²⁵⁵ Detta innebär att bolag måste vara extremt försiktiga i sin kommunikation med analytiker för att undvika att röja sådan information som uppfyller rekvisiten för insiderinformation.

I praktiken torde detta innebära att företagsledningarna måste göra noggranna bedömningar av vilken information som kan delas i analytikersamtal. Information som uppfyller något av de fyra rekvisiten för insiderinformation får inte delges analytiker såvida inte informationen offentliggörs samtidigt för hela marknaden.²⁵⁶

3.2.7 Insiderförteckning och analytikersamtal

När bolag bedömer att de besitter insiderinformation som är föremål för ett uppskjutet offentliggörande (exempelvis inför kvartalsrapporter,²⁵⁷ M&A-förhandlingar²⁵⁸ eller avtalsprocesser²⁵⁹), ska de föra en insiderförteckning (tidigare kallad loggbok) över personer som har tillgång till denna information.²⁶⁰

²⁵² Chung och Jo, (1996) s. 493.

²⁵³ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 15 f.

²⁵⁴ Se exempelvis ESMA:s och Finansinspektionens uttalanden.

²⁵⁵ Se ovan avsnitt 3.1.6 om förbudet mot selektiv informationsgivning enligt MAR.

²⁵⁶ Se intervju med Catharina Paulcén.

²⁵⁷ Myrdal, (2023) s. 160 ff.

²⁵⁸ Myrdal, (2023) s. 38 ff.

²⁵⁹ Myrdal, (2023) s. 137.

²⁶⁰ Art. 18 MAR.

Om analytikersamtal hålls under perioder då bolaget har uppskjutit ett offentliggörande av insiderinformation, måste bolaget vara särskilt vaksamt. Samtliga personer, inklusive eventuella analytiker som får ta del av insiderinformation, måste loggas i insiderförteckningen och informeras om sina skyldigheter.²⁶¹ När personer inte korrekt insider-loggas ökar risken för informationsläckage och insiderhandel.

3.2.8 Kontroverser och kritik mot analytikersamtal

Förekomsten av aktieanalytiker och de därtill sammanhängande analytikersamtalen är inte befriade från kontroverser och etiska utmaningar och insikten om problematiken har funnits ett tag. I utredningen till en ny lag på värdepappersmarknaden konstaterades det att ”[d]et finns även en rad inneboende konflikter i analytikerrollen.”²⁶²

De konflikterna som identifierades var att analytiker som är anställda på finansiella företag med bred verksamhet kan ha många olika roller, vilket gör dem särskilt utsatta för olika typer av intressekonflikter. Inom sådana företag kan analytikern exempelvis förväntas:

- (i) Leverera opartisk information till investerare, både direkt och via företagets mäklare och försäljningskanaler.
- (ii) Medverka i processen kring emission och distribution av värdepapper när företaget hjälper kunder att ta in kapital.
- (iii) Bidra med analysstöd i samband med rådgivning och corporate finance-uppdrag.
- (iv) Bistå ledningen i frågor som rör styrning och ägande.²⁶³

Dessa olika uppgifter kan ibland vara helt oförenliga och riskerar att skapa betydande principal-agent-problem på flera nivåer inom organisationen.²⁶⁴

Två konkreta aspekter där analytikersamtalen upplevs orsaka skavsår för aktiemarknaden är dels fenomenet och skälet till denna uppsats, ”analytikermassage” samt dels att analytikersamtalen delar in investerarkollektivet i ett A- och B-lag. Fenomenet analytikermassage kommer hanteras mer utförligt senare i uppsatsen. Avseende uppdelningen av investerarkollektivet har analytikersamtal har kritiserats för att skapa en informationshierarki mellan olika investerargrupper, där institutionella aktörer och professionella analytiker får förtur till värdefull information jämfört med privatsparare. Denna dynamik beskrivs ofta som ett A- och B-lag i marknadsdeltagande, med konsekvenser för både marknads integritet och konsumentskyddet.²⁶⁵

När information delas samtidigt till alla, har professionella analytiker resurser att snabbt bearbeta komplexa data. Småsparare saknar generellt sett kunskap och resurser för att analysera finansiella rapporter djupare än nyhetsrubriker.²⁶⁶ Denna kompetensasymmetri förstärks av att de flesta

²⁶¹ Jfr art. 18 MAR med Finansinspektionen, (2025) *Insiderförteckningar*.

²⁶² SOU 2006:50 s. 150.

²⁶³ SOU 2006:50 s. 150.

²⁶⁴ SOU 2006:50 s. 150 f.

²⁶⁵ Se exempelvis Bratt (2023) och Olsson (2023).

²⁶⁶ Zuckerman, (1999) s. 1409 f.

analytikersamtal fokuserar på tekniska nyckeltal och scenarier som kräver branschspecifik expertis.²⁶⁷ Vidare är det, som tidigare konstaterades inte ovanligt att analytikersamtalen hålls med enskilda eller ett begränsat antal analytiker. Därmed utökas skillnaden ytterligare genom att analytikerna dels får tillgång till information som småsparare inte har någon möjlighet att få del av, dels genom att de får tillgång till bolagsrepresentanterna som kan förklara ytterligare. Rättare sagt får småspararna del av informationen först när de kan tillägna sig analytikernas publicerade analyser. Men vid det laget har de institutionella investerarna redan kunnat köpa informationen av analytikerna och sedan anpassa sin handel i den aktuella aktien. Således går småspararna miste om den initiala möjligheten till goda investeringsbeslut till följd av att aktiekursen inte redan speglar informationen.

3.2.9 Särskilda utmaningar vid analytikersamtal

Analytikersamtal innebär specifika utmaningar i relation till MAR:s rekvisit för insiderinformation, särskilt eftersom gränsen mellan allmän affärsinformation och insiderinformation kan vara svår att dra.²⁶⁸

Analytikersamtalens mål är att förmedla information, de enskilda analytikerna konkurrerar med andra analytiker och kan därför söka information som ingen annan har tillgång till och att samtalen ofta har inslag av dialog. Dessa aspekter riskerar att försvåra bedömningen om den informationen som presenteras och diskuteras under samtalet, sammantaget kan komma att uppfylla kravet på specifik natur.²⁶⁹

Tolkning av väsentlig prisinverkan i en expertdialog kan medföra svårare avvägningar. Bolag bör därför utgå från att analytiker kan dra längre gående slutsatser av subtila signaler eller detaljinformation än vad en genomsnittlig investerare skulle göra. Detta kräver särskild försiktighet vid diskussioner om framtidsutsikter, trender eller strategiska frågor.²⁷⁰

Att det ofta förekommer någon form av vänskaps-/bekantskapsrelation med tillföljande förtroende mellan bolagsrepresentanterna och de analytiker som bevakar bolaget medför inneboende risker. Det är nämligen fullt möjligt att bolagsrepresentanterna medvetet eller omedvetet vill hjälpa analytikern. Vidare kan den typen av relation medföra att bolagsrepresentanten upplever att de har ett förtroende för analytikern och att om bolagsrepresentanten skulle säga för mycket, så är det inget som analytikern kommer att utnyttja.²⁷¹

Sist men inte minst bör det belysas att det objektivt sett, ligger i analytikernas främsta intresse att få tillgång till den informationen som inte redan finns på marknaden. Med okänd information kan analytikern prestera en bättre analys av bolaget och därmed kan analytikern ta bättre betalt eftersom

²⁶⁷ Se intervju med Catarina Paulcén.

²⁶⁸ Jfr intervjuer med Peter Olivecrona och Jonas Myrdal med avsnitt 3.1.3.

²⁶⁹ Jfr intervju med Nils Liliedahl med avsnitt 3.1.3.1.

²⁷⁰ Jfr intervju med Pontus Hamilton med avsnitt 3.1.3.4.

²⁷¹ Kristensson Ugglå, Reuter och Wijkström, (2012) s. 211 f.

investeringsrådet blir bättre. Denna utmaning begränsas främst av MAR-regleringen som medför eventuellt straffansvar och analytikerns egen integritet och etik.²⁷²

3.3 ESMA:s uttalande om god marknadspraxis vid pre-close calls

Detta avsnitt handlar uteslutande om det uttalande som ESMA publicerade den 29 maj 2024.²⁷³ ESMA:s uttalande behandlar förväntningar kring kommunikation mellan börsbolag och analytiker under så kallade ”pre-close calls” som är analytikersamtal som hålls precis innan bolaget går in i en tyst period inför publiceringen av en rapport. Uttalandet syftar till att minska risken för obehörigt röjande av insiderinformation och stärka marknads integritet. Nedan redovisas uttalandets innehåll och dess effekter.

ESMA betonar att pre-close calls innebär en inneboende risk för att insiderinformation oavsiktligt kan läcka. Myndigheten påpekar vidare att bristen på dokumentation och insyn i dessa samtal ökar ett oavsiktligt röjande av insiderinformation. Vidare påminner myndigheten om:

”förbudet mot obehörigt röjande av insiderinformation och att offentliggörandet av insiderinformation ska ske enligt artikel 17”²⁷⁴

Därefter konstaterar myndigheten att den enda information som får förmedlas under ett pre-close call är ”information som inte utgör insiderinformation”. Dessutom konstaterar myndigheten att om det nu skulle ske ett obehörigt röjande av insiderinformation ”av misstag” så ska samma information offentliggöras i enlighet med artikel 17. Ytterligare ett konstaterande av myndigheten är att reglerna i MAR som förbjuder de olika formerna av marknadsmissbruk även gäller för en person som ”oavsiktligt har fått insiderinformation” under ett pre-close call. Slutligen ”noterar” myndigheten att det finns emittenter som har vidtagit vissa åtgärder för att minska riskerna som identifierats och att de åtgärderna ”kan anses som god marknadspraxis”.

Således är det förvisso högst relevant då de effekter i samband med pre-close calls som ESMA har noterat och som föranlett uttalandet, trolige skulle klassificeras som analytikermassage. Vad det gäller substansen och myndighetens olika konstateranden kan det nog med säkerhet sägas att det troligen inte tillförde någon form av nyhet eller tolkningsstöd för personer som yrkesmässigt hanterar analytikersamtal. Den del som väcker visst intresse följer myndighetens våghalsade formulering att åtgärderna ”kan anses som god marknadspraxis”, nämligen de fem åtgärderna:

- ”Att före ett “pre-close call” utföra en grundlig genomgång av den information som de avser att dela för att säkerställa att dem inte obehörigen röjer insiderinformation,

²⁷² Se intervjuer med Nils Liliedahl och Catharina Paulcén

²⁷³ ESMA, (2024) ESMA reminds on rules for sharing information during pre-close calls.

²⁷⁴ ESMA, (2024) ESMA reminds on rules for sharing information during pre-close calls.

- Att inför ett “pre-close call” offentliggöra, med tillräcklig tidsmarginal och till exempel på emittentens webbplats, information om samtalet, där det framhålls uppgifter, datum, plats, diskussionsämnen och avsedda deltagare,
- att omedelbart göra tillgängligt allt material och dokumentation som har använts under “pre-close calls” på emittentens webbplats (t.ex. presentationer och anteckningar inklusive makroekonomiskdata som har delats med deltagarna),
- att spela in “pre-close calls” och på begäran tillhandahålla dessa inspelningar till de nationella behöriga myndigheterna,
- att föra register över den information som tillhandahölls under “pre-close calls” och offentliggöra informationen på emittentens webbplats för att underlätta tillgången till uppgifterna för allmänheten.²⁷⁵

Efter att ESMA har radat upp åtgärderna ovan avslutar myndigheten med att risken för obehöriga röjanden skulle minska om emittenter skulle ”följa dessa råd”. En formulering som kan motivera en närmare analys kring vilken dignitet som uttalandet egentligen besitter. I ESMA-förordningens artikel 16(3) stadgas det som tidigare nämnt en skyldighet ”att med alla tillgängliga medel söka följa” riktlinjer och rekommendationer som lämnas av myndigheten.

Därav kan det ifrågasättas om ESMA:s ”råd” i uttalandet ska vara jämförbara med de ”rekommendationer” som avses i artikel 16(3). Om de utgör rekommendationer i artikel 16(3):s mening skulle det medföra ett relativt tydligt stöd för att åtgärderna ska genomföras som utgångspunkt.

Efter att ha ställt frågan direkt till ESMA, meddelades följande förtydligande:

”As outlined in the news item published on our website at the time, the ESMA statement on pre-close calls serves as a reminder to issuers of the existing and applicable legislative framework. It also highlights certain good practices for issuers. As a consequence, it falls outside the scope of Article 16(3) of Regulation 1095/2010.”²⁷⁶

Det är alltså, tyvärr, inte fråga om någon rekommendation som medför någon form av krav på efterföljsamhet utan bara åtgärder som ”kan anses som god marknadspraxis”, eller inte. Med det sagt behöver uttalandet inte bli helt utan verkan för att det inte faller under artikel 16(3). Med största sannolikhet har ändå uttalandet haft någon inverkan.²⁷⁷ Dessutom finns det goda skäl att misstänka att fler bolag kommer välja att implementera vissa förändringar i sina rutiner kring analytikermessage för att visa marknaden att de tar ansvar och på så sätt öka bolagets goodwill. Vidare är det intressant

²⁷⁵ ESMA, (2024) ESMA reminds on rules for sharing information during pre-close calls.

²⁷⁶ Förtydligande från ESMA genom e-postkorrespondens.

²⁷⁷ Catharina Paulcén nämnde att hon och Thule har tagit viss inspiration från uttalandet.

att Peter Olivecrona, Jonas Myrdal och Pontus Hamilton, alla tre uttryckte att rekommendationerna i ESMA:s uttalande var bra och till synes väl avvägda.²⁷⁸ Att respondenterna uppvisade sådan positiv enighet kring rekommendationerna innebär troligen att andra också gör eller kommer göra det vilket talar för att det kan tänkas bli en etablerad praxis. Det finns dock en risk med att det ska vara ett helt fritt val för bolag. Det kommer troligen leda till att vissa bolag inte följer rekommendationerna alls. Vidare kommer det troligen variera mellan de bolag som väljer att följa rekommendationerna eftersom de bolagen troligen inte kommer följa alla rekommendationerna, vilket skulle innebära en oförutsägbarhet. Därmed riskerar uttalandets rekommendationer är få en begränsad effekt trots att de enskilda rekommendationerna är bra.

4 Analytikermassage²⁷⁹

4.1 Vad är ”analytikermassage”

Analytikermassage är ett fenomen på aktiemarknaden som det har skrivits en hel del debattartiklar och liknande om.²⁸⁰ Däremot är det inget nytt fenomen utan det finns belägg från så tidigt som 1990-talet.²⁸¹ Dessutom berättade Nils Liliedahl i intervjun att samma frågor som aktualiseras idag om analytikermassage även var de frågor som hanterades under den tiden då han arbetade på börsens bolagsövervakning.²⁸² En viktig aspekt av analytikermassage är att det saknas särskild reglering och detsamma gällande någon form av akademisk behandling av ämnet. Att det inte finns någon reglering eller seriös hantering av akademien har resulterat i att det inte finns någon tydlig definition av fenomenet. Av de debattartiklar och liknande där ämnet hanteras ges begreppet en varierande innebörd. Vissa menar att analytikermassage är när bolag olovligen röjer insiderinformation i strid med artikel 10 MAR.²⁸³ Andra menar att analytikermassage är när bolag försöker påverka analytikers analys av bolaget genom att massera in ny information i analysen.²⁸⁴ Ingen av respondenterna som intervjuades kunde med säkerhet beskriva vad som menas med analytikermassage men den gemensamma nämnare i intervjuerna var att alla identifierade analytikermassage som någon form av otillåten eller olämplig kommunikation mellan bolag och analytiker.²⁸⁵ En annan beskrivning skulle kunna vara att, analytikermassage är ett begrepp som används när ett börsnoterat bolag ger vissa analytiker tillgång till information om bolaget eller vägledning om bolagets verksamhet i ett slutet analytikersamtal, och därmed inte till andra aktörer på marknaden i samma utsträckning. Det bör

²⁷⁸ Se intervjuer med Peter Olivecrona, Jonas Myrdal och Pontus Hamilton.

²⁷⁹ Här vill jag påminna läsaren om den begränsande faktorn som är analytikermassagens obefintliga tidigare hantering.

²⁸⁰ Se exempelvis Elofsson, (2016) *Bakom stängda dörrar*, Samimian Johansson, (2025) *Börsbolagens drag efter*

debatten om analytikermassage: ”Öppet för alla”, Levin, (2024) *Källor till DI: Analytikersamtal bakom EQT:s kursras*,
²⁸⁰ Mellqvist, (2023) ”Analytikermassage” vinstvarning i Hexatronic samt Hagströmmer (2023) *Hagströmer: Ovisst för Stockholmsbörsen – inne i ”obehaglig period”*

²⁸¹ Eklind, (1999) s. 11.

²⁸² Se intervju med Nils Liliedahl.

²⁸³ Elofsson, (2016) *Bakom stängda dörrar*.

²⁸⁴ Samimian Johansson, (2025) *Börsbolagens drag efter debatten om analytikermassage: ”Öppet för alla”*.

²⁸⁵ Se samtliga intervjuer.

noteras här att det aldrig är tillåtet för ett bolag att dela insiderinformation under ett analytikersamtal om de inte samtidigt offentliggör precis samma insiderinformation via exempelvis ett pressmeddelande på bolagets hemsida.²⁸⁶

För att illustrera hur ett scenario med analytikermessage kan se ut kommer här ett fiktivt exempel:

[Ett börsnoterat bolag (Bolaget) ska publicera en kvartalsrapport (Rapporten) om en vecka. Samhällsekonomin har i allmänhet varit god och branschen som Bolaget är verksamt inom har även den utvecklats generellt sett bra. Bolaget har även presterat över förväntan de senaste åren. Till följd av dessa faktorer är olika prognoser och värderingar på Bolaget högt ställda. En av värderingarna är skapad av en analytiker (Analytikern) som har bevakat Bolaget en tid och därför har en relativt god relation med Bolagets företrädare. Allt detta, (god ekonomi, stark bransch, stark historik och höga värderingar) har medfört att marknadens förväntningar är mycket höga och aktien handlas (Aktiekursen) därför på rekordnivåer. Det alla utomstående är lyckligt ovetande om men som Bolaget börjar förstå i och med arbetet med Rapporten, är att resultatet tyvärr inte alls är så bra som de (och alla andra) förväntade sig. Bolagets representanter får ont i magen och börjar måla upp de fasansfulla rubrikerna som kommer täcka samtliga omslag på i affärspressen. Rubriker i stil med ”*BOLAGET SOM ALLA VILLE... MEN INGEN VILL ÄGA*”, ”*BÖRSENS FAVORIT MISSLYCKAS HELT*” och ”*ÅRTIONDETS SÄMSTA RAPPORT*”. Detta vill Bolagets representanter definitivt inte se och därför bjuder de in Analytikern till ett samtal. Vad som sägs eller inte sägs under detta samtal vet bara de närvarande. Efter samtalet bryter dock Aktiekursen sin uppåtgående trend och rasar med drygt 10 %. Någon dag senare publicerar Analytikern en uppdaterad värdering av Bolaget i vilken Analytikern konstaterar att hen ”justerar ned sina förväntningar inför rapporten” med lite olika resonemang om allmänt kända faktorer, omvärldsläget, branschen och så vidare. Analytikerns nya värdering är 20 % lägre än den tidigare värderingen och ungefär lika mycket lägre än de övriga värderingarna på bolaget. Efter att Analytikern har publicerat sin nya värdering, rasar Aktiekursen kraftigt, ytterligare 15 %. Utomstående personer blir fundersamma och börjar undra vad Analytikern egentligen har baserat sina slutsatser och sin värdering på. När Bolaget väl publicerar den fruktade Rapporten som visar att Analytikern verkligen hade gnuggat sina geniknölar i samband med analytikersamtalet. Analytikern hade nämligen lyckats med det som ingen annan lyckades med, att förutspå den bristfälliga Rapporten. För de utomstående är detta som bensin på elden och nu har misstankarna övergått i bergfast övertygelse. De arga utomstående riktar nu skarp kritik i affärspressen mot Bolaget och Analytikern där de anklagas för ... just det, ”analytikermessage”. Bolagets representanter publicerar ett pressmeddelande och uttalar sig till affärspressen där de helhjärtat dementerar påståendena. De förklarar att det enda som förmedlades under samtalet med Analytikern var tidigare känd information och betydelselösa detaljer. Likaså förklarar Analytikern att ingen insiderinformation eller liknande har förmedlats under samtalet med Bolaget och vidhåller att Analytikerns reviderade värdering grundades på Analytikerns egna slutsatser. Detta övertygar såklart inte de rasande utomstående utan

²⁸⁶ Jfr art. 10 och 17 MAR.

de konstaterar endast att det är precis vad skyldiga personer skulle ha sagt. Myndigheterna och Börsen, som har fått in anmälningar inleder utredningar och förklarar för allmänheten att det såklart är väldigt allvarligt om insiderinformation har delats på ett otillåtet sätt under ett samtal mellan ett bolag och en analytiker. Utredningarna leder inte till någon klar bevisning och ärendena avslutas. Resultatet är att de utomstående är fortsatt övertygade om att det som skett var analytikermassage. Bolaget och Analytikern påstår att det inte har sagts något olagligt eller olämpligt. Börsen och myndigheterna konstaterar att det inte är bevisat att något olagligt eller olämpligt har sagts. Kvar står det allmänna investerarkollektivet kliar sig i huvudet. Vissa investerare sitter med aktier i Bolaget som är värda betydligt mindre än när de köptes strax innan Aktiekursen rasade. Deras förtroende minst sagt sargat. Andra investerare fortsätter med sitt investerande och konstaterar att det bara var ett till sådant fall av analytikermassage och att ”det är vad det är”.]

Detta påhittade exemplet är såklart till viss del en förenkling av hur ett händelseförlopp kan se ut när fenomenet analytikermassage aktualiseras, men det visar ändå på de många ytterst mänskliga faktorerna som kan vara förekommande. En relevant aspekt att beakta är att analytikermassage generellt sett tar sig formen av misstankar om otillbörlig informationsgivning som bolaget och analytikern invänder emot samt att det i efterhand är i princip omöjligt att bevisa vad som exakt har sagts.²⁸⁷

Som tidigare nämnt är det en särskilt utsatt period före publiceringen av en kvartalsrapport och under ett analytikersamtal kan verksamheten, resultat och framtidsutsikter vara frestande för ett bolags representanter att prata om för att förmedla en korrekt bild av bolaget.²⁸⁸

För att helt förstå allvaret i analytikermassage kan det med fördel tittas lite närmare på några verkliga exempel där det har lyfts misstankar om analytikermassage.

Exempelvis föll EQT med 7,8 % i december 2024, utan att några bolagsspecifika nyheter publicerats. Kursrasen resulterade i att mer än 31 miljarder SEK (31 000 000 000) av EQT:s börsvärde försvann. Bakgrunden till kursfallet, som bland annat Dagens Industri uppmärksammade, var att investmentbanken ABG Sundal Collier hade sänkt sina prognoser för EQT. Enligt Dagens Industri hade banken informerat sina kunder om att EQT, under ett analytikersamtal, indikerat att resultatet i den kommande rapporten kan bli upp till 15 procent lägre än analytikernas konsensus.²⁸⁹

Ett annat exempel är Hexatronic, där bolagets VD i september 2023, enligt medieuppgifter gav kursdrivande information till SEB²⁹⁰ före marknaden. Liknande information offentliggjordes först dagen efter genom en vinstvarning, vilket ledde till ett kraftigt kursras på omkring 20 % under de två

²⁸⁷ Se samtliga intervjuer.

²⁸⁸ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 143 f.

²⁸⁹ Levin, (2024) *Källor till DI: Analytikersamtal bakom EQT:s kursras*.

²⁹⁰ De flesta kanske inte ser SEB som en analytiker men det exemplifierar på ett tydligt sätt att de stora finansiella företagen har många olika verksamhetsområden.

dagarna. Fallet har diskuterats som ett tydligt exempel på analytikermassage, men har inte lett till någon rättslig påföljd.²⁹¹

Även bolag som Fortnox²⁹², H&M²⁹³ och Elekta²⁹⁴ har pekats ut i media för att ha gett analytiker fördelar i sin kommunikation, även i dessa fall utan att det lett till rättsliga åtgärder.

Av detta kan det konstateras att analytikermassage är ett återkommande fenomen, eller i vart fall att det återkommande misstänks förekomma analytikermassage. Ytterligare ett konstaterade som låter sig göras här är att det, trots återkommande misstankar, inte dömts ut rättsliga åtgärder. Vad beror då detta på?

Något som har lyfts återkommande, inte minst i intervjuerna, är att det är mycket svårt att bevisa att insiderinformation har röjts och att detta lett till otillbörlig handel. Skälet som har identifierats är att kommunikationen ofta är subtil och analytiker är skickliga på att uttrycka sig utan att avslöja sina källor.²⁹⁵ Det påpekas också att så kallad analytikermassage ofta sker i en gråzon, eftersom det är otydligt var gränsen går mellan tillåten informationsdelning och otillåtet röjande av insiderinformation. Detta gör det utmanande för tillsynsmyndigheter att ingripa.²⁹⁶ Det är dock intressant att belysa att även om det inte direkt har hänvisats till som ”analytikermassage”, har disciplinnämnden²⁹⁷, vid flertalet tillfällen, dömt ut ansvar till emittenter som har brutit mot börsens regelverk genom att dela kurspåverkande information till antingen journalister eller analytiker.²⁹⁸ Majoriteten av dessa fall grundas i att bolagen har lämnat kompletteringar till tidigare känd information.²⁹⁹

De analytikersamtal där det uppkommer misstankar om analytikermassage sker ofta i samband med pre-close calls som är analytikersamtal som bolagen håller precis innan de går in i sin tysta period inför en kommande rapport. Särskilt perioden före publiceringen av rapporter, har lyfts fram av Finansinspektionen och ESMA som tillfällen som kräver särskild aktsamhet från bolagen för att inte ska oavsiktligt röja insiderinformation.³⁰⁰ ESMA har, som nämndes ovan under avsnitt 3.3, uppmärksammat om problematiken och uttalat sig för att tydliggöra vad som är god marknadspraxis vid dessa kommunikationstillfällen, just för att motverka risken för otillbörligt informationsutbyte.

4.2 Effekterna av analytikermassage

²⁹¹ Mellqvist, (2023) ”Analytikermassage” vinstvarning i Hexatronic samt Hagströmer (2023) Hagströmer: Ovisst för Stockholmsbörsen – inne i ”obehaglig period”.

²⁹² Wendel, (2024) Uppgift till Di: Analytikermassage bakom raset i Fortnox.

²⁹³ Lindgren, (2022) FI ryter till mot ”analytikermassage”: ”Skadar förtroendet”.

²⁹⁴ Triches (2023) Kursrally i Elekta efter ny variant på ”analytikermassage”.

²⁹⁵ Se intervjuerna samt ”Själva problemet är väl att det är väldigt svårt att bevisa. Det är ju inte heller någon som vet exakt var gränsen går då det inte har prövats i någon större grad.”- citat, Joacim Olsson hämtat från Olsson, (2023) ”Analytikermassage” ger kurskaos på börsen.

²⁹⁶ Se intervjuerna.

²⁹⁷ Här avses Nasdaq Stockholms disciplinnämnd.

²⁹⁸ Se exempelvis disciplinnämndens beslut 2004:1, 2004:2, 2004:5, 2005:1, 2005:9, 2008:9 och 2022:06

²⁹⁹ Härkönen, (2013) s. 161.

³⁰⁰ Se Finansinspektionen, (2025) ESMA publicerar ett uttalande om ”pre-close calls”.

Analytikermessage i det enskilda fallet kan medföra negativa effekter men oftast torde effekterna vara begränsade till det aktuella bolagets aktie och dess aktieägare. Massagen medför en förstärkt informationsasymmetri i förhållande till den naturligt förekommande nivån av informationsasymmetri som följer av att analytikern är en expert, jämfört med småspararnas begränsade kunskap, verktyg och kompetens.³⁰¹ Värdet av den informationen som analytikern får genom massagen förstärks alltså av den redan förekommande asymmetrin och leder till ett kraftigt informationsövertag för analytikern. Vidare arbetar analytikern för institutionella aktörer som kan utnyttja detta kraftiga övertag för att tjäna pengar på, eller undvika att förlora pengar till mindre investerare, särskilt småsparare. Effekten i det enskilda fallet är alltså precis samma som marknadsmissbruksregleringen syftar till att förhindra, att någon som besitter icke-offentliggjord kan göra goda affärer till nackdel för andra godtroende ovetande investerare och därigenom skadar förtroendet för marknaden.³⁰² Det är också här som kritiken avseende investerarkollektivets A- och B-lag aktualiseras eftersom A-laget ”tillåts”³⁰³ handla på informationen innan den har prisats in i aktiekursen medan B-laget inte bara går miste om möjligheten till samma fördelaktiga affär som A-laget. Utan B-laget står även ovetande på den motsatta sidan av transaktionerna vilket innebär att de går miste om vinsten när A-laget vinner och förlorar när A-laget undviker förluster.

Analytikermessage som bredare fenomen påverkar aktiemarknaden på flera allvarliga sätt, både vad gäller marknads funktion och förtroendet för marknaden. Aktiemarknadens funktion kräver som tidigare nämnt att den är effektiv, genomlyst och likvid. Marknadens effektivitet är till stor del beroende på aktieprisets förmåga som informationsbärare vilket kopplas till förutsättningen att hela marknaden ska ha tillgång till samma kurspåverkande information. Aktiepriset justeras i och för sig åt det mer rättvisande prisnivåerna när analytikerns kunder börjar handla aktien med den nya informationen som kommer från analytikermessage. Detta är ett argument som har lyfts för att tillåta insiderhandel men som inte har accepterats då det förutsätter att någon gör sin vinst på orättvisa förutsättningar vilket anses vara oförenligt med effektiva aktiemarknader.³⁰⁴ Dessutom är det inte förenligt med en genomlyst marknad om det tillåts att vissa handlar aktier med kurspåverkande information som inte är offentliggjord. Att det återkommande rapporteras om misstänkt analytikermessage utan att det leder till några rättsliga åtgärder medför att allmänhetens förtroende undermineras.³⁰⁵ Investerarkollektivet och andra aktörer på aktiemarknaden verkar vara eniga om att det förekommer analytikermessage. En följd av att det accepteras som ett förekommande fenomen är att osäkerheten ökar när marknadsaktörer misstänker att vissa har tillgång till bättre information. Det är alltså en osäkerhet som grundas i att ingen vill vara den som förlorar för att någon annan ska kunna tjäna på sitt orättvisa informationsövertag. Detta kan leda till ökad volatilitet och spekulation kring

³⁰¹ Se ovan avsnitt 3.2.

³⁰² Jfr med ovan avsnitt 2.4.

³⁰³ Det är såklart inte tillåtet med någon form av insiderhandel men utan möjlighet att utreda blir det i praktiken tillåtet eftersom rättsföljderna som finns stadgade inte kan aktualiseras.

³⁰⁴ Prop. 2004/05:142 s. 40 f. och Broneus och Sattin, (2022) s. 32.

³⁰⁵ Se samtliga intervjuer.

vad som sagts i slutna analytikersamtal, snarare än att aktiekurser styrs av den offentliggjorda och publikt tillgängliga informationen.³⁰⁶ Något som alltså vidare undergräver aktieprisets förmåga som informationsbärare. Det kan nämnas här att de investerare som generellt sett tjänar pengar på ökad volatilitet är professionella aktörer och de som generellt sett förlorar pengar på ökad volatilitet är småsparare.³⁰⁷ Ytterligare en effekt som riskerar att förverkligas till följd av de andra effekterna om fenomenet inte hanteras på ett betryggande sätt är att investerare i större utsträckning väljer andra alternativ för sina investeringar vilket innebär en minskad likviditet på aktiemarknaden.³⁰⁸

4.3 Sammanfattning av analytikermassage

Sammanfattningsvis kan sägas att analytikermassage snedvrider aktiemarknaden genom att skapa informationsövertag för vissa aktörer, påverka aktiekurser på inofficiella grunder och urholka förtroendet för marknadens rättvisa och transparens. Effekterna i det enskilda fallet och fenomenets bredare effekter motverkar en effektiv och likabehandlande marknad, vilket i förlängningen kan leda till minskat deltagande och försvagat investerarskydd.

Det kan också konstateras att analytikermassage inte är strikt förbjudet men att det finns betydande risker för oavsiktliga övertramp.³⁰⁹ Det kan vidare konstateras att det till varierande grad skadar förtroendet för bolaget, analytiker kåren och marknaden. Om analytikermassage inte är strikt förbjudet, men det ändå skadar förtroendet för marknaden, är analytikermassage då oförenligt med god sed på aktiemarknaden?

Med utgångspunkt i ovan redogörelse för god sed och självregleringen samt ESMA:s uttalande, kan det konstateras att analytikermassage inte uttryckligen har hanterats särskilt. Med detta sagt finns det ändå viss vägledning. Först kan det nämnas att det ligger i linje med självregleringens och god seds syfte att försöka stoppa analytikermassagen.³¹⁰ Vidare har liknande situationer behandlats, och konstaterats otillåtna, i disciplinnämnden avseende selektiv informationsgivning av kurspåverkande information.³¹¹ Dessutom vidrör ESMA:s uttalande en specifik situation där det finns en förhöjd risk för analytikermassage till följd av den extra känsliga perioden före publiceringen av en rapport.³¹² Allt detta till trots kommer fenomenet som sådant, enligt min förståelse, inte anses strida mot god sed eller självregleringen förrän det faktiskt konstateras att så är fallet. En naturlig delförklaring till denna slutsats är att fenomenet fortfarande inte är tydligt definierat och det skulle föranleda stor förvirring om det konstaterades att analytikermassage strider mot god sed. Det samma skulle göras gällande om

³⁰⁶ Se ovan nämnda fall av misstänkt analytikermassage där aktiekursen rasade före den officiella informationen offentliggjordes av bolagen.

³⁰⁷ Se Oskarsson, (2023).

³⁰⁸ Eklund, (2025) s. 131.

³⁰⁹ Det beror såklart vad man tillämpar för definition av begreppet. Om analytikermassage likställs med ett otillåtet röjande av insiderinformation blir konstaterandet det motsatta, att all analytikermassage är strikt förbjuden.

³¹⁰ Jfr syftena med självregleringen och god sed under avsnitt 3.1.2.1 och effekterna av analytikermassage under avsnitt 4.2.

³¹¹ Se ovan avsnitt 3.1.2.2.

³¹² Se ovan avsnitt 3.3.

det tillkom ett förbud i någon självreglering som konstaterade att analytikermessage är förbjudet. Dessutom förhindrar insyns- och bevismöjlighetsbristerna att någon form av praxis, eller annan fallbaserad vägledning, skulle kunna utarbetas om vad som faktiskt utgör analytikermessage. Personligen anser jag att en utökad behandling av fenomenet inom akademien och ordentliga utredningar skulle bidra med en bredare förståelse för fenomenet vilket i sin tur skulle underlätta för den svenska aktiemarknaden och dess aktörer att hitta en välavvägd lösning.

Det som oftast lyfts fram är dock att analytikermessage skulle vara ett klandervärt agerande av bolagen, och eventuellt analytikerna. Att så är fallet är inte särskilt konstigt med hänsyn till att det är ett epiteta med negativt klang. Min undersökning av ämnet har dock fört mig till slutsatsen att det troligen är väldigt sällsynt, i förhållande till hur många analytikersamtal som hålls, att det faktiskt sker någon allvarligt otillbörlig informationsgivning.³¹³ Detta bekräftades även genom intervjuerna då samtliga respondenter framhöll att deras uppfattning var att det är mycket sällsynt att det faktiskt förekommer. Min uppfattning, och som det senare visade sig, även uppfattningen hos respondenterna var dock att det troligen förekommer misstankar om analytikermessage i en större utsträckning än själva massagen. Därav anser jag att det kan vara relevant att beskriva analytikermessage som: Misstankar om otillbörlig kommunikation, i formen av selektiv informationsgivning, mellan börsnoterade bolag och analytiker. Samt att grunden till misstankarna är att det från ett utomstående perspektiv skulle kunna röra sig om otillbörlig informationsgivning och att det med bristande insyn i samtalet inte går att utesluta genom granskning. Med den andra sidan av myntet att, det inte heller riktigt är möjligt för bolaget att värja sig från misstankarna och anklagelserna om analytikermessage.

5 Slutsats: Motiverar fenomenet reglering?

Den för uppsatsen mest centrala frågan är om fenomenet analytikermessage motiverar reglering. För att avgöra om så är fallet behöver olika aspekter beaktas, och med full transparens kan det konstateras att uppsatsens omfattning inte tillåter den utredning som skulle krävas för att leverera ett fullkomligt övertygande svar. Med det sagt kan en uppsats som denna ändå bidra till den vidare förståelsen på vilken framtida arbeten kan bygga vidare, samt ett besvarande av uppsatsens frågeställning utifrån uppsatsens förutsättningar.

5.1 Förtroendet för marknaden

En kritisk och återkommande punkt i hela uppsatsen och ämnet i stort är förtroendet för marknaden. Att analytikermessage är förtroendeskadligt för aktiemarknaden, är något som det verkar råda fullkomlig enighet om.³¹⁴ Konstaterandet att det är förtroendeskadligt, i förhållande till fenomenets

³¹³ Det kan även vara ett mycket omfattande mörkertal där den stora majoriteten av analytikersamtal aldrig ens misstänks.

³¹⁴ Se samtliga intervjuer.

kontext, som är informationsgivning och kurspåverkande information (som kan vara insiderinformation), talar för att fenomenet motiverar särskild reglering. Anledningen till detta är att huvudsyftet med insiderlagstiftning är att säkerställa förtroendet för aktiemarknaden och som det konstaterades i ett förarbete från 1984, att ”*redan misstanken om att insiderspekulation sker kan rubba detta förtroende.*”³¹⁵ Även förarbetet skrevs för mer än fyrtio år sedan, saknas det skäl för att inta en annan ställning idag.

En angränsande aspekt är vilka som drabbas och som det konstaterades ovan under avsnitt 4.2, har analytikermessage dels direkta effekter i det konkreta fallet, dels att analytikermessage som fenomen även medför potentiella omfattande effekter för aktiemarknaden som helhet och därmed även samhällsutvecklingen. Här kan det noteras att det redan vid de bredare effekterna borde medföra en viss enlighet om att fenomenet borde försöka minskas eller uteslutas. Det ligger trots allt i allas intresse att undvika systemiskt negativa effekter och inte mist för aktörerna som är verksamma på den finansiella marknaden. De bredare effekterna härstammar dock från de enskilda fallen av analytikermessage och en central aspekt av den enskilda message är att småsparare får nitlotten. Detta är viktigt att beakta eftersom dessa investerare är privatpersoner som investerar sina egna pengar. Därav är deras förluster mer avgörande för deras uppfattning av aktiemarknaden och ”*I slutändan handlar förtroende på samhällsnivå om människor*”.³¹⁶ Därav är det av mycket stor betydelse att småspararna som faktiskt förlorar sina egna pengar vid message kan få någon form av upprättelse. Som det ser nu är offrens möjligheter att få upprättelse minimal. I de bästa fallen kan det bli mer eller mindre allmänt vedertaget att en viss situation utgjort analytikermessage med försämrad goodwill för de inblandade. I vissa fall kan det även leda till en sanktion från börsens disciplinnämnd. Detta torde dock vara ett litet plåster på såret och knappast tillräckligt för att läka förtroendeskadan helt. Försättningen på resonemanget i det förra citatet är konstaterandet att förtroende inte kan ”*bevaras genom oföränderlighet, utan det kan endast upprätthållas i och genom förändring.*”³¹⁷

5.2 Svårtolkat regelverk

Att MAR förbjuder otillåtet röjande och utnyttjande av insiderinformation var den främsta faktorn som identifierades av respondenterna som svar på frågan om, vad som i dagsläget förhindrar eller begränsar förekomsten av analytikermessage. Detta överensstämmer med ”*Investor relations cliff*”³¹⁸ som målar upp bilden av att den bästa IR-personen är den som håller sig precis vid gränsen för vad som är tillåtet, men där ett litet övertramp av ”*the regulatory barrier*”³¹⁹ innebär att IR-personen faller handlost ner mot den straffrättsliga avgrunden med karriärlivet som insatts.

³¹⁵ SOU 1984:2 s. 98.

³¹⁶ Kristensson Ugglå, Reuter och Wijkström (red.) (2012) s. 23.

³¹⁷ Kristensson Ugglå, Reuter och Wijkström (red.), (2012) s. 23.

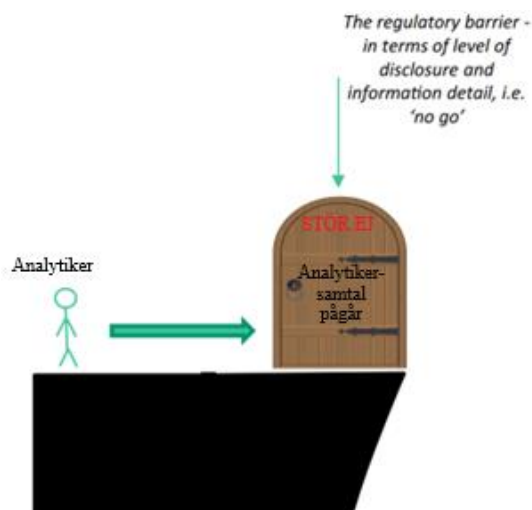
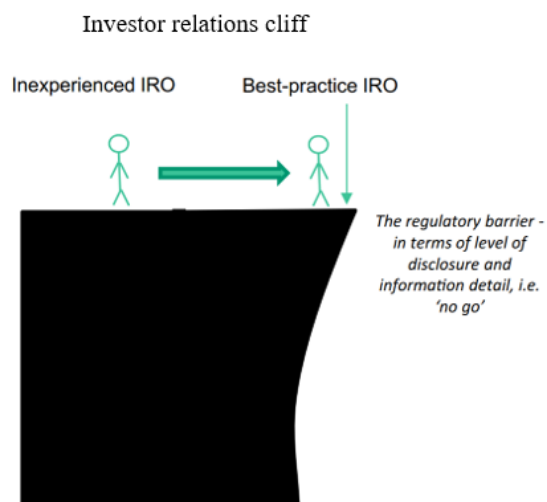
³¹⁸ Figuren från Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 19.

³¹⁹ Med ”the regulatory barrier” menas gränsen för vad som utgör ett otillåtet informationsgivande enligt MAR.

Som ESMA lyfter i sitt uttalande, finns det en stor risk för ”oavsiktliga” överträdelser av MAR under stängda analytikersamtal. Detta beror, som indikeras av ESMS formulering, med största sannolikhet inte på att IR-personer eller analytiker är arroganta och väljer att inte följa regelverket. Troligare är det en kombination av att regelverket är svårtolkat och att det helt enkelt inte finns någon tydlig praxis på vad som utgör analytikermassage och vad som är ”best-practice IRO”.³²⁰

Figuren till höger, kan utgöra en rättvisande och verklighetstrogen beskrivning. Men det saknas en dimension då figuren endast beaktar inifrån-perspektivet, det vill säga perspektivet från IR-personerna och analytikerna som är de som faktiskt deltar i de stängda analytikersamtalen. Detta utgör, i min mening, en brist då den inte tar hänsyn till utifrån-perspektivet, det vill säga perspektivet från exempelvis småsparare, journalister eller övriga som inte tillhör den mycket lilla kretsen av deltagande personer. Detta knyter an till vad som konstaterades ovan om att förtroendet kommer från människor, för det som visar sig när perspektivet från de utomstående beaktas är att det svårtolkade regelverket återigen skapar oreda. Det kan nämligen kännas som en naturlig slutsats att det har läckts insiderinformation om analytikern lämnar samtalet och justerar sin värdering på ett sätt som skiljer sig från analytikerns tidigare uppfattning. När det också beaktas att fenomenet analytikermassage inte är nytt utan att samma sak har varit förekommande i årtionden med återkommande kraftfulla rubriker i affärspressen, ligger misstankarna om analytikermassage inte långt borta. Dessutom är det i princip omöjligt för utomstående att bevaka eller granska om det verkligen inte försiggår några oegentligheter i analytikersamtalen.

Därav vill jag lyfta min egen figur som komplement till den tidigare som beskriver IR-stupet. För utomstående och framför allt för småsparare är det inte alls tydligt att IR-personerna håller sig på rätt sida av den regulatoriska gränsen. För hur skulle en utomstående överhuvudtaget kunna bekräfta att inga gränser korsades i samtalet bakom den stängda dörren, när den enda källan till vad som sagts är de närvarandes utsagor i efterhand. Att det är svårt för dessa utomstående personer att lita på IR-personerna och analytikerna är dessutom ganska befogat med hänsyn till att det finns tydliga incitament för dem att dels tänja på gränserna, dels till att hålla det för sig själva i efterhand.



³²⁰ Lykkesfeldt och Kjaergaard, (2022) s. 18.

5.3 Fenomenet riskerar att medföra ett marknadsmisslyckande

Som konstaterades ovan i avsnitt 2.5, krävs det generellt sett att det föreligger ett marknadsmisslyckande för att motivera ny reglering på de finansiella marknaderna.³²¹ Detta gäller i vart fall för ny reglering genom lagstiftning. För att kunna uppfylla syftet med uppsatsen är det därmed av intresse att ta ställning till om fenomenet analytikermassage utgör ett marknadsmisslyckande.

Analytikermassage som fenomen medför en betydande risk för ett underminerat förtroende för aktiemarknadens integritet och effektivitet. Som tidigare framhållits leder analytikermassagen till en differentiering av investerarna i ett A- och B-lag, där A-laget genom analytikerna får tillgång till nyanserad information som inte offentliggörs till allmänheten, det vill säga B-laget. De negativa externa effekterna av analytikermassage drabbar särskilt privatsparare. Vilket tala för att reglering kan vara befogad av konsumentskyddsintresset.

Denna asymmetriska informationsfördelning skapar en obalans som strider mot grundläggande principer för transparens och likvärdighet, vilket är centralt i MAR. Enligt propositionen om nya regler om marknader för finansiella instrument, är ett huvudsyfte med finansiell reglering att öka marknadernas effektivitet och likviditet genom att motverka sådan informationsobalans.³²²

Problemet förvärras av att bolag kan använda analytikermassage strategiskt för att justera marknadens förväntningar. Genom att selektivt påverka analytiker kan bolag förvisso undvika negativa rubriker, men samtidigt leder detta i förlängningen till systematisk felprissättning av värdepapper. Denna felprissättning påverkar i sin tur resursallokeringen i ekonomin, då kapital inte fördelas till de mest produktiva ändamålen. MAR betonar vidare vikten av integrerade finansmarknader med fullständig öppenhet, men i praktiken visar sig gränserna mellan tillåtna analytikersamtal och otillbörlig informationsspridning vara otydliga.

Samtidigt innebär striktare regleringar en avvägning där ökad transparens kring analytikersamtal kan riskera att kväva den meningsfulla dialogen mellan bolag och analytiker, som sedan förmedlar informationen vidare till resten av kapitalmarknaden. Trots att insiderlagstiftningen explicit förbjuder selektiv informationsspridning, kvarstår utmaningar i praktisk tillsyn. Det har identifierats svårigheter i att övervaka analytikersamtal och utreda misstänkta fall av analytikermassage. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv måste nyttan av regulatoriska ingripanden vara proportionerliga mot de identifierade riskerna. Slutligen krävs en balans mellan transparens och praktisk genomförbarhet. Medan ökad reglering kan minska informationsasymmetrier, finns en risk att alltför rigid kontroll kväver den legitima dialog som behövs för en fungerande kapitalmarknad.

Mot bakgrund av ovan resonemang är min slutsats att aktiemarknadsfenomenet analytikermassage förvisso medför en betydande risk för allvarliga konsekvenser som sammantaget skulle kunna utgöra

³²¹ Att det fordras ett marknadsmisslyckande konstateras även i prop. 2004/05:142 s. 40.

³²² Prop. 2016/17:162 s. 229.

eller utvecklas till ett marknadsmisslyckande. Dock anser jag inte att det föreligger ett marknadsmisslyckande i dagsläget. Mot bakgrund av detta anser jag inte att det är fullt ut motiverat med reglering genom lagstiftning, men jag anser ändå att fenomenet är så pass allvarligt att det inte bör lämnas helt utan åtgärd.

5.4 Fenomenet motiverar reglering

ESMA:s uttalande är ett välkommet inslag på området och det finns goda skäl till att fundera vidare på de olika förslagen på åtgärder som ”*kan anses som god marknadspraxis*”. Tyvärr valde ESMA en försiktig väg framåt genom sitt val av form för sina förslag samt att formuleringen var väldigt försiktig. Jag anser att det krävs tydligare vägledningen än vad som ges av ESMA:s uttalande. Min uppfattning är att regleringen ska syfta till att öka transparensen och därigenom förebygga att analytikermassagen fortsätter framöver.

Analytikermassage är definitivt förtroendskadligt och det är inte sällan småsparare, det vill säga konsumenter, som förlorar pengar. Det försämrade förtroendet riskerar vidare att medföra negativa effekter för aktiemarknaden i stort. Dessutom präglas analytikermassagen av en gråzonstillvaro där det till synes inte finns några tydliga besked om vad som är tillåtet och vad som inte är tillåtet.

Effekterna av analytikermassagen i kombination med okunskapen om fenomenet, medför enligt min uppfattning att det föreligger ett tydligt regulatoriskt och marknadsmässigt motiv för en särskild reglering av fenomenet analytikermassage.

5.5 Förslag: Inspelning av analytikersamtal³²³

Mot bakgrund av det som lyfts i denna uppsats, är mitt förslag (nedan Förslaget) på särskild reglering för att stoppa de förtroendskadliga effekterna av analytikermassagen följande:

- 1) Regleringen ska införlivas genom självregleringen, förslagsvis i Koden.
- 2) Regleringens huvuddel ska vara ett krav på bolagen att spela in samtliga analytikersamtal som bolaget håller inom en period om 45 dagar före publicering av en kvartalsrapport eller bokslutskommuniké.
- 3) Inspelningen ska vara av lämplig utformning med utgångspunkten av digital inspelning av ljud och eventuellt bild.
- 4) Bolagen vara skyldiga att spara inspelningarna i 30 dagar efter rapporten.
- 5) Bolagen ska också tillställa specifika inspelningar till börserna eller myndighet om dessa utreder misstänkt otillbörlig informationsgivning i samband med analytikersamtal.
- 6) Bolagen ska även åläggas en skyldighet att informera alla närvarande i samtalet om att bolaget har en skyldighet att spela in samtalet, bevara inspelningarna och vid misstankar, överlämna inspelningarna till börserna eller myndighet.

³²³ Som utgångspunkt kan det återigen understrykas att uppsatsens omfattning omöjliggör en utredning av samtliga aspekter som bör behandlas. Därav kommer det här endast, i korthet, redogöras för en tänkbar utformning.

5.5.1 I ljuset av aktiemarknadsrättens ändamål

Förslaget stöds direkt av aktiemarknadsrättens övergripande ändamål att upprätthålla marknadens effektivitet genom förtroende, integritet, transparens och likabehandling.

Aktiemarknadsrätten strävar efter att säkerställa att all kurspåverkande information är tillgänglig för samtliga marknadsaktörer samtidigt. Analytikersamtal som hålls inom perioden före publiceringen av en rapport medför en ökad risk för oavsiktligt röjande av insiderinformation. Om Förslaget införlivades skulle denna risk minska betydligt av främst två skäl, ett med direkt effekt och ett som får sin effekt över tid. Det första skälet är det med direkt effekt, nämligen att IR-personens medvetenhet om att samtalet spelas in skulle få denne att vara särskilt noggrann med vad som faktiskt sägs. Det andra skälet, var effekt kommer med tiden, är att inspelning med möjlighet till granskning skapar förutsättningar för ansvar att utkrävas för övertramp vilket skulle stärka aktiemarknadens legitimitet och integritet. Dessutom kommer utredningsmöjligheter i förlängningen leda till att det upparbetas en praxis utifrån kommande fall av misstänkt analytikermessage. En etablerad praxis skulle vara mycket hjälpsamt för alla som arbetar med analytikersamtal eftersom regelverket som konstaterat, är svårtolkat varpå behovet av vägledning är stort.

Den historiska aspekten av återkommande fall av misstänkt analytikermessage som inte har kunnat redas ut ordentligt på grund av bevissvårigheter har medfört en rådande förtroendebrist. Som tidigare redogjorts för är förtroendet för aktiemarknaden en övergripande förutsättning för marknadens effektivitet. Inspelningskravet och möjligheten för utredningar kommer stärka allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Förslaget är förtroendestärkande eftersom det ökar transparensen och begränsar premiuminvesteringarnas möjligheter att utnyttja informationsasymmetrierna till nackdel för småsparare. Förslaget har alltså positiva följder ur både likabehandlings- och konsumentskyddshänseende.

Förslaget är inte ett isolerat tekniskt krav, utan en logisk följd av aktiemarknadsrättens kärnprinciper. Genom att kombinera preventiva och repressiva funktioner bidrar inspelningskravet till att balansera marknadens effektivitet med skyddet för enskilda aktörer, vilket är en avvägning som genomsyrar hela aktiemarknadsrätten. Effekterna som har identifierats här har direkt positiva effekter på aktiemarknaden samt att de i förlängningen stärker aktiemarknadens effektivitet.

5.5.2 Proportionalitet och risker med överreglering

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden lyfter på sin hemsida att ”En välfungerande värdepappersmarknad förutsätter att det finns förtroende och samförstånd mellan allmänhet, investerare, företag, myndigheter och politiker”³²⁴, (min understrykning för att poängtera en viktig aspekt av aktiemarknadsregleringens praktiska förhållningssätt). Det krävs samförstånd om åtgärden. Det är nämligen detta praktiska förhållningssätt som har medfört att självregleringen fortsätter att finnas kvar. Jag tror även att detta är en styrka i Förslaget för som det framgår i mina intervjuer finns

³²⁴ Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, *Självregleringens roll på värdepappersmarknaden*.

det en viss skepsis till om reglering i form av lag kommer uppnå önskad effekt och detta undviks genom att Förslaget införlivas genom självregleringen.

Att Förslaget införlivas i Koden medför även det ytterligare en positiv verkan ur ett proportionalitetshänseende. Denna verkan kommer från att Koden endast är tillämplig på bolag som är noterade på en reglerad marknad. Detta innebär att bolag som är listade på en *tillväxtmarknad för små och medelstora företag*³²⁵, som generellt präglas av en lägre regelbörda för att möjliggöra högre tillväxt, inte skulle träffas av Förslaget. Att tillväxtbolagen inte träffas av kravet ligger i linje med den senaste tidens avreglering inom EU som syftar till att minska den regulatoriska bördan.³²⁶

Vidare är det av proportionalitetsskäl viktigt att regleringen inte medför allt för ingripande åtgärder eller att den regulatoriska bördan bli för stor. Även detta kopplar an till vikten av samförstånd. Ur ett proportionalitetsperspektiv kan det konstateras att de flesta analytikersamtal hålls digitalt varpå det i dagens teknologiska samhälle är väldigt enkelt att spela in ett analytikersamtal. Även för de fall där analytikersamtal skulle genomföras fysiskt tillåter exempelvis telefoner och datorer inspelning. Sålunda kommer Förslaget inte att medföra några större svårigheter eller omfattande arbetsbörda för bolagen.

En aspekt som har kommit att bli väldigt aktuell i Europa den senaste tiden är att överreglering riskerar att hämma utvecklingen och tillväxten, se exempelvis den omfattande Draghi-rapporten från tidigare chefen för den Europeiska centralbanken.³²⁷ Denna uppfattning gör sig definitivt gällande på det aktiemarknadsrättsliga området där självregleringen har en fortsatt stark närvaro:

*”Det är tveksamt om även den mest ambitiösa lagstiftaren, verkligen kan eller bör reglera alla företeelser på värdepappersmarknaderna på ett harmoniserat sätt. Ett viktigt skäl mot ett sådant försök från EU är att det föreligger betydande skillnader mellan de olika värdepappersmarknaderna i EU. Vi kan nog därför räkna med att också i framtiden på värdepappersmarknaden få se en blandning av offentlig reglering och självreglering, där de olika formerna kompletterar varandra.”*³²⁸

Förslagets införlivande genom självregleringen medför även en fördel i förhållande till överreglering. Självregleringens fördelar i detta avseende är att den utformas närmre själva aktiemarknaden och därmed har den bättre förutsättningar att hitta en nivå och utformning som är proportionerlig men med mindre risk att begränsa utveckling och tillväxt. Vidare har självregleringen en stor fördel jämfört med traditionell lagstiftning i att processen är mycket snabbare och smidigare samt att det

³²⁵ Detta är en klassificering för MTF-plattformar inom EU som upplever vissa krav och samtliga MTF-plattformar i Sverige har klassificeringen.

³²⁶ Se ESMA, (2024) *Listing Act*.

³²⁷ Draghi, Mario. Address by Mr. Mario Draghi at the presentation of the report on the Future of European competitiveness in the European Parliament, s.2. samt Draghi, Mario. Report on the Future of European competitiveness.

³²⁸ Sevenius och Örtengren (red.), (2021), s.89.

inte minst är en mycket mindre långdragen och komplicerad process att avreglera om effekterna av Förslaget inte blir som det var tänkt.

Som framgår tydligt av intervjuerna är den gängse uppfattningen bland respondenterna att analytikermessage inte är särskilt vanligt förekommande och att deras personliga förtroende för aktiemarknaden därmed inte kraftigt påverkas av fenomenet. Samtidigt är respondenterna eniga om att analytikermassagen, trots sin faktiskt begränsade förekomst, är kraftigt förtroendeskadligt för allmänheten. Fenomenets (troligen) begränsade förekomst skulle kunna lyftas som en anledning till att inte införa Förslaget med resonemanget att problemet inte är tillräckligt stort och att bolagen inte kommer följa kraven eftersom det uppfattas som onödigt. Jag menar dock att den begränsade förekomsten av faktiska fall av analytikermessage talar för Förslaget av två starka skäl. Det första kopplar an till respondenternas enighet om att allmänhetens förtroende för marknaden kraftigt påverkas negativt av fenomenet. Som lyfts tidigare i uppsatsen har just allmänhetens förtroende lyfts som en avgörande faktor i nästan samtliga förarbeten på området. Det andra skälet är att, resultatet av att det troligen inte förekommer analytikermessage särskilt ofta innebär att det är detta som kommer synas i och med Förslagets transparens-effekt. Bolaget kommer därav kunna freda sig från anklagelser om analytikermessage genom att på ett trovärdigt sätt faktiskt visa vad som sagts. Det gynnar alltså bolagen att kunna visa att de inte har masserat och det gynnar även marknaden genom att allmänhetens förtroende kan stärkas.

Detta borde dessutom innebära ett större ”*samförstånd mellan allmänhet, investerare, företag, myndigheter och politiker*”³²⁹ vilket kraftigt ökar sannolikheten för Förslaget att få ett lyckat genomslag.

6 Avslutande reflektioner

Som konstaterades i inledningen till denna uppsats, tillåter ämnets tidigare utforskade natur inte en heltäckande eller fullkomlig hantering av ämnet. Nedan återges ett antal aspekter som jag under författandet av uppsatsen har identifierat som särskilt relevanta för framtida hantering. Med viss ödmjukhet konstaterar jag även att ämnet som helhet även fortsatt är att betrakta som utforskat men att denna uppsats kan tjäna som en ingång för framtida framställningar av klokare och mer belästa personer än jag själv.

gtr

6.1 Systematiska aspekter av Förslaget

Att införa Förslagets krav på inspelning av analytikersamtal skulle inte bara hjälpa bolagens IR-personer att uppfylla sina lagstadgade skyldigheter, utan också skapa en mer transparent och tillförlitlig marknad där information dokumenteras korrekt och kan granskas vid behov. I ett finansiellt klimat där trovärdighet och förtroende är av högsta vikt, erbjuder inspelning av analytikersamtal betydande fördelar för alla marknadens aktörer.

³²⁹ Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, *Självregleringens roll på värdepappersmarknaden*.

En utförligare systematisk utvärdering av olika argument, baserat på empiriska bevis, praktisk genomförbarhet och juridisk grund borde ytterligare kunna framhäva de systematiska fördelarna med Förslaget.³³⁰

6.2 Komparativa aspekter av Förslaget

Analytikersamtal och risken för otillbörlig informationsgivning i samband med samtalen är inte unikt för Sveriges aktiemarknad. Genom att analysera argumenten bakom Förslaget utifrån ett komparativt perspektiv kan vägledning och stöd finnas i hur andra rättsordningar har hanterat samma eller liknande problematik.³³¹ I en tid där EU strävar efter en gemensam kapitalmarknadsunion är det därför relevant att studera och jämföra hur detta fenomen hanteras i olika medlemsländer, för att stärka transparensen och förtroendet på hela den europeiska aktiemarknaden. Andra rättsordningar som kan vara intressanta att undersöka är de nordiska länderna samt Storbritannien och USA.

6.3 Lagstiftningshistoriska aspekter av Förslaget

Genom en analys av finansiell lagstiftningsutveckling och regulatoriska lärdomar från tidigare kriser kan fenomenet få en fördjupad kontext och Förslaget kan jämföras med tidigare reglering för att utröna hur de tilltänkta effekterna av Förslaget kan komma att förverkligas. Exempelvis kan det beaktas en kombination av efterdyningar från finansiella skandaler, utvecklingen av transparenskrav i EU:s regelverk och den successiva expansionen av dokumentationskrav i globala ramverk.³³²

6.4 Rättsekonomiska aspekter av Förslaget

Om Förslaget betraktas genom ett rättsekonomiskt perspektiv som balanserar juridisk effektivitet, kostnadsnyttoanalys och marknadens funktionseffektivitet kan några initiala effekter skönjas. Förslaget borde kunna medföra i) en minskning av transaktionskostnader; ii) förenklad regelefterlevnad; samt iii) en förbättrad marknadseffektivitet.

Genom att kombinera ovan redogjorda insikter med en utförlig analys utifrån regulatoriska krav, transaktionskostnadsteori och beteendekonomi borde en tydligare bild av de rättsekonomiska förutsättningarna för Förslaget framträda och därmed vidare belysa fördelarna.³³³

6.5 Aktiemarknadens A- och B-lag

En fråga som jag har kommit i kontakt med som jag anser vara väldigt relevant men som inte ryms i uppsatsen är: I vilken utsträckning differentieras institutionella investerare på aktiemarknaden från ”vanliga” privatsparare?

³³⁰ Se exempelvis Spaak i Nääv och Zamboni (red.), (2018) s. 47 ff. och Sevenius och Örtengren (red.), (2021) s. 27 ff.

³³¹ Se exempelvis Valguarnera i Nääv och Zamboni (red.), (2018) s. 143 ff.

³³² Se exempelvis Samuelsson i Nääv och Zamboni (red.), (2018) s. 377 ff.

³³³ Se exempelvis Dahlman, Glader och Reidhav, (2004) samt Bastidas, Venegas i Nääv och Zamboni (red.), (2018) 177 ff.

Detta behandlades i korthet i avsnitt 3.2.8, och det handlar om att förekomsten av ett A- och B-lag eller premium- och privatinvesterare, riskerar att tvinga bort privata investerare från aktiemarknaden om de alltid kommer behöva out-smarta premium-investerarna som har ett inneboende övertag. Det aktualiserar alltså konsumentskyddsintressen vilket återfinns inom många områden av rättssamhället.

Det är inte en enkel avvägning hur privatspararnas intressen kan skyddas utan att i en för stor grad begränsa analytikernas möjlighet att skapa värde genom sin kunskap och kompetens. Ett problem som har lyfts är att många analytiker arbetar på stora investmentbanker och hedgefonder. Detta är ett problem då en masserad analytiker enkelt kan komma sprida informationen genom informella kanaler till den handlande avdelningen som kan köpa på bra nyheter eller sälja på dåliga nyheter. En aktiv handel kan dock följas och utredas i efterhand varpå banken i stället ”nöjer sig” med att minimera sina förluster genom att avstå från att sälja till följd av bra nyheter och avstå från att köpa baserat på dåliga nyheter.³³⁴ Genom detta förfarande minskar banken risken att bli upptäckta i sitt utnyttjande av massa-informationen samtidigt som de ändå utnyttjar informationen för att öka sina vinster.³³⁵

Det bör noteras att urtypen av utnyttjande av information som begränsas genom reglering är ett positivt utnyttjande, det vill säga att utnyttjaren gör sin vinning på en annan investerares bekostnad. Här är det snarare tal om ett negativt utnyttjande genom att utnyttjaren använder informationen för att undvika dåliga affärer. Resultatet blir dock att de ovetande investerarna berövas möjligheten att göra lika goda affärer. Resultatet blir alltså i båda fallen en konkurrensfördel för en utnyttjande part till nackdel för ovetande part. Med andra ord en handel som inte sker på lika villkor. Som tidigare konstaterat utgör handel på lika villkor en central förutsättning för aktiemarknadens effektivitet.

³³⁴ Se intervju med Nils Liliedahl.

³³⁵ Även om de inte direkt gör någon vinstaffär, begränsar de sina förlustaffärer varpå deras totala vinst (vinsterna i förhållande till förlusterna) ökar.

7 Litteraturförteckning

Offentligt tryck

Lagar

Lag (1979:749) om Stockholms fondbörs

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

Myndighetsföreskrifter

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

Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse (FFFS 2017:2).

Propositioner

Prop. 2004/05:142, *Marknadsmissbruk*.

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

Prop. 2008/09:61, Stabilitetsstärkande åtgärder för det svenska finansiella systemet.

Statens offentliga utredningar

SOU 1984:2, Erfarenheter av och synpunkter på insiderlagen.

SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden.

SOU 2013:6, Att förebygga och hantera finansiella kriser.

SOU 2015:2, Värdepappersmarknaden, MiFID II och MiFIR.

Övrigt offentligt tryck

Finansinspektionen, (2017) *Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden*,

<https://www.fi.se/contentassets/6b939bc3d68c43f09ef6ce3971c1b831/marknapp2017ny.pdf>

(Hämtad 2025-05-17).

Riksbanken, (2017) *Finansiell stabilitet 2017:2* -

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/svenska/2017/171122/finansiell-stabilitetsrapport-20172.pdf> (Hämtad 2025-05-17).

Oskarsson, L. (2023) *Vinnare och förlorare i handeln med meme-aktier*, Finansinspektionen.

<https://www.fi.se/contentassets/a747279916b54702bb8393b16586549f/fi-analys-40-vinnare-forlorare-handel-meme.pdf> (Hämtad 2025-05-17).

Finansinspektionen, (2024) *Finansinspektionens konsumentskyddsarbete*,

<https://www.fi.se/contentassets/5b8cd0a109b54be99781bf83cc20fc8d/ramverk-konsumentskydd-2024.pdf> (Hämtad 2025-05-17).

Finansinspektionen, (2025) *ESMA publicerar ett uttalande om "pre-close calls"*,

<https://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2024/esma-publicerar-ett-uttalande-om-pre-close-calls/>

(Hämtad 2025-05-17).

Finansinspektionen, (2025) *ESMA*, <https://www.fi.se/sv/marknad/internationellt/esma/> (Hämtad 2025-05-17).

Finansinspektionen, (2025) *Insiderförteckningar*.

<https://www.fi.se/sv/marknad/emittenter/insiderinformation/insiderfor-teckningar/> (Hämtad 2025-05-17).

Finansinspektionen, (2025) *Insiderinformation*.

<https://www.fi.se/sv/marknad/emittenter/insiderinformation/> (Hämtad 2025-05-17).

Statistiska centralbyrån, (2025) *Finansräkenskaperna fjärde kvartalet 2024*,

<https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/nationalrakenskaper/finansrakenskaper/finansrakenskaper-kvartal-och-ar/pong/statistiknyhet/finansrakenskaperna-fjarde-kvartalet-2024/?> (Hämtad 2025-05-17).

Offentligt tryck EU

Grundfördrag

Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (konsoliderad version), Europeiska unionens officiella tidning (C 326/47), [FEUF].

Förordningar

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/77/EG.

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

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG.

The Listing Act (Förordning (EU) 2024/2809, direktiv (EU) 2024/2810 samt direktiv (EU) 2024/2811).

Direktiv

Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU.

Kommissionens genomförandedirektiv (EU) 2015/2392 av den 17 december 2015 om Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller rapportering till behöriga myndigheter av faktiska eller potentiella överträdelser av den förordningen.

EU-domstolen

Mål C-106/77, Amministrazione delle Finanze dello Stato mot Simmenthal SpA, [Simmenthal-målet].

Mål C-106/89, Marleasing SA mot La Comercial Internacional de Alimentacion SA, [Marleasing-målet].

Mål C-628/13, Lafonta mot Autorité des marchés financiers, [Lafonta-målet].

Mål C-19/11, Markus Geltl mot Daimler AG, [Geltl-målet].

Övrigt offentligt tryck EU

Committee of Wise Men, (2001) Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Bryssel [Wise Men Report].

European Securities and Market Authority ESMA, (2024) *Listing Act*.

<https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/listing-act>

European Securities and Market Authority, (2024) *ESMA reminds on rules for sharing information during pre-close calls*. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reminds-rules-sharing-information-during-pre-close-calls>

Europeiska rådet, (2025) *Strategin för icke-professionella investerare*.

<https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/retail-investment-strategy/>

Europeiska rådet, (2025) *Tidslinje – Kapitalmarknadsunionen*.

<https://www.consilium.europa.eu/sv/policies/capital-markets-union-explained/timeline-capital-markets-union-explained/>

Litteratur

Adler, P. och Adler, P. (1984). *The Social Dynamics of Financial Markets*, University of California.

Akerlof, G.A. (1970) *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly journal of economics, 84(3), s. 488-500.

Andersen, I. (1998) *Den uppenbara verkligheten: val av samhällsvetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur.

- Bell, J., Waters, S. och Nilsson, B. (2016) *Introduktion till forskningsmetodik*. Femte upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Bergström, C.F. och Hettne, J. (2014) *Introduktion till EU-rätten*. Första upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Broneus, S. och Stattin, D. (2022) *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*. Stockholm: Norstedts juridik.
- Cheng, Y., Liu, M.H. och Qian, J. (2006). "Buy-side analysts, sell-side analysts and investment decisions of money managers". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1) s. 51-82.
- Chung, H. K., och Jo, H. (1996) *The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(4) s. 493–512.
- Dahlman, C., Reidhav, D. och Glader, M. (2005) *Rättsekonomi: en introduktion*. Andra upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Draghi, M. *Address by Mr. Mario Draghi at the presentation of the report on the Future of European competitiveness in the European Parliament*, 2024-09-17.
- Draghi, M. *Report on the Future of European competitiveness*, 2024-09-09.
- Eklund, K. och Stattin, D. (2021) *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*. Tredje upplagan. Uppsala: Iustus förlag.
- Eklund, K. (2025) *Vår ekonomi: en introduktion till världsekonomin*. Sextonde upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Hansen, J.L. (2017) 'Issuers' duty to disclose inside information', *ERA-Forum*, 18(1), s. 21–39.
- Hansen, J.L. (2017) 'Market Abuse Case Law –Where Do We Stand With MAR?', *European company and financial law review*, 14(2), s. 367–390.
- Hansen, J.L. (2016) *Say When: When must an issuer disclose inside information?* Nordic & European Company Law Working Paper Nr 16-03.
- Hansen, J.L. (2012) *The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, Nordic and European Company Law Working Paper Nr. 10-35.
- Härkönen, E. (2013) *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning: särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*. Stockholm: Jure.
- Jacobsen, D.I., Andersson, S. och Holmberg, J. (2024) *Hur genomför man undersökningar?: introduktion till samhällsvetenskapliga metoder*. Tredje upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Johansson, J. (2007) 'Sell-side analysts' creation of value - key roles and relational capital', *Journal of human resource costing & accounting*, 11(1).
- Kalss, S., Oppitz, M., Torggler, U. och Winner, M. (2021) *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014*. Edward Elgar Publishing Limited.
- Kraakman, R. (2017) *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Tredje upplagan. Oxford: Oxford University Press.

- Kristensson Ugglå, B. Reuter, M. och Wijkström, F. (2012) *Vem i hela världen kan man lita på?: förtroende i teori och praktik*. Första upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Lykkesfeldt, P. och Kjaergaard, L.L. (2022) 'IR's Responsibilities of Implementing Policies and Planning Ahead', in *Investor Relations and ESG Reporting in a Regulatory Perspective*. Switzerland: Springer International Publishing AG.
- Mishkin, F.S. och Eakins, S.G. (2024) *Financial markets and institutions*. Tionde upplagan. Upper Saddle River: Pearson.
- Moloney, N. (2016) *EU securities and financial markets regulation*. Tredje upplagan. Oxford: Oxford University Press.
- Myrdal, J. (2023) *Insiderinformation: och börsbolagens informationsplikt*. Första upplagan. Stockholm: Norstedts juridik.
- Nääv, M. och Zamboni, M. (2018) *Juridisk metodlära*. Andra upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Schmauch, M. (2018) *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m: en kommentar*. Upplaga 1. Stockholm: Norstedts Juridik.
- Schütze, R. (2021). *European Union Law*. Tredje upplagan. Oxford: Oxford University Press.
- Sevenius, R. och Örtengren, T. (2021) *Börsrätt*. Femte upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Sjöman, E. (2019) 'EU:s marknadsmissbruksförordning och uppköpserbudanden'. Svensk juristtidning, (9), s. 882–904.
- Sjöman, E. och Skog, R. (2021) *Takeover-reglerna: en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*. Sjätte upplagan. Stockholm: Norstedts juridik.
- Stewart, V. och Stewart, A. (1987) *Business Applications of Repertory Grid*. McGraw-Hill, London. Genom hänvisning i Suliman Al-Hawamdeh. (2002) *Knowledge management: re-thinking information management and facing the challenge of managing tacit knowledge*, School of Communication and Information, Nanyang Technological University, Singapore.
- Persson, A. Statistiska centralbyrån (2016) *Frågor och svar: om frågekonstruktion i enkät- och intervjuundersökningar*. Stockholm: Statistiska centralbyrån.
- Zuckerman, E. W. (1999). *The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy*. *American Journal of Sociology*, 104(5), 1398–1438.

Övriga källor

- Aktiemarknadsnämnden. <https://www.aktiemarknadsnamnden.se/> (hämtad 2025-05-17).
- Aktiemarknadsnämndens självregleringskommitté. <https://regelkommitten.se/> (hämtad 2025-05-17).
- Bratt, F. (2023). *Analytikermassage delar in marknaden i A- och B-lag*, Nordnets blogg. <https://www.nordnet.se/blogg/analytikermassage-delar-in-marknaden-i-a-och-b-lag/> (hämtad 2025-05-17).
- Corvin, T. *What is Mosaic Theory?* The Trading Analyst. <https://thetradinganalyst.com/mosaic-theory/> (hämtad 2025-05-17).
- Eklind, L. (1999) *Informationsregler p Stockholms, Köpenhamns och Oslos Fondbörs - en kartläggning*. Juridiska institutionen Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

- Elofsson, J. (2016) *Bakom stängda dörrar*, Affärsvärlden.
<https://www.affarsvarlden.se/kronika/bakom-stangda-dorror-6787935> (hämtad 2025-05-17).
- Emittentregelverk Nasdaq - *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares Regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden Harmoniserade delen giltig från och med 1 januari 2024 Nasdaq Stockholm – Supplement D giltigt från och med 1 januari 2025*.
[https://www.nasdaq.com/docs/2025/01/02/Nasdaq_Nordic_Main_Market%20 - Shares - Rulebook %28SWE%29 1 Jan 2025.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2025/01/02/Nasdaq_Nordic_Main_Market%20-Shares-Rulebook%28SWE%29_1_Jan_2025.pdf) (hämtad 2025-05-17).
- Emittentregelverk Nordic Growth Market - *EXCHANGE RULES RULES FOR ISSUERS WHOSE FINANCIAL INSTRUMENTS ARE ADMITTED TO TRADING ON MAIN REGULATED, APPLICABLE COMMENCING MAY 4, 2020*.
<https://www.ngm.se/hubfs/Exchange%20Rules%20-%20Main%20Regulated.pdf> (hämtad 2025-05-17).
- Financial Stability Board (FSB), (2024) *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024*. <https://www.fsb.org/uploads/P161224.pdf> (hämtad 2025-05-17).
- Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, *Självregleringens roll på värdepappersmarknaden*. https://godsed.se/sjalvregleringens_roll (hämtad 2025-05-17).
- Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. <https://godsed.se/> (hämtad 2025-05-17).
- Hagströmer, S. (2023) *Hagströmer: Ovisst för Stockholmsbörsen – inne i "obehaglig period"*, Nyhetsbyrån Direkt. <https://www.privataffarer.se/placeringar/aktier/hagstromer-ovisst-for-stockholmsborsen-inne-i-obehaglig-period/> (hämtad 2025-05-17).
- Hallvarsson och Halvarsson (2013) *9 Frågor till analytiker om kvartalsrapportering*.
<https://mb.cision.com/Public/2971/9506471/bb06185197eecf08.pdf> (hämtad 2025-05-17).
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Svensk kod för bolagsstyrning*.
https://bolagsstyrning.se/gallande_kod (hämtad 2025-05-17).
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning. <https://www.bolagsstyrning.se/> (hämtad 2025-05-17).
- Levin, D. (2024) *Källor till DI: Analytikersamtal bakom EQT:s kursras*, Dagens Industri.
<https://www.di.se/nyheter/kallor-till-di-analytikersamtal-bakom-eqt-s-kursras/> (hämtad 2025-05-17).
- Lindgren, M. (2022) *FI ryter till mot "analytikermassage": "Skadar förtroendet"*, Dagens Industri.
<https://www.di.se/nyheter/fi-ryter-till-mot-analytikermassage-skadar-fortroendet/> (hämtad 2025-05-17).
- Mellqvist, G. (2023) *"Analytikermassage" vinstvarning i Hexatronic*, Dagens Industri.
<https://www.di.se/nyheter/analytikermassage-foregick-vinstvarning-i-hexatronic/> (hämtad 2025-05-17).
- Nämnden för svensk redovisningstillsyn. <https://redovisningstillsyn.se/> (hämtad 2025-05-17).
- Nasdaq, (2025) *Main Market Equity Issuers on Nasdaq Stockholm (Prices in SEK exclusive of VAT)*.
https://www.nasdaq.com/docs/2025/01/06/Nasdaq_Main_Market_Stockholm_Pricelist_2025.pdf (hämtad 2025-05-17).
- Nasdaq Stockholms disciplinnämnd, beslut 2004:1.

- Nasdaq Stockholms disciplinnämnd, beslut 2004:2.
- Nasdaq Stockholms disciplinnämnd, beslut 2004:5.
- Nasdaq Stockholms disciplinnämnd, beslut 2005:1.
- Nasdaq Stockholms disciplinnämnd, beslut 2005:9.
- Nasdaq Stockholms disciplinnämnd, beslut 2008:9.
- Nasdaq Stockholms disciplinnämnd, beslut 2022:06.
- Nyhetsbyrån Direkt, (2025) *Handeln på Stockholmsbörsen minskade 2024 – fler noteringar*, Dagens Industri. <https://www.di.se/live/handeln-pa-stockholmsborsen-minskade-2024-fler-noteringar/> (hämtad 2025-05-17).
- Olander, B. (2023) *Vad är tyst period?* <https://murgata.se/tyst-period/> (hämtad 2025-05-17).
- Olsson, J. hämtat från Olsson, M. (2023) *"Analytikermassage" ger kurskaos på börsen*, Dagens Industri. <https://www.di.se/nyheter/analytikermassage-ger-kurskaos-pa-borsen/> (hämtad 2025-05-17).
- Olsson, M. (2023). *"Analytikermassage" ger kurskaos på börsen* Dagens Industri. <https://www.di.se/nyheter/analytikermassage-ger-kurskaos-pa-borsen/> (hämtad 2025-05-17).
- Rådet för hållbarhets- och finansiell rapportering. <https://radetforrapportering.se/> (hämtad 2025-05-17).
- Samimian Johansson, P. (2025) *Börsbolagens drag efter debatten om analytikermassage: "Öppet för alla"*, Affärsvärlden. <https://www.affarsvarlden.se/artikel/borsbolagens-forandring-efter-debatten-om-analytikermassage-oppet-for-alla> (hämtad 2025-05-17).
- Statistiska centralbyrån. *Finansräkenskaperna fjärde kvartalet 2024*, <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/nationalrakenskaper/finansrakenskaper/finansrakenskaper-kvartal-och-ar/pong/statistiknyhet/finansrakenskaperna-fjarde-kvartalet-2024/?menu=open> (hämtad 2025-05-17).
- Sveriges finansanalytikers förening. <https://www.finansanalytiker.se/> (hämtad 2025-05-17).
- Triches, R. (2023) *Kursrally i Elekta efter ny variant på "analytikermassage"*, Dagens Industri. <https://www.di.se/live/kursrally-i-elekta-efter-ny-variant-pa-analytikermassage/> (hämtad 2025-05-17).
- Wendel, J. (2024) *Uppgift till Di: Analytikermassage bakom raset i Fortnox*, Dagens Industri. <https://www.di.se/live/uppgift-till-di-analytikermassage-bakom-raset-i-fortnox/> (hämtad 2025-05-17).
- Wolinsky, J. (2024) *A Modern Approach to Phil Fisher's Scuttlebutt Investing*. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/jacobwolinsky/2024/03/01/a-modern-approach-to-using-phil-fishers-scuttlebutt-investing/> (hämtad 2025-05-17).

8 Bilagor

Bilaga 1

Intervjufrågemall

1. Presentera dig själv. Vem är du?
2. Vad är din yrkesroll?
3. Kan du beskriva ditt förhållande till och erfarenhet av analytikersamtal inom din yrkesroll?
4. Har du erfarenhet av, eller kunskap om både öppna och stängda analytikersamtal?
 - a. Om ja, vad anser du är de största skillnaderna?
 - b. Om ja, vilka fördelar och nackdelar ser du med de olika uppläggen? Praktiska/teoretiska.
5. Vilka regler/regelverk och/eller normer aktualiseras i samband med analytikersamtal?
6. På en skala från 1–6, hur väsentligt skulle du säga att analytikersamtal är för att bolagens förmåga att förmedla information till aktiemarknaden, där 1 är oväsentligt och 6 är oundgängligt?
 - a. Utveckla varför.
7. Hur skulle du beskriva företeelsen känd som ”analytikermassage”?
8. På en skala från 1–6, hur stort problem skulle du säga att analytikermassage utgör, där 1 är inget problem och 6 är ett helt oacceptabelt problem?
 - a. Utveckla varför.
9. Vilka faktorer i dagsläget anser du möjliggör analytikermassage?
10. Vilka faktorer i dagsläget anser du förhindrar analytikermassage?
11. Upplever du att risken att det förekommer analytikermassage skadar ditt förtroende för aktiemarknadens effektivitet?
 - a. Utveckla om varför/varför inte.
12. Upplever du att risken att det förekommer analytikermassage skadar det allmänna förtroendet för aktiemarknadens effektivitet?
 - a. Utveckla om varför/varför inte.
13. Upplever du att det är enighet i synen på analytikermassage från olika berörda parter, exempelvis: småsparare, institutionella investerare, journalister, börsnoterade bolag, analytiker, tillsynsansvariga och regelskapare?
 - a. Om nej, vilka upplever du har en avvikande syn?
14. Tror du att den svenska aktiemarknaden skulle gynnas av någon form av reglering som specifikt hanterade analytikersamtal för att motverka analytikermassage?
 - a. Om ja, vilken typ av reglering skulle du förespråka:
 - i. Reglering av tillåtna format för analytikersamtal, exempelvis endast öppna samtal.
 - ii. Dokumentationskrav för att öka transparens och möjliggöra utredningar av misstänkt analytikermassage, exempelvis genom krav på digital inspelning av samtalen.
 - iii. Annan möjlighet?
 - b. Om ja, vad anser du är de viktigaste aspekterna att reglera kring analytikersamtal?
 - c. Om nej, hur anser du att fenomenet analytikermassage bör hanteras?
15. Tror du att den europeiska kapitalmarknadsunionen skulle gynnas av samma typ av reglering?
 - a. Om ja, borde Sverige föregå EU med denna reglering eller invänta harmoniserande reglering från EU?
 - b. Om nej, varför?
16. Är det något som du tycker saknas från vårt samtal och skulle vilja tillägga?
17. Finns det något annat perspektiv du tycker är viktigt för mig att fånga upp i min analys?

Bilaga 2

Intervju om analytikermessage med Nils Liliedahl

14 mars 2025, via Teams.

Eliaz Utbult

Yes, då kör jag i gång har jag min första punkt eller fråga är att jag tänker att du ska få presentera dig själv och lite grann beskriva vem du är.

Nils Liliedahl

Jag heter Nils Liliedahl och generalsekreterare på Sveriges finansanalytikers förening, som är en intresseförening för finansarbetare, främst i Stockholm, som gör utbildningar och seminarier och främjar kommunikation och utbyte mellan olika människor som arbetar inom finansbranschen, ungefär 1000 medlemmar. Och skriver boken, Finansanalytikernas rekommendationer. Det är en liten verksamhet. Jag har jobbat här i 15 år, ungefär innan dess var jag på börsen i 20 år nästan och jobbade med redovisningsfrågor på slutet och ansvarig för bolagsövervakningen, ja ett antal år på nittioalet och fram till 2010.

Eliaz Utbult

Där var du också inne på min andra fråga som är, vad är din yrkesroll?

Nils Liliedahl

Ja, det gjorde jag. Men ja, jag sitter inte och analyserar. Men jag pratar med analytiker och har varit med och skrivit boken och jag är väldigt teoretisk analytikerna så, men jag sitter inte i IR-möten med bolag.

Eliaz Utbult

Kan du beskriva din ditt förhållande till och erfarenhet av analytikersamtal?

Nils Liliedahl

Ja, jag har ju då ingen direkt erfarenhet av analytikersamtal, men eftersom jag har varit på regelsidan så har jag ju stött på en massa ifrågasättanden av vad som har sagts och vad som inte har sagts under möten mellan bolag och analytiker. Genom åren och frågan är nog exakt precis samma faktiskt som för 25 år sen eller 30 år sedan, till och med faktiskt. Det är; hur/vad får man prata om? Och det gäller fortfarande. Hur länge innan rapport är det lämpligt att säga någonting? Hur påverkar vänskapsband mellan folk som träffas ofta och hur pratar man med varandra och på vilket sätt? Bjuder man in alla som borde bjudas in? Bjuds alltid journalister in? Ska alltid journalister bjudas in till öppna möten? Som är lite enklare nu för tiden nu göra, vilket kanske inte var så enkelt förr. Ställer de här övriga personerna rätt frågor? Kanske inte, oftast inte faktiskt tycker jag. Så jag kan förstå att de kanske inte alltid är inbjudna för att det blir en helt annan diskussion när alla är inbjudna och så. Men det är en svår avvägning och jag vet inte. Det kommer alltid något case. Någon journalist som har hittat någonting eller något prat eller

någon kursuppgång och som då hävdar att det har sagts då och då eller inte sagts då och då.

Och det är svårt att avgöra vad som har sagts mellan två personer i ett stängt rum.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga kopplar an till förhållandet mellan öppna och stängda analytikersamtal och frågan är om du har någon erfarenhet eller känsla av de två varianterna.

Nils Liliedahl

Nej egentligen inte, mer än att jag vet att bolagen generellt sett. Nu pratar jag väl alltid generellt inte vi alltså. Vissa har öppet? Absolut, men många vill inte ha det på grund av att frågorna då blir helt annorlunda. En analytiker kan ställa en fråga på någonting i resultat och balansräkning eller om någon tillväxt i något land eller detaljfråga om hur det har gått i samband med något förvärv eller någonting annat medan journalisten då är på ett helt annat plan om man säger så. De har ingen grundkunskap om bolaget eller djup kunskap om bolagen. Utan det är ofta någonting som de har sett eller läst som föranleder att de drar i väg någon snabb fråga för att "sätta dit" bolaget om man säger så. Den andra risken då som ju inte är någon risk är egentligen. Det är ju att när det är journalister med, så vet alla IR och alla andra att då kan det komma med i tidningen vad man än säger och man måste vara mycket mer försiktig när man pratar på något vänster. Eftersom journalisten då enligt dem, rätt eller fel, inte har total koll, så kan någonting feltolkas eller övertolkas. Eller att journalisten tror att det är ny information som har funnits länge och så vidare. Så det blir lite stellar i kommunikationen och tråkigare diskussioner tror jag både analytiker och bolag tycker. Men sen ibland så blir det ju fel. Absolut ja. Men det är det är väl förklaringen till att de vill vara stängda, men att de kanske inte är det. Sen så finns det ju mellan varianter. Man får bara lyssna till exempel och det kanske variant. Alltså man har journalister som får lyssna, men inte ställa frågor i princip. Eller får man kan inte förbjuda att de ställer frågor, men om man bjuder in på det remissen så tror jag man accepterar det.

Eliaz Utbult

Menar du att det skulle vara mer av en åhörarpplats, för att uppfylla deras granskande funktion.

Nils Liliedahl

Ja precis och det är väl fine i och för sig. Och sen har väl problemet minskat lite med lagstiftning när det gäller det här med förbud för handel för insynspersoner först efter 30 dagar innan. Vilket indirekt för många bolag innebär den här tysta perioden. Och det är väl kanske bara skönt att slippa det. Och när man vet mer om resultatet. Sen är det många bolag som kommer sent och då är den tysta perioden ändå ointressant för om det tar två månader att lämna en rapport så har det fortfarande gått en månad och då vet man fortfarande resultatet en månad innan och då

kan man prata fritt. Vilket jag också tycker är lite absurt för att jag tror alla bolag vet ungefär hur det har gått, två dagar efter tre dagar efter bokslutsdagen.

Eliaz Utbult

Nästa fråga; vilka regler, regelverk eller normer skulle du säga aktualiseras i samband med analytikersamtal, som är viktiga för olika parter att tänka på.

Nils Liliedahl

Nej, det är ju bara att man inte lämnar ut insiderinformation otillbörligt alltså. Man får inte lämna ut information som kan väsentligt påverka och så vidare. MAR har hit och dit till en person som inte behöver informationen för sin professionella roll. Och då blir det ojämlig informationsdistribution och då är det fel utifrån grundläggande börsregler. Det är helt enkelt felaktigt. För då får analytiker ett försteg jämfört med andra och kan handla på den informationen. Sen kan man väl säga att det där är ju bolagen väldigt rädda för. Av den anledningen att det finns ju inte bara en analytiker, det finns ju många. Det man, specifikt i one-to-one-möten, för jag tror att det här är mest alltså, det är mer kopplat... Det finns ju två, dels att det är one-to-one, bara analytiker IR och dels ett öppet eller halvöppet möte mellan IR och många analytiker. Ja men det man säger till en i ett one-to-one-samtal får ju de andra tio eller 20 inte reda på och då blir man ovän med dem. Så av rent taktiska skäl, så det är ingen bra idé och därför vill man inte göra det normalt sett så att. Sen så är väl problemet sällan skulle jag, om jag skulle säga någonting som är problem med att träffas när det handlar väl mer om åt andra hållet. Det är ju ganska lätt att granska om du säger för mycket till någon positivt och den köper eller lämnar en köp-rek då är det ganska lätt att se. Det som kanske är värre är att man berättar att det inte går så bra och då gör man kanske ingenting och det går ju inte att granska. Jag hade tänkt att köpa, men nu köper jag inte på grund av den nya informationen. Jag hade jag fått som är insiderinformation. Ja, men det kommer aldrig synas för jag gör ingenting. Jag är inte så dum så att jag säljer på inflationen, men jag avstår från att köpa. I princip så man som IR eller likande rikta om någon lite grann åt någonting och det är ju väldigt svårt att... Det kommer ju aldrig synas någonstans, eller? Det finns ingen uppsida för bolaget att hjälpa enskilda analytiker eller bolag eller firmor. Om man bara tänker längre än en rapport framåt. Och de får i baken i så fall ganska snabbt så att ja, generellt absolut. Det förekommer säkert, men jag tror inte att det är någon jättestor utsträckning. Det är lite självlösande.

Eliaz Utbult

Nästa fråga ska du få svara med en siffra på en skala. Och då är skalan från ett till sex och frågan är: Hur väsentligt skulle du säga att analytikers samtal är för bolagets förmåga att förmedla information till

aktiemarknaden? Där ett är oväsentligt och sex är oumbärligt.

Nils Liliedahl

Det är i alla fall inte ett och inte sex... Om jag tar i Sverige eftersom det är bara det jag har koll på. I princip så är svenska stora bolag väldigt snabba och duktiga på. Ja på kommunikation via papper om man säger så, så det är ju klart vill egentligen. Det är rapporten som är det som bygger så att jag får landa på en två och tre.

Eliaz Utbult

Hur skulle du beskriva företeelsen känd som analytikermessage?

Nils Liliedahl

Den definitionen är då den är nog helt oklar. Man kan väl jämföra det med ordet vinstvarning? Som är en helt annan sak, men om vi tar det vidare, så har ordet vinstvarning. Så har det ju också blivit inte bara en varning utan ett pressmeddelande som beskriver en förändrad verklighet både uppåt och neråt medan det alltid betraktas som neråt. Men det är både uppåt och neråt. Analytikermessage är lite på samma sätt, då det är en icke offentliggjord eller offentlig presenteras kommunikation mellan bolag och analytiker. Begreppet analytikermessage innebär inte alltså att medvetet bryta mot reglerna nu säger så, det är inte analytikermessage. Alltså om de här två är polare har bestämt sig att jag du får den här insiderinformationen. Det är liksom ointressant, tycker jag i det här sammanhanget. Utan det är väl vad går gränsen för vad som är viktig information som delges bara till ett fåtal eller tillräckligt viktig. Den här gränsen är inte alldeles solklar skulle jag säga liksom. Men det är inte prognosen för nästa år eller liksom utan det är detaljer i underliggande nivån och hur viktig är den i förhållande till helhetsbilden och var den gränsen går. Och då tycker väl för vissa så är väl den i gränsen, då kanske lägre och lite högre för andra. Jag tror generellt att mycket av den informationen som vissa tycker är analytikermessage för de allra flesta 90 95 % skulle vara helt ointressant. De ska inte förstå vad den betydde. Men för den personen som har så stor kunskap om bolaget så kan den absolut betyda någonting. Är det då rätt eller fel? Eller ja, jag kan nog inte riktigt svara på det, men mycket av den informationen som jag tror ingår i begreppet analytikermessage. Skulle vara ointressant för de allra flesta att ha. De skulle inte veta om den om den kommer i en rapport som siffror. Deras reaktion skulle vara, ja vad ska jag med den informationen till? Eller vad betyder det? Men det handlar ju om vart den glidande gränsen går för uppenbart inte viktig information, till kanske viktig information. Som tillsammans med mycket annan information som kan bygga ett case som gör att det kanske faller över till att bli analytikermessage. Man har alltså otillbörligt på ett eller annat sätt.

Eliaz Utbult

En följdfråga på det, är du av upplevelsen att en del av det som skapar det som upplevs som analytikermessage är att kommunikationen mellan bolaget och analytikern är så pass effektiv till följd av analytikerns kompetens och kunskap att analytikern lyckas dra slutsatser från information som en ”vanlig” investerare inte skulle förstå vikten av?

Nils Liliedahl

Det var det jag försökte säga. Det var precis det jag försökte säga, ungefär. Så att det som är kurspåverkande eller viktigt för aktiemarknaden. Det är inte samma saker för alla personer helt enkelt.

Eliaz Utbult

Nästa fråga har vi återigen en skala från ett till sex och frågan är, hur stort problem skulle du säga att analytikermessage utgör idag? Där ett är inget problem och sex är ett helt oacceptabelt problem.

Nils Liliedahl

Ja tror med de regler som finns om tysta perioder, den erfarenhet som finns bland IR så är det enstaka fall. Ja, en tvåa.

Eliaz Utbult

Nästa fråga, vilka faktorer anser du möjliggör analytiker message?

Nils Liliedahl

Ja, en faktor kan ju vara att man blir ju beroende av varandra eftersom alla som träffas mycket och känner varandra, att man blir liksom polare som bolag och analytiker. Och då blir man lite mer släpphänt i sin kommunikation helt enkelt. Om man litar på varandra, så kan man släppa lite mer och veta att den inte hamnar i någon analytikerrapport. Mottagaren vet att man kanske inte använder informationen direkt genom att lägga en stor köporder, utan man använder den på ett annat mer diskret eller långsiktigt sätt för jag tror att så fort man som bolag ser att någonting används fel. Då tror jag man drar öronen åt sig direkt. Men den närheten mellan analytiker och IR kan absolut över tid säkert vara ett problem. Inte så att det blir väldigt mycket information som delas fel men att de kanske slirar lite på gränsen.

Eliaz Utbult

Vilka faktorer skulle du säga förhindrar analytikermessage?

Nils Liliedahl

Ja, det är väl de här. Det är ju handelsförbudet för ledningen. Ja, det, det spelar egentligen ingen roll för analytikermessage, men handelsförbudet är skälet till den här tysta månaden innan en rapport. Detta har bolagen nästan alltid och de två hänger ihop. Bolagen säger normalt att de inte vill prata med någon nu. Vi svarar inte på någonting annat än i undantagsfall om någonting är extremt händer. De har ingen kommunikation med omvärlden under den här perioden. Den tysta perioden kommer inte från några regler. Det är ju bara egna. Det

kan vara intressant att titta vidare på, vilka bolag som har en policy om tyst period och hur de är utformade.

Eliaz Utbult

För att förtydliga för mig själv, menar du att bolagens egna policys om en tyst period är det främsta som i dagsläget förhindrar analytikermessage?

Nils Liliedahl

Ja, bolagets egna 30 dagars tysta period. Och om den är 30 dagar inför rapportdag eller om den är från balansdag till rapport, vilket den borde vara i större utsträckning. Jag tror att vissa bolag har en tyst period under hela tiden från balansdag till rapportens avgivande. Sen blir ju den tysta periodens längd då varierande på hur snabbt bolaget lämnar sin rapport och då kan det ju bli bara två eller tre veckor. Men det finns några som kanske har en period på sex veckor eller någonting. Om det är en halvårsrapport, så har de tyst period från balansdagen 1 juli till rapporten kommer i mitten på augusti någonting. Men det finns inget rätt sätt utan de olika varianterna förekommer. Det är ett sätt helt enkelt och det är nog skönt för bolagen, för då vet de att jag behöver tänka på vad de kommunicerar.

Eliaz Utbult

Nästa fråga upplever du att risken att det förekommer analytiker message skadar just ditt förtroende för aktiemarknadens effektivitet?

Nils Liliedahl

Nej. Alltså, det är en liten del av många regler som finns och just analytikermessage är ingenting som skadar mitt förtroende även om det absolut kan förekomma. Det kan vara någon brist här och var men det är i det stora hela inte någonting som påverkar mitt förtroende för aktiemarknaden.

Eliaz Utbult

Upplever du att risken att det förekommer analytiker message skadar å andra sidan allmänhetens förtroende för aktiemarknaden effektivitet.

Nils Liliedahl

Det kan inte jag svara på med eftersom jag är lite mer insatt. Om det kommer stora rubriker i tidningar där det står att analytiker har fått förhandsinformation fast de inte har det eller fast de har, det vet man ju aldrig helt säkert. Då är det ju klart att det påverkar, men om det har med sanningen att göra så är inte jättemycket. Jag tror att stora ”vanliga” insiderhärvor, när man med flit gett information till någon som inte ska ha den och informationen används, då skadar det absolut. Analytikermessage i dess vanliga form tror jag inte skadar förtroendet lika mycket.

Eliaz Utbult

Upplever du att det är enighet i synen på analytikermessage från olika berörda parter och då tänker jag exempelvis småsparare, institutionella investerare, journalister, börsbolagen, analytiker, tillsynsansvariga och regelskapare.

Nils Liliedahl

Nej, men alltså, om du frågar en halv-okunnig privatsparare så kommer de tycka att det förekommer jättemycket analytikermessage. För de tror alltid att folk fuskar. Frågor journalister tror jag att de kommer svara att de vet att det förekommer ibland och att de alltid borde få vara inbjudna till analytikersamtal och få reda på allting. Så journalisterna kommer vara kritiska. Jag tror att IR och analytiker själva säger att det inte är något större problem. Men samtidigt är det ju alltid konkurrensaspekter med. Exempelvis kan både analytiker och IR se på sina konkurrenter och anse att vissa är för nära i sin relation, att de blir liksom polare. Så det kan nog finnas gruff även i branschen om man säger så. Men jag tror inte de tycker att analytikermessage är ett jättestort problem. Och jag tror att det var mer sådant prat förr. Problemet är ju fortfarande det samma som med alla möten där man bara pratar one-to-one, att någon annan aldrig kommer få reda på vad som sägs ändå.

Tillsynsansvariga har ju även de väldigt svårt att få reda på information om vad som har sagts i dessa samtal. Och de som utövar tillsynen är börserna i första hand och sen finansinspektionen i andra hand. Detsamma gäller även dömande instanser. Sen är tyvärr min erfarenhet att de inte har så bra koll när de väl kommer in. Vilket kan få lite konstiga utfall. Ibland blir det okej, men ibland blir det väldigt mycket fokus på fel saker.

Eliaz Utbult

Tror du att den svenska aktiemarknaden skulle gynnas av någon form av reglering som specifikt hanterar analytikersamtal med avsikt att motverka analytikermessage?

Nils Liliedahl

Nej, det tycker jag inte. Jag tycker att det är bra som det är. Jag tycker att börserna och andra kan absolut påtala risken och problemet. Jag tycker att de kan dela ut pamfletter som beskriver vad man får och inte får göra. Vad som är lämpligt och olämpligt. Vad som borde göras och vad man borde vara försiktig med. Att informera om att ett gynnande av någon i form av analytikermessage innebär ett missgynnande av en massa andra. Sen vara tydlig med att handeln granskas och så vidare. Men några fler regler behövs inte. För de hjälper liksom inte. Reglerna finns, de måste bara följas.

Eliaz Utbult

Om jag uppfattat det rätt så förespråkar du utvecklad branschpraxis och ansvarstagande från alla parter och att information är rätt väg?

Nils Liliedahl

Ja, och som sagt, de som vill göra fel, de kommer göra fel i alla fall. De som bryter mot lagen med flit bryr sig inte om reglerna ändras eller om det tillkommer någon ny regel.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, hur effektivt tror du att problemet med analytikermessage skulle hanteras av en reglering av tillåtna format för analytikersamtal? Och då skulle det exempelvis kunna vara att det endast är tillåtet med öppna analytikersamtal eller semi-öppna med insyn.

Nils Liliedahl

Inte alls. Man kan inte förbjuda folk att prata med varandra på de sätt som de vill.

Eliaz Utbult

Hur effektivt tror du att problemet med analytikermessage skulle hanteras av en reglering med någon form av dokumentationskrav för att öka transparensen under analytikersamtal och även möjliggöra utredningar av misstänkta fall analytikermessage i efterhand? Detta skulle exempelvis kunna göras genom krav på digital inspelning av samtalen.

Nils Liliedahl

Ett sådant förslag har jag inte hört innan. Nej, av den anledningen att om man vill säga något olämpligt, så säger man ju inte där och då. Men man kommer prata vid andra tillfällen när det inte ens är ett analytikersamtal utan man bara pratar. Så nej.

Eliaz Utbult

Och nästa fråga, tror du att den europeiska kapitalmarknadsunionen skulle gynnas av någon form av reglering avseende analytikersamtal för att hantera fenomenet analytikermessage?

Nils Liliedahl

Nej. Av samma anledningar som för den svenska aktiemarknaden.

Eliaz Utbult

Då är min nästa fråga om det är någonting som du tycker saknas från vårt samtal som du skulle vilja lägga till?

Nils Liliedahl

Nej, du verkar ha bra koll på ämnet, du har nya infallsvinklar. Det man inte får glömma är att det är bra att bolag ska kunna kommunicera med sina intressenter och marknaden och framför allt för att klargöra saker. Det är ju därför bolagen har analytikersamtal och analytiker kanske använder det genom att de ställer en fråga åt något håll för att få reda på mer information. De kanske slänger ur sig ett påstående som de inte vet om det stämmer eller ej för att IR-personen ska hoppa på den bollen och förklara något och råka dela med sig för mycket. Men det där får man ju lära sig om man jobbar med IR och jag tror att ju fler man träffar ju mer man jobbar, så tror jag att man snabbar upp det där som IR. Och även om det nog finns en del analytiker som försöker lite så är det inte vanligt förekommande. Samtalen kan nog föras i lite av en grå zon, där det man säger, inte är ny marknadsinformation utan det är någon detalj i ett visst segment eller en förväntansbild på någon region eller någonting annat. Det är inte uppenbara saker

utan, de försöker hitta någon sorts bra väg att kommunicerade. Sen kan man säga att ibland vet analytikerna mer om bolagets situation än vad bolagen vet. För bolaget sitter i sin egen bubbla och analytikerna har många bubblor som de tittar i och ser då större trender och kan sätta det enskilda bolaget i en bättre kontext. Därför kan de veta att den här uppgången, just den här månaden som ni hade, den var bara tillfälligt till följd av det här. Så ibland vet analytikerna mer och ibland mindre. Min uppfattning är att bolagen kan vara lite väl överoptimistiska och lite kära i sitt eget bolag. Och detsamma kan gälla för analytiker som följer ett bolag.

Eliaz Utbult

Den sista frågan jag har är om det finns något annat perspektiv som du tycker är viktigt att fånga upp i den här analysen?

Nils Liliedahl

Det har skett en förändring av analytikersrådet för det är inte lika lönsamt att vara analytiker. Vilket har lett till att det finns färre analytiker nu för tiden. Dessutom följer analytikerna fler bolag nu vilket har medfört att det inte finns lika många analytiker som följer bolagen djupt. Alltså, analytiker idag har generellt sett inte lika bra koll på de bolag som de följer. En anledning till detta är nog att det har blivit mer indexförvaltning, vilket är en mycket tråkigare förvaltning. Förvaltare och analytiker idag har inte så mycket tid att lägga på varje bolag.

Den här utvecklingen gör att analytikerna och förvaltarna blir mer som en vanlig investerare över tid. Och då blir de här frågorna om exempelvis analytikermassage också kanske något mindre spännande om man nu säger så. Det kommer kanske inte finnas analytiker som vet tillräckligt mycket för att ställa detaljfrågor. Det kommer vara lite mer datadriven handel. Att man stoppar in siffrorna i någon modell och så kommer det framgå om man ska köpa eller inte. Redovisade siffror får större betydelse, textform får mindre betydelse, lite tråkigt tycker jag.

Eliaz Utbult

En följdfråga på det, har du en känsla av att det här med analytikersamtal och i förlängningen, analytikermassage också kommer påverkas till den graden att det kommer minska till följd av den ökade indexhandeln?

Nils Liliedahl

Nej, det vet jag inte riktigt men det kan nog vara lite åt det hållet som det utvecklas. Att de här frågorna blir lite mindre viktiga. Det blir lite färre analytiker, lite färre detaljerade frågor. Det blir mer att man pratar med stora fonder som pratar mer om andra saker exempelvis hur många kvinnor sitter i styrelsen och liksom governance-historier för att kunna bli mer investeringsbara. I stället för att fråga om detaljer och det kan man svara på utan att

det är problematiskt. De mjuka frågorna har ingen MAR-påverkan direkt.

Eliaz Utbult

Okej, tack så mycket för din input!

Bilaga 3

Intervju om analytikermessage med Catharina Paulcén

17 mars via Teams

Eliaz Utbult

Ok, men den första punkten och det är att du ska få presentera dig själv vem du är och din yrkesroll.

Paulcén, Catharina

Idag jobbar jag ju på Thule och det har jag gjort sedan mitten på november och här ansvarar jag för det vi kallar för Corporate Communications och Investor Relations. Nu tycker jag Investor Relations ingår i Corporate Communications, men vi har valt att specificera det. Det innebär egentligen allting som rör extern kommunikation som inte går till kund. Kan man säga lite förenklat. Vi har ett marknadssteam som sköter alla, alla kunddialoger och så sköter jag allt det övriga och blir betyder ju mycket finansiell kommunikation, mycket internkommunikation och det har jag egentligen gjort under hela mitt yrkesliv. Jobbat med de områdena. Jag började jobba med Investor Relations 99. Jag kom in som marknadsassistent på ett bolag och då fanns ju egentligen inte Investor Relations. Ingen visste riktigt vad det var eller hur det ser ut. Och så skulle bolaget börsnoteras och då fick jag frågan om jag ville börja jobba med den finansiella kommunikationen tillsammans med VD:n då. Och det upptäckte jag att det här är ett jättespännande område. Det är liksom lite så utforskat och ingen som riktigt vet. Hur gör man detta bäst? Och många som hade börjat jobba med det kom från den finansiella sidan, medan min bakgrund är som ekonom inom marknadsföring och organisation.

Paulcén, Catharina

Så jag tänkte väl mer på det som liksom klassisk marknadskommunikation, fastare i aktiemarknaden som är kund i stället. Och sen har liksom Investor Relations följt mig genom alla mina roller genom åren och ibland har jag haft eller jag i princip alltid haft Corporate Communications. Men ibland har jag även haft marknadsansvarig, ibland ett ansvar för HR. Ibland har jag varit ansvarig för hållbarhet så att det alltid har kombinerats med något att säga eller så har över tid, men Investor Relations då ligger man väldigt varmt om hjärtat. Jag tycker att det är ett roligt område att jobba med så att det har funnits kvar alltid. Har gett mig lite av en konkurrensfördel eller också för det är inte så många som jobbar med det så att. Men det jag lyssnade på Arne Jacobsson tror jag den heter som var VD för Ratos under väldigt många år. Han är inte lika synlig längre, men han höll en presentation på Nasdaq för Investor Relations-personer och han hade både en informationschef han hade en Investor Relations chef och det bolaget gör jobbade på ägdes delvis Ratos så att jag fick jobba liksom med de här väldigt seniora personerna väldigt tidigt i mitt

yrkesliv. Och då sa han att sa han någonting som jag tog med mig som var att en bra Investor Relations-person är som en VD i light-format, för man måste kunna väldigt mycket om alltså måste kunna lägga mycket om väldigt ett väldigt brett område för du måste kunna svara lika bra som VD på alla frågor. Och det tyckte jag var en, då blir jag också om du gör detta på ett bra sätt så blir det också en väldigt bra sparringpartner till världen. Du är en av dem som faktiskt kan bolaget alla.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är hur du skulle beskriva ditt förhållande till och din erfarenhet av analytikersamtal som det haft inom yrkesroll.

Paulcén, Catharina

Men om man om man tittar på hur analytikersamtalen under åren. Vad som talen har utvecklats genom åren, så när jag började jobba med det här så var analytikerna hade större inflytande än vad de har idag. För att dels fanns det flera analytiker och det gjorde också att analytikerna täckte färre bolag. Så de bolagen de täckte var de väldigt djupt insatta i. Nu har man dragit ner mycket på analytiker kåren, vilket gör att dom måste liksom täcka fler bolag snabbare. Det gör också att analytiker som talet har bytt karaktär och faktiskt blivit. På det viset viktigare för att analytikerna kan mindre om ditt bolag. Än vad de kunde för det andra då är ju att det har blivit liksom att makten eller vad ska man säga på finansmarknaden har ju omfördelats för att tidigare fanns ju inte Nordnet eller Avanza. Det fanns liksom inte alla de här forumen där privatpersoner kunde göra sin egna analyser och diskutera. Och det har ju också gjort att analytikers roll har blivit mindre viktig. Så deras åsikt blir ju liksom en åsikt i mängden på ett annat sätt än vad det var tidigare. För det gör ju att analytikersamtalet liksom blir mindre viktigt och det förstår man, men det blir liksom ett verktyg av många. Men samtidigt så blir jag själva samtalet mer viktigt för att de inte har tid att sätta sig in i bolagen lika djupt som de hade tidigare. I analytikersamtalet förr kunde du gå mer rakt på sak. Nu måste man oftast förklara mycket mer runt omkring. Mycket mer grundläggande. Det är också värt att nämna att många analytiker är anställda av investmentbanker. Men jag tror de har gått mycket till hedgefonder för alltså. Hedgefonderna fick från början inte lov att blanka och man fick inte lov att massa, liksom sådana här finansiella verktyg som man inte fick använda lika liberalt som man får idag. Och det är såklart en häftig utmaning för någon som har en skarp hjärna. Hur kan man sätta ihop den ultimata portföljen i? Sen är sen är inte vi som bolag lika glada för dom för dom spekulera i både uppgång och nedgång så att de förstärker ofta både upp och nedgång, vilket vi vill ju ha en stabil aktiekurs. Vi tycker inte det vi hade hellre behållit dem som analytiker faktiskt.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är, har du erfarenhet eller kunskap och har både öppna och stängda analytikertal.

Paulcén, Catharina

Ja alltså, det har ju alltid varit praxis och har liksom stängda analytiker samtal och jag skulle ju säga att vi fortsätter pratar med våra analytiker. Alltså. Jag pratar med dem varje vecka om allt möjligt mellan himmel och jord. Även så här att dom har dom gjort på helgen, liksom för det är ju det är ju lite som att du har en stor kund alltså. Jag har tänkt på dem som mina key accounts att man ska ha en sund relation till dem så att det inte blir ett beroende. Men samtidigt måste dock ha en varm, relation. Så att säga men det får aldrig lov att gå över gränsen, men du kan ju ändå ha en viss omtanke om dem som personer också. Men de öppna samtalen är egentligen för min del inte riktade så mycket mot analytiker som att det är att alla ska få höra samma sak som vi sa till analytikerna. Sen brukar jag vara analytisk och ringa in ändå och dom är väldigt viktiga för de öppna samtalen för att det är de som vågar ställa frågor. För utan dom i dom här öppna kollen så blir det ganska tyst och tomt man behöver dem för att det är väldigt otäckt att ställa frågor för en så stor publik liksom. Och ibland ställer de faktiskt ja, men jag märker ju att ibland ställer de ju frågor som redan vet svaret på. Men de vill ju att syna, de bjuder in sina kunder också, så de vill ju att sina kunder ska höra det direkt från oss för att det ger ju liksom en mer nyanserad än om de filtrerar svaret då. Men det har ju varit. Det är ett ganska nytt fenomen så att jag har ju inte kört så många sådana gruppsamtal än det är liksom en handfull hittills.

Eliaz Utbult

Ser du några praktiska eller teoretiska liksom fördelar eller nackdelar med öppna eller stängda?

Är det svårare att genomföra de öppna samtalen till exempel?

Paulcén, Catharina

Alltså vi, vi är ju alla människor och ingen vill ju visa sin okunskap, liksom inför någon grupp. Så att man märker ju i de stängda analytikertal, så.

Alltså, jag vet inte om du kommer att komma till en sådan fråga sedan, men liksom vad man egentligen säger i de här stängda samtalen är när ni har lyssnat på vissa journalister som har liksom spekulerat kring hur ett sådant här samtal går till utgår det liksom de ifrån att analytikerna är väldigt påläst och kommer ihåg allt man har sagt. Men, det gör de ju inte, speciellt inte idag när de har så många bolag så att emellanåt så känner man sig som att alltså har du överhuvudtaget inte lyssnat på allt vi har sagt månaderna. Om man upprepar så grundläggande saker. Och i de öppna samtalen försöker vi ju upprepa allt det igen utan att någon har ställt frågan. Men om vi skulle liksom när vi kör ett ständigt samtal så är det ju mer som

en dialog. Det är ju ingen liksom presentation från vår sida och då blottar sig analytikern mer märker vi ju mycket mer än vad han eller hon inte har hängt med på eller inte lyssnat på, eller liksom så i de öppna samtalen så kör vi en presentation först, vilket gör att analytikerna kan liksom ställa de frågorna där de låter lite smartare för att de. Har redan fått den här informationen som vi kanske faktiskt har glömt. Precis de får en ingång i det och så kan de ställa någon följdfråga. Ja, men för mig är ju ju analytiker dialogen att se var analytikerna går snett i ganska viktigt, alltså att jag kan ju märka det sen eller att det vill säga några analytiker som alltid gör fel på valuta. Liksom aldrig glömmet bort att valutakurserna har ändrats eller någonting eller att det kan finnas sedan analytiker som kanske lägger jättestor vikt vid den amerikanska marknaden, fast den inte är så stor för oss. Då säger jag ju till att han eller hon liksom när vi får den informationen att du kommer väl ihåg nu igen att den amerikanska marknaden inte i år. Eller liksom att jag kan också märka att vissa analytiker hänger upp sig mycket på hur det har gått för konkurrenterna. Och vissa konkurrenter kan ju vara lika och så vissa konkurrenter kan vara väldigt olika oss alltså. De kan ju räkna som konkurrenter och finans alltså finansmarknadsperspektiv fast vi tycker inte de är konkurrenter.

Och så kan man då dra slutsatser som säger att ja, men när deras affärsområde grupp eller neråt så påverkar det Thule. Och då? Då får man när man då ser att de har släppt en rapport så ibland får man säga, du kommer väl ihåg nu att deras affärsområde inte är kopplat till vårt affärsområde? För man vet att den analytikern ofta fastnar i det resonemanget. Ja och det gör man ju inte för att öppet call. Och det är ju för att vi alla är människor. Alla har vi liksom någonting som vi kanske hänger upp och sliter för mycket eller för lite på oss och det lär man ju sig om sina analytiker och det är ju det som är det fina i den här relationen att. Mån, vi vill ju göra rätt att de vill göra rätt och just all känd information får vi ju lova påminna om och då det behövs oftare än vad man tror.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, vilka regler eller regelverk och eller normer aktualiseras i samband med analytikertal som du tycker är viktigt att.

De olika parterna tänker på.

Paulcén, Catharina

Jag tycker ändå att Nasdaq's regelverk och MAR, det är väl framför allt. Ja, jag skulle säga att det finns ju ingen direkt lagstiftningen eller så, men det är ändå Nasdaq regelverk som liksom är mer detaljerad. Jag tycker ändå de har försökt genom åren att försöka ge exempel på vad man inte får. Inte får lov att säga. De har lite mer ett uttryck, de har skrivit i någon rekommendation att man får ge mer kött på benen tyckte jag var ganska roligt uttryck. Alltså i en sådan här text, stack ut lite så att.

Vi försöker tänka så här att är informationen känd antingen från oss eller i officiell marknadsstatistik eller att konkurrenterna har publicerat det. Då kan vi prata om det och vi kan resonera kring det. Och det är oftast är också att du behöver liksom alltså. Du kan säga till exempel att. Vi säger, men det kommer hamna mycket kostnader i fjärde kvartalet. Och så ser du att analytikerna fortfarande inte har lagt några kostnader i fjärde kvartalet. Så upprepar man det igen och då kanske man lägger till jag som ni vet så är ju totalkostnaden på ett år. Ungefär det här för att när vi menar mycket så menar vi ju mer än hälften eller en tredjedel eller alltså så att vi kan lägga till vissa logiska resonemang. Som också egentligen är publiken, men att vi ändå hjälp om mottagaren att tänka. Och det gör vi ju även i de öppna samtalen då såklart.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är en då skulle försvåra på en skala, och det är en skala från ett till sex.

Och frågan är, hur väsentligt skulle du säga att analytikersamtal är för bolagets förmåga att förmedla information till aktiemarknaden där ett är oväsentligt och sex är oumbärligt?

Paulcén, Catharina

Då säger jag sex, de är jätteviktiga.

Eliaz Utbult

Vill du utveckla lite snabbt varför?

Paulcén, Catharina

Ja, men alltså, jag tänker att de andra kanalerna du har alltså, du kan ju skicka pressmeddelanden när du kan publicera saker och så vidare. Dom blir ju oftast väldigt korta för att om du har ett om du har ett liksom öppet analytikersamtal eller analytikerpresentation. Den kan ju pågå i 40 minuter. Som du skulle göra det som ett dokument som någon skulle orka läsa i alltså. Det blir väldigt mycket text för att. Det är att förstå att förstå ett bolag och förstå vart det är på väg och vad som påverkar det. Det finns en anledning att de här personerna är heltidsanställda och göra det de gör för att det är svårt. Och det är ju därför folk betalar för deras tjänster, för man vill för den här summeringen som de har tänkt ut. Och utan om vi inte skulle haft dem så hade vi ju varit beroende av. Ja pressreleaser och webbsidor, alltså annat som jag tror skulle blivit för ytligt.

Eliaz Utbult

Precis för det finns ju också regler och som jag förstått det i alla fall vägledning om att man i typ pressmeddelanden och sådant ska vara ganska kort och koncisa och inte brodera ut för mycket för.

Paulcén, Catharina

Ja exakt. Nej man ska ha en nyhet per pressmeddelande, men liksom för när du ska gå igenom hela bolagets långsiktiga är ganska många delar man ska tacka.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är vilka faktorer i dagsläget, anser du

möjliggör analytikermessage?

Paulcén, Catharina

Och då tänker på att alltså då om man egentligen säger sådant som man inte ska säga då?

Eliaz Utbult

Ja.

Paulcén, Catharina

Ja, men jag tänker att ju alltså ju färre som är med på ett sådant här koll. Desto större risk är det att göra ett övertramp, så vi kör ju till exempel alltid att vi två personer från bolagets sida med på de här mötena för att då har vi då kan vi stötta varandra om någon skulle liksom börja prata i riktning som man tycker att vänta lite. Det där vi faktiskt inte offentliggjort för ibland är det ju inte meningen att säga. Så mycket, då är vi två och ibland när man känner sig osäker och så tittar man på varandra, säger här har vi kommunicerat den siffran bara nej, det har vi inte, nej, men det stoppar vi där och så stöttar man liksom varandra i att inte göra, säga och göra för mycket. Men jag vet ju att en hel del bolag bara kör dem en och en. Och det är ju klart att så länge du har ett slutet möte så kan ju allt hända, men vi har ju slutna mötet med våra ägare också att med våra största ägare begär ju möte hela tiden, alltså att en ny avdelning syd består ju till stor del bara möten. Det är jättemycket möten som analytiker. Maten är ju bara en typ av maten, men de är ju mest synliga för att om jag har ett möte med en brittisk pensionsfond så kommer de inte publicera någonting från sitt möte. Ingen vet vad vi har sagt till dem Men analytikerna publicerar och därför så blir de också utsatta för kritik. Men egentligen sker ju den här typen av samtal som man har med analytiker sker ju med en massa olika parter på aktiemarknaden. Men det är analytikerna som är utsatta för. Studier kan man analytiker man så att säga.

Så att det, men, men det jag tror att det är svårt för det är slutna möten. Men som sagt att vara fler man kan ju jag vet ju vissa som har valt att till exempel spela in den med team, så det är väldigt enkelt. Man kan spela in nätet och bara spara det på sin egen del om någon skulle säga något så kan du visa varför man säga. Men å andra sidan kan ju ringa upp fem minuter efter mötet och säger någonting helt annat så att du kan höra någon säga. Med tidigare, jag tror faktiskt inte för tidigare när jag började så fanns ju inte teams och då gick ju alla samtal gick ju via bankens växel och då där man haft de samtalen spelades in. Bankerna var väldigt noga med att man spelade in allt. Jag tror inte man gör det längre. För att då visste man också att om du ringde till en analytiker som mobil. Då spelades det inte in, men om du ringde på deras fasta nummer spelades det in. Så ett sätt att komma runt, det hade ju varit att faktiskt banken spelar in samtalen. Som standard att alla spelar in sina samtal. Då hade man kunnat gå tillbaka och kolla i efterhand.

Eliaz Utbult

Upplever du att risken att det förekommer analytikern massage skadar just ditt förtroende för aktiemarknadens effektivitet?

Paulcén, Catharina

Alltså mitt förtroende, jag vet ju att det kommer förekommer analytiker om man säger så. Ja men jag skulle nog ändå inte säga att det skadar mitt förtroende, så alltså jag tycker att det är dåligt. Jag tycker att det är lite liksom amatörmässigt när det sker. Men jag tror att det egentligen påverkar mig väldigt lite i det stora hela. Alltså det är klart att det kan påverka kortsiktigt. Men i det stora maskineriet är det ändå väldigt lite grus som förekommer. Jag tror misstanken om att det förekommer är mycket högre än den faktiska förekomsten.

Eliaz Utbult

Och nu nästa fråga då upplever du att risken att det förekommer analytiker massage skadar allmänhetens förtroende för aktiemarknadens effektivitet?

Paulcén, Catharina

Ja, men jag tycker den här debatten som har förts nu är den en fortfarande för alltså. Det är inte så många som har varit engagerade i det, men det har ju ändå varit några tillfällen i morgonstudior och annat där det hade diskuterats. Den tycker jag har en risk att skada förtroendet för att där gör man det till ett större problem när man gör upplever att det är jag upplever att det är ett väldigt, väldigt litet problem. Men det är besvärligt som bolag att veta att någon kan misstänka oss för någonting som vi har svårt att bevisa att vi inte har gjort.

Eliaz Utbult

Upplever du att läget med bevisvärigheten som gör det svårt att bevisa att det har förekommit analytikermassage, gör det även svårt för den som anklagas rentvå sig från misstankar om det?

Paulcén, Catharina

Ja, exakt.

Så att så att det är ju en av anledningarna till att. Att, jag tycker det är viktigt att ha de öppna mötena för att liksom verkligen visa att vi inte står bakom någon form av analytikermassage och det är det vi vill inte vara en sådan typ av bolag. Och, ja så att jag tycker att det absolut skadar förtroendet från allmänheten, att den här misstanken finns liksom.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, upplever du att det är enighet i synen på analytiker massage från olika berörda parter och då tänker jag exempelvis småsparare, institutionella investerare, journalister, börsnoterade bolag, analytiker, tillsynsansvar och regel-skapare?

Paulcén, Catharina

Nej, det tycker jag inte. Jag tycker att de som jobbar professionellt med det som vet alltså som är liksom inne i den här världen varje dag. Där finns en framsyn. Men till

exempel 1 1, 1 journalist är ju har jag aldrig varit med om ett sådant samtal. Så att då är det ju svårt att bilda sig en uppfattning om vad sägs om, varför sägs det och kommer de verkligen inte ihåg det här själva? Varför ni säger att ni upprepar saker? Varför gör ni det behövs? Skulle inte. Och det är klart att en småsparare har aldrig varit inne i den typen av samtal och känner nog alltid att de har ett informationsunderlag skott. Jämfört med de som jobbar med det professionellt att få tillträde till helt andra typer av presentationer och möten med VDR och CO än vad man får på en smittspårare. Regel de som de som jobbar med reglerna tycker jag verkar faktiskt har förstätt. Det kanske inte lever ju också i den här världen varje dag. Det känns som att de faktiskt har. Sätt hur det går till i verkligheten så att säga, för jag tycker regelverket och. Nasdaq tolkning av reglerna så när de ger ut så här lite guidelines dom tycker jag känns liksom verklighetsnära. Sen är ju mer de som står liksom bra bit från marknaden som förklarar blir lite så här. Oj, vad händer egentligen där under kristallkronorna på bänken?

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, tror du att den svenska aktiemarknaden skulle gynnas av någon form av reglering som specifikt hanterar analytikersamtal med syftet att motverka analytikermassage eller missbruk av analytikersamtal?

Paulcén, Catharina

Alltså det enda jag kan tänka mig att man skulle ha ett krav på sig att spela in alla sina samtal eller alla sina möten. Det är ju görbart idag med den teknik som finns så skulle det ju gå. Sen vet jag liksom inte om det skulle vara värt besväret men det är ju klart att man skulle kunna tillämpa det ett tag bara för att få bort debatten också. Att liksom så?

Eliaz Utbult

Och då är det just dokumentationen som du anser skulle vara den viktigaste aspekten?

Paulcén, Catharina

Ja att man kan bevisa faktiskt vad som har sagts i marken.

Eliaz Utbult

Och den här dokumentationen tänker du att den ska fungera, både som ett stöd för bolaget och analytikerna att visa att vi inte har gjort någonting fel, men även för tillsynsmyndigheter att de ska kunna utreda bättre?

Paulcén, Catharina

Ja, jag tänker att om det finns en misstanke om att man har gjort på ett visst sätt så kan man ju då ta fram dokumentationen och visa. Det var faktiskt det har vi så. Och sen har analytikern alltså, det kan ju vara. Det kan ju vara att du inte har sagt någonting som är backen positivt eller negativt. Men dagen efter kommer det marknadsstatistik som är väldigt positiv eller negativ och så väljer analytikerna justera och då kommer ju många analytiker att justera för att den månadsstatistiken är ju

tillgänglig för alla. Och då kan det liksom bli en anklagelse att bolaget har haft analytiker massage för att man har haft ett antal möten och så tre dagar senare och justerar alla analytiker. Det är väldigt svårt att rentvå sig från det alltså det. Det kan ju påpeka då att det här och det här har hänt, men du då hade det ju varit skönt att ha dokumentation som visade att det var inte vi som sa någonting faktiskt.

Eliaz Utbult

Att det skulle möjliggöra för bolagen att visa upp vad som sagts och vara helt transparent?

Paulcén, Catharina

Ja. Ja, det här är kopplat till andra faktorer som händer.

Eliaz Utbult

Tror du att om vi tar ett större perspektiv tror du att den europeiska kapitalmarknadsunionen, som är ett pågående projekt inom EU, tror du att den skulle gynnas av samma typ av reglering? Alltså att den här regleringen kommer på EU nivå i stället?

Paulcén, Catharina

Min uppfattning är att det svenska regelverket är mycket mer strikt än både det europeiska och det amerikanska. Alltså många länder har liksom specifika regelverk för väldigt smala, liksom situationer medan det svenska regelverket. Tycker jag bygger väldigt mycket på liksom sunt förnuft på ett bra sätt vi har. Vi har reglerat det som behöver regleras och vi har en. Väldigt transparent investerare kommunikation jämfört med andra länder så att jag upplever inte alls att den här debatten finns i de andra länderna. Det kanske den gör, men den har inte kommit mig. Det handlar så att säga och det är. Det finns liksom inte. När man träffar utländska investerare, så? Ja, men för dem är det ingen för dem är det ingen grej, liksom de är vana vid helt annan typ av kommunikation, så de tycker vårt svenska sätt är lite unikt. Eller kanske det nordiska sättet? Jag tror faktiskt att Norge och eller kanske till och med det skandinaviska. Är ganska lika så när man tittar på Norge, Sverige och. Och Danmark så kommunicerar vi ganska lika i det här.

Eliaz Utbult

Tror du att samma tillvägagångssätt hade varit gynnsamt för EU som stöd?

Eller om vi nu ska hon försöka harmonisera.

Paulcén, Catharina

Kanske, men liksom det är så lång väg kvar att gå som det tittar på en svensk årsredovisning och jämför den med en tysk årsredovisning och den franska årsredovisning eller ännu värre en amerikansk årsredovisning. Så vårt sätt att prata. Vi försöker berätta hela storyn. Vi försöker sätta saker i ett sammanhang, men en i EU så du behöver bara om man inte har ändrat reglerna igen så behöver du liksom inte ge upp kvartalsrapporter. Och du kan ju ett halvårsrapporter alltså så att det finns en liksom att bara lägga på regelverket tror jag. Då hade en massa bolaget

inte följt regelverket ändå så hade det blivit. Det behövs liksom en praxis. De behöver komma dit först i så fall i sitt sätt att tänka kring investera i kommunikation. Och där när man tittar på vilka som får det vet bästa årsredovisning och vem som ligger liksom i topp på investerarkommunikation som ligger oftast de skandinaviska länderna högre än sina europeiska kolleger. Vi tänker annorlunda kring detta och. Det hade nog inte hjälpt både med regelverk. Det måste till en attitydförändring först.

Eliaz Utbult

Ja, då har jag en fråga, är det någonting som du tycker saknas från vårt samtal som du skulle vilja tillägga?

Paulcén, Catharina

Nej, men jag tänker jag tänker på. Alltså, jag tänker på de situationer där det har gått fel att armarna har känt att vad händer nu då? De alltså i och med att de bolag jag har jobbat på har alltid varit väldigt noga med att inte säga för mycket, så det finns säkert bolag som inte har den liksom moraliska då utan vill påverka analytikerna. Men jag har ju varit. Under de här åren har jag ju flera gånger varit med om att analytiker. Liksom alltså, det är en analytiker ställer en fråga som kanske går för långt för att de har ändå. Det är ju lite så ge och ta. De pushar lite så skrattar man lite, säger man bra försök, det kommer jag inte svara på det, liksom det kan man det. Det är ju liten del av spelet på något vis. Men jag har ju varit med om analytiker som liksom tar upp sitt excel-ark och säger, kan du fylla i siffrorna åt till mig? Bara, nej, det kan jag inte och de bara varför inte det? Dom andra bolagen gör ju det. Och då blir man så där. ****, det gör väl inte de andra bolagen alltså försöker nu den här analytikern med ful knep eller och så liksom bara. Men vi tänker inte fylla i några excel-arket. Vi jobbar inte så här liksom. Men oftast så har det liksom varit i vårt eller i mitt fall har det ofta varit att analytikern på något vis har indikerat att någonting är vanligt. Som inte jag anser är vanligt. Och om det då är oerfaren inom i år så är det ju ganska lätt att trilla dit och ge lite mer än vad det borde. För det är ju svårt och det är ju en bedömningssport. Det finns liksom inga exakta regler för hur vad du får säga och inte får säga alltså i informationen känd eller inte. Det är. Det är ganska svårt ibland att hitta exakta liksom så. Och det blev ju som den har en analytiker om vi hade där vi avslutade mötet och sen så att vi diskuterar ska vi ta kontakt med personens chef. För vi kände att det här var så här kan man inte göra. Man kan inte ens det man kan få lov att ställa han liksom lite så här utmanande, fråga med ja, men inte så som den personen gjorde och. Då? Då blev man lite så här under andra bolag, har du?

Eliaz Utbult

Och det kan ju också vara den typen av tankar som ligger till grund för de här misstankarna, att en reporter som får nys om ett förfarande som kanske då är jättevänligt,

kanske inte jättevanligt.

Paulcén, Catharina

Ja. Exakt.

Alltså under mina år så har det ju bara hänt någon enstaka gång att en analytiker om man har känt att den är analytikern jobbar på ett sätt som inte jag står bakom. Men det har ju också varit, det har ju aldrig. Jag har aldrig drabbats av det av en senior analytiker. Det har alltid varit analytiker som har varit nya i sin i sin roll. Som haft svårt. Jag vet att begränsningen gör.

Eliaz Utbult

Upplever du då att de juniora är lite ivriga att få ut något bra resultat?

Paulcén, Catharina

Ja, och där skulle ju kanske bankerna varit bättre på att introducera sin analytiker att de kanske de ska vara två?

Paulcén, Catharina

Ja exakt till en början så att man lär sig mer senior kollega var gränsen går då? Och som sagt, det är aldrig en senioranalytiker som har försökt Pusha mig och säga saker jag inte borde. Jag har alltid varit junior analytiker som har liksom gått över. Sen tror jag också att analytikern har en viss stolthet, alltså en senior analytiker vill. Jag skulle inte vilja att jag berättar hur det blev. För att det är ju deras jobb att lista ut det. Det är ju deras sport liksom att lista ut. De tycker inte att det är roligt. Jag tror inte ens de är ute efter den informationen, alltså de. De fiskar inte efter den och det är ju det ingår inte i deras modell för vad de blir alltså vad de får energi av.

Eliaz Utbult

Min sista fråga är om det finns något annat perspektiv som du tycker är viktigt för mig att fånga upp i min analys

Paulcén, Catharina

Jag tänker att det kunde vara intressant att prata med aktiespararna, alltså aktiespararna centralt för de representerar ju många småsparare. Och där finns en del personer på central nivå som är väldigt liksom väldigt vettiga som jobbar med det här, liksom jobbar i den här världen varje dag och kan nog ha en tanke kring det de brukar vara väldigt service-minded också på aktiespararna.

Eliaz Utbult

Jättebra tack för det tipset och tack för tack för det här samtalet.

Paulcén, Catharina

Tack själv och lycka till med din uppsats som handlar om ett viktigt och intressant ämne.

Bilaga 4

Intervju om analytikermassage med Jonas Myrdal

18 mars 2025 via Teams

Eliaz Utbult

Ok, men den första punkten och det är att du ska få presentera dig själv vem du är och din yrkesroll.

Jonas Myrdal

Jag är åklagare på finansmarknadskammaren, som det som det heter på EBM Ekobrottsmyndigheten och det är en åklagarkammare som bara jobbar med marknadsmissbruk, alltså insiderbrott och marknadsmanipulation svindlerier på värdepappersmarknaden. Det har jag gjort i sex, sju år nu och tidigare jobbat i 15 år i olika befattningar i branschen på två av de mindre marknadsplatserna och en storbank och jobbat med börs och värdepapper. Så det är väl min bakgrund. Sen gick jag domarbanan initialt, så jag har lite blandade bakgrunder kan man säga och det myndighet och från branschen.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är hur du skulle beskriva ditt förhållande till och din erfarenhet av analytikersamtal som det haft inom yrkesroll.

Jonas Myrdal

Jag har så att säga inte något direkt praktisk någon direkt praktisk erfarenhet. Jag har inte haft något skarpt case som har handlat om min om analytikersamtal eller analytikermassage. Men det är ju en fråga som dyker upp titt som tätt i våra utredningar om viss information har varit in insiderinformation och så där. Och det här är frågor som. Jag följer dock utvecklingen i Media och så när allmänna debatten om vad som är tillåtet inte och inte eller inte och sen är jag skrivit. En bok om insiderinformation så att jag har liksom lite teoretiskt akademiskt intresse av frågan också vad? Vad som är insiderinformation och även frågan om vad som är behörigt röjande och så där. Så jag har väl både ett visst praktiskt, vi viss praktisk erfarenhet och teoretisk erfarenhet. Då kan man säga.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är, har du erfarenhet eller kunskap och har både uppnå och stängda analytikersamtal?

Jonas Myrdal

Nej, just det. Jag har ingen praktisk erfarenhet av det egentligen. Det har jag inte. Men om man ser till generellt i fördelar och nackdelar så är det klart att ett förfarande som är öppet. Medför kanske mindre risker för obehörigt röjande då? Då finns det ju en viss transparens och det är ju man vet vilka som jag hr varit med er här och det. Ja helt enkelt, så det är klart att det förefaller ju vara en fördel helt klart och det är ju lite svårt att se. Att det skulle vara något större nackdel med att med ett öppet samtal så utom. Eftersom

man inte får röja insiderinformation, så. Är ju svårt att se att det skulle finnas någon större skäl att. Att ta en sådan här stängda samtal egentligen, tycker jag.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, vilka regler eller regelverk och eller normer aktualiseras i samband med analytikersamtal som du tycker är viktigt att de olika parterna tänker på?

Jonas Myrdal

från mitt perspektiv så är det ju reglerna om förbudet mot obehörigt röjande i dels i marknadsmissbruksförordningen, dels i svensk lag idag. Men sen har vi kommit de här riktlinjerna från ESMA som du har koll på förstås. Så att det är klart att de påverkar. Det är ju liksom en i viss mån tolknings data för vad man ska man ska uppträda. Så att det är väl det är väl de som jag känner till, så jag vet inte. Jag tror inte att det finns någon branschkod eller så eller några regler från en branschförening eller så där utan. Det man landar i är helt enkelt i den här frågan om det är insiderinformation eller inte? Och att det skulle vara ett behörigt röjande det. Det är nog. Det är nog ingen som påstår. Man får göra så det. Det behöver man nog inte fundera så mycket på. Utan frågan är ju helt enkelt är det så att det röjs sin inställning informationer under de här samtalen?

Eliaz Utbult

Nästa fråga är en då skulle försvåra på en skala, och det är en skala från ett till sex.

Och frågan är, hur väsentligt skulle du säga att analytikersamtal är för bolagets förmåga att förmedla information till aktiemarknaden där ett är oväsentligt och sex är oundgängligt?

Jonas Myrdal

Så utifrån min erfarenhet av att ta del av aktiemarknadens information. Som är rätt breda och det har jag gjort och många år och även annonserat bedömt aktiemarknadsinformation i olika sammanhang. Så skulle jag väl säga det att. Ni utgångspunkten är ju att den är information som bolaget offentliggör. Det ska vara tillräckligt för att. Utgöra grund för en korrekt prissättning. Det ska gå med den informationen ska man kunna fatta ett välgrundat investeringsbeslut och därmed er är det lite svårt att se att det skulle vara så oerhört nödvändigt med de här analytikers samtalen och mottagarna regler är det väl just analytiker? Och de får väl förutsätta att ha god inblick i marknaden och marknadsförhållanden och såna här saker, så därför är det lite svårt att se att det här skulle vara så himla viktigt och väsentligt. Men det är klart att det är. Det är väl så att det finns. Det finns säkert ett behov av att sätta viss information i en kontext eller och förklara samband och. Ja och sen ger mera kött på benen som man brukar säga så att jag skulle väl gissa att det kanske är en i mitten av skalan någonstans. Det är inte, det är inte oundgängligt, men det är inte heller oväsentligt. Det har en viss

funktion. En viss smörjande funktion om viss upplysande funktion som är värdefull så att säga så att det kanske blir en trea är egentligen en något sådant.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, hur skulle du beskriva fenomenet som kallas analytikermessage?

Jonas Myrdal

Ja och sen när det gäller. Analytiker massage jag skulle beskriva det? För att för att smörja för att just ge analytikern en fördel. Och ofta så räknar man väl med att få att det där ska gynna en själv eller det egna bolaget eller någonting eller så, så att det är väl det är väl. Det råder väl konsten som om det är väl ingen tvekan om vad innebörden i begreppet är egentligen?

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, på en skala från 1–6, hur stort problem skulle du säga att analytikermessage utgör, där 1 är inget problem och 6 är ett helt oacceptabelt problem?

Jonas Myrdal

Jag tycker det här är, i den mån det förekommer så är det ett väldigt stort problem faktiskt. Därför att det snedvrider informationsasymmetri in så att säga och ger vissa en fördel i handeln och här måste man ju tänka på vilken viktig position analytikerna här kan, dels kan även påverka marknaden genom det de skriver och det är de uttryck för och så finns det alltså en risk att informationen sprids på instituten där analytikerna arbetar. Analytikerna är ju ofta kopplade till finansiella institut. Många jobbade jobbar ju på storbanker till exempel så att det är liksom det. Det finns ju en stor risk att de själva missbruk. Gärna information eller sprida den internt i en storbank till exempel, eller kanske till och med använder den själva.

Att, det här är ju ett stort problem i den mån det förekommer faktiskt och faktiskt ett oacceptabelt problem. Det är egentligen. Det är ju en sex han faktiskt det. Det får ju inte förekomma.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är vilka faktorer i dagsläget, anser du möjliggör analytikermessage?

Jonas Myrdal

Det som möjliggör analytiker massage. Det är väl just det att det är relativt oreglerat att det att hittills har det ju inte funnits någon vedertagen procedur eller något protokoll så att säga eller några rutiner för hur det här ska genomföras, vad jag förstår. Nu får man ju hoppas att den här riktlinjen från ESMA att branschen tar till sig den och att kanske FI slå på trumman för den och jag vakar de här frågorna. Men det faktum att så att det här verkar ha varit ganska. Oreglerat då oövervakat har väl möjliggjort. Han är riktig massage. Och sen är det slut. En annan faktor är just det att det är att, det blir de här intressegemenskaperna egentligen. Där bolaget kan gynnas av massera analytikern och analytikern i sin tur

har ju stor fördel av den här informationen som bolaget ger. Det finns alltså incitament för alla parter att faktiskt agera felaktigt. Man får man hoppas å andra sidan är det såklart är många som är seriösa och förstår allvaret i det här också så att det inte blir vanligt förekommande. Man kan ju misstänka att hela branschen håller på med det här, men det tror jag inte.

Som branschen är strukturerad med analytiker som är kopplade till finansiella institut, där man också ofta har privilegierade kunder också, mer förmögna kunder som betalar för att få en särställning så bidrar ju det också till en ökad risk för att man försöker få tillgång den här informationen förväg så att säga.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är vilka faktorer i dagsläget, anser du möjliggör analytikermessage?

Jonas Myrdal

Det är ju, det är ju en lagstiftning helt enkelt. Det är klart att det är. Att en seriös analytiker och även en seriös er person. Man måste förstå att. Att det finns risker med att lämna för mycket information. Utbildning och information om risker och vägledning förstås som alltid är ju någonting som kan vara brottsförebyggande. Eller att det kan hindra sådant här agerande. Och Media har ju faktiskt uppmärksammat några fall där man har misstänkt att det är information har delats. Jag är inte så insatt i de här, men det är klart att det är ju också en broms möjligen. Att övervaka så att marknaden kan se tecken på att information spridits.

Eliaz Utbult

Upplever du att risken att det förekommer analytikern massage skadar just ditt eller allmänhetens förtroende för aktiemarknadens effektivitet?

Jonas Myrdal

Dom här fall som här fallen som uppmärksammas. Det är väldigt dålig publicitet och de är så att säga urtypen eller praktexempel på förtroendeskadliga beteenden. Kanske i synnerhet när man lämnar informationen till en storbank eller ett finansiellt institut som har sån här privilegierade kunder. Då går det ju stick i stäv med syftet med marknadsmissbruksförordningen att alla ska att det ska vara en rättvis marknad. Alla har samma möjligheter. Det är svårt att det finns knappt något mer förtroendeskadligt agerande. Detta är så förtroende skadligt som det kan bli. Om det sker i större omfattning.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, upplever du att det är enighet i synen på analytiker massage från olika berörda parter och då tänker jag exempelvis småsparare, institutionella investerare, journalister, börsnoterade bolag, analytiker, tillsynsansvar och regel-skapare?

Jonas Myrdal

Det är min åsikt att det inte finns någon som kan försvara analytiker massage.

Utan alla är klara med att det här, om det innebär att man sprider insiderinformation eller delar insiderinformation, så är det förkastligt. Jag vet inte, men det kanske finns dem som tycker att det här är taget inte bör förekomma att man har kontakter med mellan IR ansvarig analytiker. Jag vet inte riktigt vad aktiespararen här säger till exempel. Jag har inte uppfattat att det är just det faktum att man har kontakt som är problemet. Utan snarare att det är omständigheterna kring de här kontakterna, bristande insyn och bristande moral och bristande kontrollmöjligheter. Jag skulle gissa att de flesta anser att det kan vara motiverat att det finns en kontakt där man ger en kontext och bolaget kanske kan förklara vad man menar med ett visst uttalande eller man kanske kan relatera till uttalanden? Delårsrapport till vad man har sagt tidigare och pekar på samband och sådana här saker. Där man inte röjer innehåller information utan man liksom snarare klargör olika förhållanden. Det kan även vara så att konsensus på marknaden avviker från bolagets egen syn. Så kan det ju vara motiverad, kanske att man det kan vara ytterligare motiv till att det ska vara tillåtet att ha sådana här samtal. Så att man kan stämma av med bolaget och kanske också får ju ytterligare förklaring från en analytiker. Ja sammanfattningsvis, så tror jag liksom att det kokar ner till mest att det dom här riskerna med oseriösa aktörer där man säger för mycket.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, tror du att den svenska aktiemarknaden skulle gynnas av någon form av reglering som specifikt hanterar analytikersamtal med syftet att motverka analytikermassage eller missbruk av analytikersamtal?

Jonas Myrdal

Det tror jag vore bra om man reglerade det här och jag tycker att de här reglerna i ESMA:s riktlinjer känns ju klart motiverade faktiskt.

Jag just att vi, inte minst det här, att man att man är transparent med att man ska ha samtalen. Jag tror att det hade varit klart förebyggande mot att man har samtal missbrukas. Och det, det är klart att det är en fördel med de öppna samtalen också. Det motverkar ju risken. Även dokumentationskrav vore bra. Om man nu följer eller efterlever de kraven så har man ju minskat risken betydligt helt klart.

Här kan man ju tänka sig att värdepappersmarknadens branschförening skulle kunna spela en roll också, inte bara FI.

Eliaz Utbult

Tror du att om vi tar ett större perspektiv tror du att den europeiska kapitalmarknadsunionen, som är ett pågående projekt inom EU, tror du att den skulle gynnas av samma typ av reglering? Alltså att den här regleringen kommer på EU nivå i stället?

Jonas Myrdal

EU. Om Sverige borde föregå eller invänta. Nej men jag tycker ju att Sverige har lite av en särställning när det gäller värdepappershandel i EU. Eftersom vi har så omfattande handel och vi har så många noterade bolag, inte minst mindre mera. Uppstartsbolag så att säga och en väldigt stor andel privatsparare så att det vore inte fel om Sverige gick i förväg här. Jag kan inte se några starka skäl att man skulle invänta harmoniserade regler från EU utan det här. Här skulle man kunna ta tag i redan nu det, det finns ju kan sen får man skulle man ju möjligen i efterhand få anpassa sig till EU lagstiftning. Men det kan ju inte vara något större problem. Jag kan inte se någon nackdel med att man går i förväg, men däremot så fördelar och att man vinner tid och så där och man kan strukturera precis som man själv vill då.

Eliaz Utbult

Ja, då har jag en fråga, är det någonting som du tycker saknas från vårt samtal som du skulle vilja tillägga?

Jonas Myrdal

Nej, det är det väl egentligen inte. Det är klart att risken ökar ju närmare man kommer delårsrapporten. Det desto klarare och tydligare är ju informationen är hos bolaget desto allvarligare information kan ju läcka ut. Det skulle kanske vara extra förebyggande under den perioden.

Eliaz Utbult

Och sen är det något annat perspektiv som du vill eller tänker att ja, borde fånga upp i min analys? Vi har min tanke är väl att prata med?

Jonas Myrdal

Ja just det. Aktiespararna skulle kunna vara bra prata med, de har ju en chefsjurist där som är ganska talför. Sen är det nog intressant att prata med svensk värdepappersmarknad och även svenska finansanalytikers förening.

Eliaz Utbult

Tack så mycket. Ha det gott.

Jonas Myrdal

OK gott.

Bilaga 5

Intervju om analytikermeddelande med Peter Olivecrona

28 mars 2025, via Teams

Eliaz Utbult

Min första fråga är att du ska få presentera dig själv, så vem är du?

Peter Olivecrona

Ja jag arbetar som Lead Regulatory Compliance här på Nasdaq Stockholm. Inom det team som vi kallar för Enforcement and investigations vi brukar också kallas för den löpande bolagsövervakningen på Nasdaq. Vi övervakar bland annat att alla våra noterade bolag hur de följer informationsgivningen, reglerna i vårt regelverk, vilket vi inkluderar MAR. Jag kan väl säga är huvudansvarig för våra utredningar av misstänkta regelöverträdelser och brukar företräda börsen inför vår disciplinnämnd. När det har gått fel på något sätt.

Eliaz Utbult

Kan du beskriva ditt förhållande till och erfarenhet av analytiker som antal som du har haft inom din inom din yrkesroll?

Peter Olivecrona

För vår del så deltar vi ju av naturliga skäl, inte i några analytikertal eller håller någon särskild koll på vilka bolag som pratar med analytiker och så? Utan för oss blir det ju ofta lite mer reaktivt där så att vi kan se mer vår händelse. Övervakning kan ju möjligen notera att det sker någonting i handen om man söker efter förklaringar till det och då skulle ett någon form av analytikerträff ändrade estimat och liknande kunna komma upp som en potentiell förklaring. Sen är det ju såklart också att vi förde ju nog av vad som skrivs i Media och diskussioner som förs kring hur våra bolag jobbar med informationsgivning och ibland kommer det upp anklagelser om att det har gått fel med det här och synpunkter på hur bolagen gör. Vi har ju vårt regelverk och förhålla oss till och det är liksom det vi tillämpar, men vi är ju också. Till verket är ju någonting som vi har skrivit själva i allt väsentligt så att vi vill bara informera dem. Diskussionen och praxis för att kunna ha dels kunna övervaka så att man inte bryter mot reglerna och då är framförallt mål. Vi pratar om att man inte delar med sig av insiderinformation. Men också liksom hur praxis är och förtroendet för våra bolag och hur det funkar på våra marknader. Jag tror jag kanske nämnde det redan i något mejl, men man kan. Om man tittade på den regeln. Frågan, så är det ju? En ganska stor avsaknad av så att säga disciplinens avgöranden eller liknande där bolag. På något sätt sanktioneras för brister i det här och det skulle egentligen vara alltså att man hade delat med sig av insiderinformation i ett slutet sällskap så att det blir ett diskriminerande offentliggörande och så. Det är ju typiskt

att jag säga, vi har kontakter med bolag av olika anledningar kring de här frågorna ibland är ju typiskt sett väldigt svårt att bevisa att någon har delat med sig av insiderinformation och det är en komplex fråga.

Sanktions svagare och inte en. Kanske inte där? Den stora rörelsen kommer från utan snarare har vi väl sett som ja, men med ESMA:s rådgivning som är kudden och sa att den är mer bäst praktiskt inriktade. Arbetet kanske mer ha en större påverkan på hur bolaget tänker kring sådant här för att undvika medvetet eller omedvetet kanske, i synnerhet det senare delarna av information som kanske skulle gå ut till alla i stället för bara till vissa.

Eliaz Utbult

Har du erfarenhet av eller kunskap om både öppna och stängda analytikertal?

Peter Olivecrona

Jag har ju inte deltagit i dem så att det jag vet att båda fint om man säger så.

Eliaz Utbult

Från ditt perspektiv. Vad är liksom de största skillnaderna mellan öppna och enkla analytikertal i förhållande till din yrkesroll?

Peter Olivecrona

Ja alltså. I förhållande till min yrkesroll som övervakare av regelefterlevnad så är väl principiell. Så att kanske inte någon skillnad. Det är ändå kommer ändå vara en begränsad krets man pratar med i praktiken, oavsett om den är open ended eller inte och att man har liksom i grunden samma problematik. Alltså att vad man säger i det här samtalet? Råkar man eller säger man medvetet eller råkar man säga någonting som är insiderinformation eller är det? Liksom hur lämpligheten i det och så klart våra svårigheter att bevisa saker. Det är klart ett öppet samtal teoretiskt skulle ju. Vi eller några kunna lyssna kanske ökar sannolikheten att det finns spår i efterhand då vad som exakt har sagt så men ja.

Eliaz Utbult

Vilka regler, regelverk och normer aktualiseras i samband med ett analytikertal?

Peter Olivecrona

Ja den uppenbara och som jag tror är självklart för alla är ju märr och skyldigheterna.

Är det budet mot att? Då obehörigen röja insiderinformation, vilket du blir fråga om som ju kan vara straffbart och så där. Det är ju inte riktigt vår fråga för oss är det ju att. Insiderinformation måste offentliggöras på ett yrke diskriminerande sätt, alltså, det vill säga genom pressmeddelanden är insiderinformation så får det inte berättas i de här samt sådana sammanhang. Det är väl också den enkla och som alla är med på. Fast, det är ovanligt att man har möten där man delar någonting som man själv bedömer är insiderinformation. Det är nog aldrig "här är vinsten för kvartalet varsågod, den kommer nästa vecka till alla andra." Det är inte

riktigt så det funkar kanske. Och annars är det ju mer normerna som sagt ESMA har gett uttryck för i allt väsentligt tycker vi att det kloka tankar alltså just för att undvika att försätta sig i en situation där man delar med sig för mycket och förväntansbilden från analytiker kanske kan bli att man har den här transparensen och strukturen i vad det är man ska berätta om? Fram vi pratar om analytikersamtal. Tänker ju då typiskt sett på pre-close situationer så att det är innan en tyst period eller så att säga, men det är en uppdatering när man börjar ha siffror för ett kvartal som ännu inte har offentliggjorts för marknaden att. Jag tror att det bolag han här det kan vara svårt att förmedla en uppdatering utan att råka på något sätt kanske mer genom vad man, vad man väljer att prata om och så där kanske ger indikationer till de som lyssnar. Som gör att man på ett förtroendeplan är lite ute och svajar att det kan riskera förtroendet för bolaget gentemot andra aktieägare och investerare.

Eliaz Utbult

På en skala från ett till sex. Hur väsentligt skulle du säga att analytikersamtal är för bolagens förmåga att förmedla information till aktiemarknaden?

Där ett är oväsentligt och sex är oundgängligt.

Peter Olivecrona

Vet inte om jag kan ha en synpunkt på det riktigt. Jag skulle väl få välja få välja ett ur ett principiellt plan så att säga alltså var reglering och så som det ser ut är ju att transparensen på ett bolag att den sker på ett icke diskriminerande sätt. Den sker genom pressmeddelanden genom information på bolagets hemsida. Och liknande sen att det kan finnas goda skäl för vissa bolag att ha ytterligare kommunikation med marknaden med analytiker med. Aktieägare vad det nu kan vara det så kan det absolut vara så, men det är inte riktigt min fråga kan man säga.

Eliaz Utbult

Hur skulle du beskriva företeelsen som är känd som analytiker massage?

Peter Olivecrona

Min bild av det är väl ett kontakter med analytiker i situationer där bolaget av någon anledning bedömer att analytikerna ligger fel och. Det kan vara att man tycker att man har ju offentliggjort allting på ett korrekt sätt och men att de inte har läst det på rätt sätt så. Men att man på något sätt vill? Uppdatera analytikerna för så att de har korrekta förväntningar på hur det går för bolaget och en korrekt bild. Så nåt samtal för att rätta till missuppfattningar hos analytiker.

Eliaz Utbult

Och en skala från ett till sex hur stort problem skulle du säga att analytiker massage utgör där ett är inget problem och sex är ett helt oacceptabelt problem i dagsläget?

Peter Olivecrona

Hur tänker du ting kring frågan alltså att med. Hur stort

problem det är om man gör det här eller hur stort problem det är på marknaden.

Eliaz Utbult

Hur stort problem det på marknaden liksom idag under den utsträckningen som det föregår och under den utsträckningen som det är misstänkts föregår.

Peter Olivecrona

Ja men kanske tre. I den mån det finns utrymme för kommentarer, skulle säga att det förekommer anklagelser om att det här sker. När det förekommer misstankar mer eller mindre tydligt grundade i misstankar om att det sker, riskerar det ju någon mån att skada förtroendet för aktiemarknadens fungerande och allas så att det är lika tillgång till information som är transparensen är ju på något sätt det centrala i hela liksom regleringen av vad det är att vara ett börsbolag. Är samtidigt så ska vi säga att jag uppfattar att den stora majoriteten av dom noterade bolagen sköter sin informationsgivning på ett väldigt bra sätt och anklagas inte för att syssla med det här.

Eliaz Utbult

Vilka faktorer i dagsläget anser du möjliggör analytikersamtal eller analytiker massage med?

Peter Olivecrona

Det finns ju såklart en avsaknad av regler som förbjuder den alltså det. Det finns inga regler som förbjuder kontakter med analytiker är enskilt eller i grupp öppet eller stängt. Vi har såklart mår och så vi har rekommendationer, vi har ESMA:s guidelines. Men det finns inget sådant förbud och då har man möten. Kan man ha det många bolag som har, det är ju som ju inte anklagas för att syssla med någon massage, utan det är bara att man har kontakter med analytiker. Det är det vanligt förekommande. Där har man ju ett forum för att dela med sig av uppdateringar att göra den har korrigerande verksamheten. Och som sagt eftersom det inte finns hårda regler kring det hur sådana nu ens skulle se ut? Men det finns ju då inga krav på att man spelar in allting finns inget krav på att man offentliggör allt de har sagt. I samtal med just analytiker, alltså, jag har förstås mål, men liksom det finns ju ingenting som säger att man måste offentliggöra vad man har pratat om vid analytiska samtal så. Som ju och de delarna handlar ju mer om så att säga. Risken för sanktioner för överträdelser om man nu skulle ha delat med sig information att det inte finns regler mot det även den samlande.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, vilka faktorer är dagsläget? Anser du förhindrar analytiker massage och i den utsträckningen det finns sådana faktorer.

Peter Olivecrona

Precis då kan man såklart absolut nämna MAR där. Där har vi ett liksom en riktigt grann i alla fall. Men, annars är det ju mer normbildning vägledning och så att säga

best practices på marknaden på vad. Vad förväntar sig marknaden att bolagen gör så mycket mer mjuka värden så. Och jag tror också att där kanske den viktigaste faktorn är att de flesta bolag ju är väldigt måna om att vara transparenta i sin informationsgivning. Inte för det hela vissa aktieägare framför andra och så där. Det är bolagens eget intresse av att upprätthålla förtroendet för deras informationsgivning ska vi säga en central faktor. Någon vägledning och liksom best practise-dokument som kan visa lite grann också hur gör andra bolag och så där för att bygga upp förväntansbilden.

Eliaz Utbult

Uppliver du att risken att det förekommer analytiker massage skadad just ditt förtroende för aktiemarknadens effektivitet?

Peter Olivecrona

Nej, det gör jag nog inte för att jag. Det, det är en företeelse som förekommer alltså anklagelser om det i vart fall och säkert i praktiken också. Den på det mer olämpliga sättet om vi säger så. Men jag uppfattar inte att vi på den svenska aktiemarknaden har något utbrett problem med att bolag pratar mycket med analytiker och delar med sig av annan eller mer information än vad som finns tillgänglig för marknaden i övrigt.

Eliaz Utbult

Nästa fråga är, hur upplever du att risken att det förekommer analytiker massage skadar det allmänna förtroendet för aktiemarknaden effektivitet.

Peter Olivecrona

Ja ja i viss mån alltså det. Det finns en risk för det och jag tror att den är kopplad mycket till den här frågan om hur. Hur ofta det uppkommer frågetecken kring det. Och som sagt, jag upplever att vi inte har något på marknadsbasis problem kring att folk har skäl att uppfatta att det är så här det går till på den svenska marknaden. Men sen så klart och inte enskilda bolagsnivå er så finns det ju bolag som har anklagats för att göra det här och där tror absolut att det kan skada Allmänhetens förtroende för de enskilda bolagen.

Eliaz Utbult

Uppliver du att det är enighet på synen om analytiker massage hos olika berörda parter så exempelvis småsparare, institutionella investerare, journalister, börsnoterade bolag, analytiker tillsynsansvariga och lagstiftare?

Peter Olivecrona

Ja, jag upplever att fullständig enighet kring att man inte kan dela med sig av insiderinformation på det här sättet så klart. Man kan inte begå insiderbrott. Tror jag är enighet i princip kring att man inte heller kan. Dela med sig av liksom någon slags i övrigt väsentlig information alltså. Så i slutna sällskapet, det. Det är inte lämpligt, men samtidigt så är det ju. Uppenbarligen så förekommer det i stor utsträckning kontakter mellan analytiker och

bolag och det är väl ganska självklart att det finns en efterfrågan från analytiker. Håll att prata med bolagen första och bolagen närmare. Det är ju analytikernas jobb och att det också kan finnas ett skäl för bolag att vi svarar på sådana kontakter och det är ingenting märkligt att någon är intresserad av bolaget och vill lära sig mer om hur bolaget fungerar. Det är väl lite grann det att så här. Jag tror att det kan finnas en. En möjlig oenighet i synen på hur? Syftet från bolagets sida påverka när utvecklarna förväntningar eller att dela med sig av information. Att det här kan det säkert finnas vissa på marknaden som. I alla fall tror mer eller mindre välgrundat att det är så det går till. Och andra, som har uppfattningen att det absolut inte förekommer sådana annat än i något enskilda bolag, så jag tror att det är lite grann. Det är just vad menar han med. Analytiker massage i det sammanhanget att det är någonstans där oenigheten uppkommer att. Termen analytiker massage är ju liksom negativt laddad så. Så att och används väl, kanske mer av den som är mer misstänksam mot vad hon pratar om egentligen med analytikerna.

Eliaz Utbult

Tror du att den svenska aktiemarknaden skulle gynnas av någon form av reglering som specifikt hanterade analytikermassage?

Peter Olivecrona

Jag tror att det blir en flerdeltad fråga på något sätt för jag tror som sagt inte att vi inte har något utbrett problem egentligen. Ja, jag har inte sett några liksom. Påstående som man leder i bevis om att vi har ett utbrett problem utan att det är mer enskilda fall och så och man kommer ju också in på frågan, vad skulle en sådan reglering egentligen handla om, vad är det man skulle stoppa? Jag tror att det skulle vara väldigt svårt att reglera frågan med så att säga hårda regler lagregler för den delen i vårt börsredo elverk att det är liksom vi skulle säga att det är alla analytikermassage förbjudna. Jag tror också att det skulle vara svårt att hitta enighet på marknaden om att det skulle vara en bra lösning, att ingen skulle prata med analytiker någonsin. Analytikerna skulle bli ledsna, men bolag som ställer upp på det och pratar med analytiker gör ju det frivilligt också så att de är ju i det enskilda fallet att det är rimligt. Så jag, jag har svårt att se vad det skulle vara. Däremot så tror jag.

Den här vägen med att kartlägga hur bolagens analytikermassage går till kan vara något. Bara förekomsterna är hur man tänker att det kan och vägledning från ESMA och liknande. Det kan vara ett bra sätt, dels att framför allt för att skapa en lite mer gemensam bild av hur fungerar det här gör vad gör andra bolag? Jag tror att för det enskilda bolaget så kan man då. Också känna kanske någon slags trygghet i att så här om man får förfrågningar eller upplever en förväntansbild på. Kanske inte bara att prata med att om man i något fall

upplever en förväntansbild av att man ska dela med sig av information eller man funderar på att vad kan vi göra för att. Nu verkar de ligga fel, har analytikerna är så. Så kan det vara. Bra att kunna se ja, men hur gör andra bolag hur? Hur gör de bolag som folk har störst förtroende för på marknaden? Så här okej, men. Som har är bäst praktiskt, ja, men då gör vi så.

Tror jag kan vara en bra väg framåt.

Eliaz Utbult

Och du var lite inne på det innan, men ett alternativ för att reglera det här och komma till bukt med problemet är väl att man inför någon form av dokumentationskrav och det är ju ganska enkelt att göra i vår digitala ålder med inspelning och sådant. Tror du att det hade kunnat vara en reglering som skulle vara både proportionerlig då och men också effektiv?

Peter Olivecrona

Ja, precis som sagt i vilken mån man kan och bör göra sådana regler hårt bindande är sin sak, men att som uttryckas med förväntansbild att man skulle ha en vägledning så att säga att så bör man göra att ha skriftligt eller inspelat för det man har sagt? Det ser vi ju att det är en hel del bolag som gör också en del och att vissa hänvisar uttryckligen till ESMA:s riktlinjer här. Det, det är ju bra för att skydda sig mot misstankar som man nu inte har några tvivelaktiga anledningar till att man håller ett sådant här samtal utan att det är inga konstigheter, då kanske man kan dela med sig av. Av den informationen på ett eller annat sätt. Så det kan absolut vara bra.

Eliaz Utbult

Tror du att den europeiska kapitalmarknadsunionen så på ett bredare EU-perspektiv skulle gynnas av någon form av reglering, så exempelvis då som vi har pratat med dokumentationskrav eller liknande?

Eller tror du anser du att ESMA:s riktlinjer är tillräckliga för resten av börserna inom EU?

Peter Olivecrona

Jag måste säga att jag har ganska. Lite begränsad kunskap om hur läget ser ut och hur marknaden praktiskt ser ut. På runt om i Europa så att jag har svårt att säga det med kan väl också tänka att hur ett svenskt perspektiv så? Kan det vara bättre att vi kan lösa den frågan internt har och för mig skulle det vara att så här menar vi har absolut. ESMA och så att säga myndighetssidan, men utöver det så har vi ju den svenska självregleringen på värdepappersmarknaden som för mig framstår som ett ganska naturligt forum att vid behov ta upp frågan och diskutera för att man just här.

Alla inblandade aktörer är med i det de forumen att man har analytikersidan. Man har aktieägare sidan man har bolagssidan man har och så marknadsplatser och så där Att skulle man reglera så tror jag att någon variant av självreglering som är då typiskt skulle bygga mer på principer och lite mjukare regler skulle vara att föredra

framför ett EU projekt kanske?

Eliaz Utbult

Är det någon aspekt eller så som du tycker saknas från vårt samtal idag så att du skulle vilja lägga till om ämnet?

Peter Olivecrona

Nej, jag tycker det känns ganska täckande.

Eliaz Utbult

Då är min sista fråga om det finns något annat perspektiv som du tycker att jag borde fånga upp i min analys?

Någon specifik part och prata med eller?

Peter Olivecrona

Aktiespararna skulle kunna ge ett småspararperspektiv och Finansinspektionen är såklart intressant att höra vad det tänker.

Eliaz Utbult

Jättebra, stort tack för att du ställde upp och bidrog med din kunskap och syn på saken.

Peter Olivecrona

Tack själv och lycka till.

Bilaga 6

Intervju om analytikermessage med Pontus Hamilton

4 april 2025, via Teams

Eliaz Utbult

Först ska du få presentera dig själv, så vem är du och vad är din yrkesroll?

Pontus Hamilton

Heter Pontus Hamilton och jag är åklagare på ekobrottsmyndigheten då på finansmarknadskammaren som är har ett nationellt ansvar. I hela landet arbetar vi med marknadsmissbruksbrott, så det är ju insiderbrott och marknadsmanipulation framför allt.

Eliaz Utbult

Kan du beskriva ditt förhållande till eller din erfarenhet av analytikertal, hur du har kommit i kontakt med det inom din yrkesroll?

Pontus Hamilton

Vi pratar lite som vi formen här delar ju lite erfarenheter, men det är in. Det var det har väl förekommit någon gång alltså att den frågan om ett uppe eller blir kontaktad av journalister eller? Jag, jag är osäker på om jag haft någon anmälan på det. Nu är det ju sekretess på det en då, men jag kan faktiskt ärligt säga att jag inte minns det. Att just den här frågan när har delats då information i en begränsad krets? Ja som det kan vara till exempel då med analytiker huruvida det kan ha skett ett obehörigt röjande av insiderinformation. Till exempel kan det vara frågan om då det behöver ju inte vara så att någon har handlat, men bara det att man lämnar för mycket information. Det är ju brottsligt i sig då man har gjort det så den frågan har varit uppe, annars har inte vi någon kontakt direkt med analytiker. Jag vet i det här Swedbank-målet var det ju en liknande fråga som provades. Det var inte analytiker och delade i Swedbank uppgifter med de största ägarna, till exempel att. Det skulle sända programmet uppdrag granskning som där de inte skulle framstå i god dager och så där innan det programmet kom ut och i programmet när det sändes som penningtvätten då var väl framför allt och det fick ju en väldigt negativ inverkan på aktiekursen. Och det vad är frågan om det var insiderinformation? Nu fällde som väl inte någon för det verkligen ting som tillhör rätt, men det är ju lite liknande fall om man delar information i en begränsad krets som är känsliga, alltså kurspåverkande så kan det ju vara. Det är väl framför allt ett obehörigt röjande av insiderinformation. Man kanske inte tänker så att det faller ett insiderbrott. Det kräver ju att man är rädd eller uppmanar någon liksom att handla. Då är med att man hade den tanken, men det är svårt att säga att någon. Det vi ofta företagsledning då som skulle lämna information eller personer i ledande ställning på företaget, lämna känslig information till analytiker liksom att de fick någon förhandsinformation. Men det är väl en man har

väl svårt att tro att de ska ha det uppsåtet som talangen juridiken alltså avsikten att man skulle. Då skulle handla på det att man är likgiltig för det, utan det är väl bara att man vill dela liksom information, men utan man hamnar nog då i sådana fall på obehörigt röjande av insiderinformation. Det är väl det jag kan säga är att generellt, men vi har inte haft något sådant fall i Sverige. Det finns inga rättsfall på det. Där det har hänt. Det finns ju folk som ett obehörigt röjande. Några fall, men det har ju inte varit fråga om analytiker då? Men det är väl ja, men det är samma typ av brott och problematik liksom.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är, har du någon erfarenhet eller kännedom om både öppna och stängda analytiker som tål så olika varianter av de här samtalen?

Pontus Hamilton

Nej, jag vet inte riktigt. Jag är för dåligt, kanske liksom hur man ska så slutna. Jag vet inte om det är. Är det då att det är vissa inbjudna eller att det andra är att man liksom bjuder in alla att komma en viss tid, eller hur?

Eliaz Utbult

Precis så lite mer, det finns ju olika varianter på de här också vara att det kan ju vara slutna analytikertal. Det kan ju vara slutna gruppsamtal och sen så kan det ju vara mer öppna där i en vidare krets och det kan vara semi öppna där vissa bjuds in för att aktivt delta i samtalet och andra bjuds in som på åskådarplats.

Pontus Hamilton

Just det ja det har väl ingen liksom spelar väl ingen roll egentligen för brottet om jag nu tänker högt, vad har det? Det skulle möjligtvis vara liksom frågan om man borde. Nej, jag vet inte. Har man lämnat bara till en person i en analytiker ett samtal, då kan man kanske fråga sig om det är liksom allvarligare också. Om man då haft någon tanke med att man har gett henne personinformation mer som ett insiderbrott, nästan att han den här personen ska kunna agera på det. Men, annars spelar väl ingen roll om det är liksom öppet eller stängt är lika likvärdigt så är det väldigt obehagligt dröjande. Jag bara tänker liksom högt nu och jag skulle resonera själv, så spelar väl inte det någon roll utan det? Man måste ju vara försiktig när man lämnar information, alltså alldeles oavsett jag kommer tänka på det här fallet också med Ola Serneke, där var ju en utredning som sedan lades ner mot honom som en kollega till mig hade och det var ju frågan ibland en grupp student på någon studentmessa var i Göteborg typ. Teknologer och så där och som även tror jag sen den bandades väl också den sen. Jag vet inte om det var någon slags livestreaming och sånt där, men den fanns ju att hitta efteråt, men då. Svarade han ju på någon fråga här lokala tornet när det ska bli klart eller finansiering det avstannat det bygget och det var ju då. Bedömas som jag installerade bolaget Serneke som börsnoterat och då är jag alltså slängde han ur sig. Någoting? Ja, men det är

klart eller det är. Det är på gång nu eller nåt sådant där. Vilket liksom sen plockades upp av dagens industri. Kamera ser ut som en nyhet som är intressant och det och det känt liksom att den finansieringen skulle vara löst. Den var väldigt viktig för Serneke. Det var ju liksom. Det var ett jättebygge. Har kollat under de mäktade inte med dig själv. Det var ju en sådan situation som ändå liksom att det var ju öppen om man säger det där analytiker. Men jag tror att det ändå är relevant att göra de här jämförelserna. Om det spelar egentligen ingen roll vem som mycket vem som är där som är mottagare, om det analytiker eller om det är studenter på en studentmessa. Det är ju lite samma problematik och samma liksom. Brottslighet skulle kunna vara frågan om då man säger.

Eliaz Utbult

Och nästa fråga är vilka regler och regelverk och normer aktualiseras i samband med analytikers samtal?

Pontus

Ja, det finns väl få saker som det finns väl ingen som sagt speciellt för det, utan det är väl de här allmänna som utgår från liksom. Marknadsmissbruksförordningen här är de reglerna som finns där, att man inte får. Man kan gärna lämna råd eller uppmaning dag nu vet inte hur står riktigt där. Den är översatt sen i den svenska lagen, men det är ju förordning om man går tillbaka till, men det är ju dom reglerna i marknadsmissbruksförordningen om den vet. Jag vet inte om finansinspektion. Om den skulle ha liksom några egna. Ibland kan ju myndigheter utfärda riktlinjer sen för hur det ska gå till med. Det vågar inte svara på. Jag tror inte att finansinspektionen har några sådana. Det är väl de som skulle i så fall komma ut nu och riktlinjer kring hur man ska lämna information liksom ytterligare, men det tror jag inte finns utan det är ju ganska enkelt egentligen. Det här att du inte. Två år lämnar någon kurspåverkande information som inte man lämnar till alla samtidigt. Det är ju liksom. Den ska bli offentlig för alla så att på samma gång så då måste det liksom vara genom ett ja så kan man ju alltid diskutera. Vad är det som är ett offentliggörande av information? Ja, men ofta ett pressmeddelande till exempel är ett sådant och det är klart. Ja, det är frågan när jag tänker vidare. Det är klart om man säger om man bjöd in liksom väldigt vitt och brett till. Samtal liksom och bjuder in analytiker. Man bjuder också in allmänhet eller vem som helst kan gå in till exempel på en livestream och titta på det. Då kanske man skulle kunna diskutera om det ändå är ett offentliggörande av informationen. Det där är ju inte helt idag. Liksom givet idag förr var det ju på andra sätt, liksom tidningen lämnar tryckeriet eller man sådana där saker. Men idag är det ju liksom. Ja, vad är ett när offentliggörs information? Ofta är det genom att kablas ut genom någon sådan nyhetstjänstsituation eller vad de heter man liksom pressmeddelande då. Och så skriver man ju ofta att det har offentliggjorts en viss tid på men.

Låt säga att man hade liksom med en annons i dagens industri skrivit att vi kommer att lämna information liksom om bolaget har så här typ en kapitalmarknadsdag kan ju vara den där lite större än man har, liksom något större och att man då bjuder in vem som helst och tittar så alla har tillgång. Då kanske man kan säga att det har offentliggjorts. Då är det inte bara en begränsad krets, även om inte alla, liksom naturligtvis intresserade eller kommer att titta på eller som ja, men. Men det är väl de här vanliga reglerna. Jag tror inte att det är så, det är inte så speciella regler liksom utan det är MAR och sen är det då den svenska lagen marknadsmissbrukslagen.

Eliaz Utbult

Nästa fråga ska du få svara på en skala från ett till sex och frågan är hur väsentligt skulle du säga att analytikersamtal är för bolagens förmåga att förmedla information till marknaden där ett är oväsentligt och sex är oundgängligt?

Pontus Hamilton

Jag skulle nog sätta det kanske på en tvåa. Jag har svårt att se att det skulle vara oundgängligt utan det är väl ingenting som behövs. Bolagen vill väl möjligtvis så att säga att deras bolag ska analyseras och de ska komma ut och kunna förklara sina siffror och så där och det är väl väsentligt. Men att det skulle vara liksom oundgängligt för dem. Det är det oundgängligt det. Det är väl svårt att säga tycker jag. Man kan förstå att de vill göra då och att dom har ju vissa personer som är särskilt intresserade dom. Komma, då är det ju bra att berätta för dem liksom och förklara för dem så är det ju. Men visst det kan jag och sen blir det ju en gränsdragning. Det kan man kan ju ha viss förståelse för. Att det blir svårt ibland och liksom vara helt neutral. Kanske jag hade själv varit den gemensamma att jag ska förklara. Nu sitter ju med personer som har specialkunskaper och som är insatta i bolaget. Ett sätt och historiskt vet marginaler och vilka produkter de har och tjänster eller medier liksom de är ju särskilt pålästa så att. Ja, det är klart att det kan vara svårt att liksom kanske navigera och inte säga för mycket och antyda saker ibland. Så är det, men jag är inte så där att. Bort ja, nu pratar jag bara på runt förutom att få ett poäng i liksom graderingen. Men det är ju kanske svårt att säga att det skulle förbjudas liksom och den det är svårt också att se ja.

Eliaz Utbult

Hur skulle du beskriva fenomenet som är känt som analytikers massage?

Pontus Hamilton

Ja, nej, det är ju någonting som jag inte riktigt vet vart det ordet har myntats riktigt. Men analytikersmassage antyder ju naturligtvis att man är vanliga alltså massage vill uppleva som någonting trevligt där man vill påverka eller vara liksom lite till lags på något sätt. Men det är väl så jag skulle läsa in i det att man kan ske. Det är väl har väl

en negativ liksom innebörd och det skulle väl vara att man är alltför liksom? Tillmötesgående kanske just att man kliver över det, att man har lite man har svårt att. Hålla sig vid den här gränsen att man inte ger några som helst signaler som går utöver vad man har kommunicerat i övrigt offentligt. Än att man svarar på frågor och säger lite för mycket. Men det är klart det kan ju vara. Det är ju mer en oavsiktlig då, men massage sen är. Det skulle väl vara det där att man gick som med lite väl tillmötesgående mot analytiker. Att man bjuder in dem och ställer upp på liksom att dela information. Det är ju kanske inget, det är inget fel på det och det ligger analytikerns jobb att försöka skaffa sig information om bolaget. Så det är ju deras jobb och bolaget vill ju kunna kommunicera vad de håller på med att de ska bli rätt analyserad också. Så det båda var ju intressen i det där, men det. Massagen ligger väl i det att man är alltför tillmötesgående. Skulle jag väl liksom säga med och svara på frågor från analytiker och som kanske går övergrepp och att man går över gränsen för vad som. Man bör säga i förhållande till vad som då har en kommunicerats offentligt tidigare.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är en skalfråga igen och du ska få svara på skalan ett till sex igen och frågan är, hur stort problem skulle du säga att analytiker massage utgör idag?

Där ett är inget problem och sex är ett helt oacceptabelt problem.

Pontus Hamilton

Oj ja, det är lite svårt att svara på faktiskt. Jag vet inte riktigt hur det går till, men att döma av liksom det som vi har fått in eller att det har. Jag så är det inget jättestort problem, så jag kanske skulle säga att. Det var en trea. Och det, det har ju lyfts några gånger att det liksom är olämpligt och att det har förekommit saker och det jag, även om ni inte är. Alltså går att bevisa att ett brott eller att man kan komma till det, och det är ju alltid liksom stränga beviskrav och det ska ju upp en viss nivå så tycker jag ju att. Alltså i branschen är det ju påkallat att man är försiktig över huvud taget. Det gäller ju alla som han liksom agerar i branschen så att. Tycker det är ett problem så fort du börjar så fort egentligen att man börjar ifrågasätta det börjar misstänka att vissa personer får problem, så kan man ju förtroendeproblem och det är ju inte bra för. Liksom marknadens funktion överhuvudtaget om det skapar någon typ av misstro bland investerare att en del gynnas eller får information i förväg bara den blotta misstanken är ju inte bra. Det även om det inte är ett rejält. Och problem att det här förekommer jättemycket och det kan inte jag liksom svara på Jag, och det vet och inte vet. Ta liksom sa alltid, det har ju inte och det har inte varit något sådant fall uppe där. Det är klart att det är så att det är olämpligt att misstanken uppstår. Det är ju lite som de politikerna liksom

misstänks för att handla till aktier som då har varit med och beslutat någon någonting omkring. Så det har varit på sistone så här. Av, det är ju alltid illa när misstankarna överhuvudtaget uppstår, liksom så att det behöver vara ganska tydliga gränser och en ganska hög tolerans mot sådant och tåget. Det kan man väl säga liksom för att för att alla ska vara nöjda att få investera på marknaden. Alla målet är ju att liksom värna marknaden, att det ska fungera på ett bra sätt utan att folk. Alltså investerar i allmänhet misstänker att det förekommer någon slags fuffens på något sätt att det är vissa som får fördelar. Jag tror att det kan finnas en sådan, liksom misstankar ändå och att. Ja, men jag har ju den här problematiken. Ämnen som är liksom företags. Generellt när det gäller företag personer i ledande ställning på företag som handlar i sina egna. Aktier i bolagets egna aktier. Det kan ju vara problematiskt, men vi har ju de här reglerna med insynsregister och inte får handla. Liksom i vissa perioder 30 dagar i en rapport. De skulle också rapportera. Vilka är då affärer alltså insynslista ut och så där? Det är ju ett sätt att försöka. Där har man ju satt upp liksom klara regler för att man ska förhindra de här misstankarna uppstå och det är kanske lite samma här att man vill. Man vill inte att det ska uppstå sådana, liksom teorier eller ens konspirationsteorier. Liksom. Ja, det var en liten utläggning. Men ja, det så att jag inte tror att det är ett jättestort problem kanske. Även om jag inte vill ta gift på det, men det är ändå problematiskt när huvud taget liksom tas upp och du skriver en uppsats om det liksom så är det ju ändå någonting som har uppkommit och sen kan man ju det, och det är väl inte bra jag ens det.

Eliaz Utbult

Vilka faktorer i dagsläget anser du möjliggör analytiker massage?

Pontus Hamilton

Det är svårt att säga, men det är väl den här tillgänglighetens bolagen har gentemot analytikerna och att men jag tycker vill ha samtidigt att det är bra att de ska ju vara att det är den där balansgången de ska vara tillgänglig och kunna svara på frågor och kommunicera liksom men. Ja, jag vet, idag är det ju. Det är ju lätt att sprida information på alla möjliga sätt idag och liksom ha. Lämna information i slutna rum och så där, alltså rent. Och vi sitter nu och man kan prata över nätet och det lämnar liksom inga avtryck egentligen någonstans. Det är klart att det är. Det är så lätt att sprida information, kanske en sådan faktor, men annars vet jag inte vad jag skulle säga var problematiskt där.

Eliaz Utbult

Vilka faktorer i dagsläget anser du förhindrar analytiker massage?

Pontus Hamilton

Nej, men det är klart att det, det är ju liksom och straffrättsliga reglerna är ju till för det verkar preventivt

för att man avhåller sig från att liksom begår brott. Det är ju en del med det liksom och det? Det finns nog reellt. Dessutom att man har en fungerande och bra liksom journalistik och så Näringslivs press som också tar upp de här frågorna och bevakar dem. Lyfte upp dem för det är ju svårt för att liksom myndigheterna kan ju inte se allt, men. Att rapportera som det skrivs om det i näringslivsintressen är ju bra. Det är viktigt också att man har en fungerande journalistik är viktig. Ja, nej, men jag tror att den pressen har också en liksom det är ju framför allt dagens industri i Sverige och kanske nog, det är ju den stora liksom. Kraven som finns kvar idag och varandra då? Det är inte roligt, kanske blir ju liksom uthängd eller misstänkliggjord i pressen, så det tror jag är att sen är det klart att. Det, det är svårt att se att det skulle. Hålla liksom ha någon slags? Jag ska säga organisera en liten massage skulle ganska snart bekant och kanske liksom komma ut, tänker jag. Om det förekommer mer systematiskt. Det är också. Frågan är varje dag, vilket är då det ska gynna om man tänker sig kanske att analytikerna de skulle kunna gynnas i bankens eller institutets kunder då till exempel med olika köpråd och tips och sådant. Och det gynnar dem själva också då i och för sig om de ger väldigt träffsäkra råd genom att de har särskilt bra information så skulle ju deras karriärer att kunna som är bra. Men, det finns ju ändå en konkurrens mellan också analytiker och de vaktar nog på varandra också lite grann som att. Vad skulle väl också kunna tänka sig att? En fri konkurrens som finns mellan olika institut som har analytiker kan väl också förhindra genom att man kommer att vakta på varandra och se om det är någon som synes får mer information annan liksom. Att det kan vara lite självreglerande där.

Eliaz Utbult

Upplever du att risken att det förekommer när liken massage skadar just ditt förtroende för aktiemarknadens effektivitet?

Pontus Hamilton

Ja, det är klart att det gör. Nu är ju jag kanske extra känslig för det där eftersom jag arbetar med det jag gör och liksom har det uppdraget att vi ska värna om marknadens effektivitet och liksom förtroende för värdepappersmarknaden så.

Men det var väl lite som jag svarade på innan bara det att misstanken kanske uppkommer. Men nej, jag kan inte säga att jag mitt kanske inte mitt i personliga förtroende, för liksom marknaden att det skulle vara ett stort problem. Så här, vill inte jag upplevt det från det som har rapporterats, men jag är kanske inte förvånad att det här ibland förekommer att de säger för mycket till vissa, men. Det är svårt att säga idag och vad som är avsiktligt och oavsiktligt och så där. Men i och med att det här fenomenet eller man kalla det var ändå belyses och har tagits upp i press och så.

Jag har kommit in vissa anmäler gör väl kanske det får ändå en effekt också vara att man tänker sig för. Med, så jag tror inte det har liksom. Ja, jag tror ändå inte att det är. Det är inte någonting som bara har låtits galoppera iväg så att det bara förekommer liksom fritt idag och. Jag tror det finns en vaksamhet mot det och det är kanske också dom här dom som då. Har rakat eller medel på något sätt och sagt för mycket eller varit lite väl frispråkiga och eller till vissa dom kanske nu tänker sig för liksom jag tror kanske att det här red det kan redan haft en liksom nedkylande effekt på den här förekomsten av den? Ja, det är utifrån min horisont jag är. Jag är ju inte liksom min insatt i branschen riktigt på det sättet. Men det är liksom från nytt håll och perspektiv. Vad vi ser här.

Eliaz Utbult

Upplever du att risken att det förekommer analytiker massage skadar allmänhetens förtroende för aktiemarknadens effektivitet?

Pontus Hamilton

Ja, det var väl det som jag sa tidigare egentligen att det är det jag tror det gör att man bara det att liksom tas upp och det börjar skrivas om det och pratar om det så.

Det kan ju många gånger vara. Allmänheten kanske inte läser alltid så noga så här tas upp så tror jag att det kan ha, absolut, men det är negativt. Man får den här bilden att det är några personer som skor sig liksom eller fördela på de vanliga småsparares bekostnad så här så att det är en risk och därför måste man vara vaksam mot det och försöka se om det är ett reellt problem och liksom analysera det och ta upp till diskussion. Det är bra att det skrivs om det och så där som jag var inne på så att det absolut, det är ju inte bra om det får festa på något sätt så här att ja som en sanning att det förekommer analytiker massage himla tiden, vilket jag inte vågar säga att det inte gör.

Eliaz Utbult

Upplever du att det finns en enighet i synen på analytiker massage från olika parter och då tänker jag exempelvis småsparare, institutionella investerare, journalister börsnoterade bolag, analytiker, tillsynsansvarig och lagstiftare?

Pontus Hamilton

Ja, men det tror jag det gör i alla fall från myndigheternas sida. Det skulle jag säga.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är, tror du att den svenska aktiemarknaden skulle gynnas av någon form av reglering som specifikt hanterar analytikertal med motivet att motverka analytiker massage?

Pontus Hamilton

Det här var inte svaret riktigt på om det behövs, men det är väl i så fall att finansinspektionen skulle jag kunna tänka mig liksom. Kommer någon slags riktlinjer? De har

ju en del riktlinjer kring hur lagar tillämpas och så här att det skulle kunna vara någonting för dem. Jag vågar inte riktigt svara på om det skulle behövas. Man ska ju alltid vara ändå lite så. Kanske alltså skapa massa regleringar och man kan reglera allting det finns ju. Det kan ju finnas ett överflöd liksom på att reglera. Frågan är om det behövs om det är så komplicerat, liksom att inte behöva göra det. Det har jag inte riktigt. Nej, jag vågar inte riktigt svara och jag. Jag har väl lite svårt att se det, men jag skulle det. Det hade eventuellt varit bra att fråga om finansinspektionen har haft några tankar på det eller om det har varit aktuellt liksom? Man pratar med den myndigheten.

Eliaz Utbult

Om det skulle tillkomma en någon form av reglering. Hade du förespråkat en reglering som hanterar formen av analytikers samtal eller snarare ett dokumentationskrav, till exempel digital inspelning av sådana här samtal?

Pontus Hamilton

Ja, ja, vi försöker ganska enkelt att liksom spela in ett sådant. Det kanske blir tandlöst ändå? Dokumentation kanske inte behövs, men alltså att bara skriva ner att vi har haft ett möte och så där. Men att det spelades in att det är lämpligt att det finns en inspelning, det skulle man ju kunna tänka sig så har man ju liksom alla samtal in till mäklarbild och sådant bändas ju. Och det är ju ganska bra efter att alla vet vad som faktiskt har sagt och det skulle ju kunna vara någonting som används vid sådana här, men sen. Det är klart, det går ju alltid att säga saker utanför om man träffas. Det varit liksom. Men är det band är det bandat? Visst att det eller en stream så att det då borde man ju kunna spara det och gå tillbaka och titta på det. Det skulle ju kunna vara ett krav, det är ju inte det. Kanske inte är orimligt egentligen så. Ser man att det skulle vara ett liksom produkt? Ja det är ju inte helt främmande för att man skulle kunna ha något sådant krav när man nu har det för just. Andra liknande saker i branschen och många gånger blandar man ju frivilligt från bankens sida och så där i sina kunder så att det inte ska kunna ifrågasättas efteråt vad som har sagts då och det kanske är. Kanske inte är helt orimlig idé att det skulle blandas.

Eliaz Utbult

Nej, för jag har pratat med IR personer också och de lyfter ju det att ur deras perspektiv så är det ju problematiskt med när misstankar uppstår för de har svårt att fria sig från det, att bevisa att det här inte alls sagt någonting som har varit konstigt. Så jag tänker att det borde finnas de incitament som du är inne på.

Pontus Hamilton

Ja precis. Ja, det tror jag också att de precis kan då fredag försvara sig med det eller fredag så att det finns ju inspelat ofta. Nu vet jag inte exakt, men ofta är det väl

liksom telefonkonferenser. De är ju klart att de är större och ofta är det väl telefonsamtal. Det kanske inte är så ofta man ses liksom, men det går ju att banna även i ett rum naturligtvis. Ja man kanske ska undvika att ha samtal med bara en analytiker taget möjligen? Jag vet inte. Det kanske också är lite. Och oreglerade det kanske och liksom går för långt, men absolut. När man håller sådana här konferenser eller någonstans för ibland har det väl varit det som jag hade läst om liksom upp för att det är sant. Telefonkonferenser med några analytiker och då skulle det ha sagt någonting som hänt någonting. Det blir inte bra egentligen. Det är bandat då och det är väl enkelt för bolagen själva att göra det egentligen också. Sen är frågan man behöver reglera det, men det är kanske en bra liksom effektiv metod för efteråt kunna gå igenom bara säga det vi vad var det som sas? Det, det är rimligt kan jag tycka.

Eliaz Utbult

Min nästa fråga är, om du tror att EU skulle gynnas av den här typen av reglering, alltså om det hade varit lämpligt att införa på en bredare EU nivå?

Pontus Hamilton

Ja, jo, det kan jag tänka mig. Det är väl inget konstigt i regel egentligen. Man skulle kunna ha det i år. Det är ju EU som ligger bakom hela den här, liksom ändå förordningen mot marknadsmissbruk och att man vill liksom bidra. Det ligger i unionens intresse så att det skulle man väl i och för sig kunna tänka sig att det ställs några krav. Och det är även inte hur de brukar. Hur långt ner de liksom detalj reglerar. Men det. Det skulle ju kunna vara någon allmän bestämmelse om att det ska gå dokument på något lämpligt sätt, dokumentera så effektivt sätt dokumenteras. Vad som har förekommit vid sådana här samtal mellan analytiker och andra bolagets intressenter. Man skriver nog lite mer fluffigt det, det är väl inte helt orimligt, kanske tycker jag.

Eliaz Utbult

Då undrar jag om det är någonting som du tycker saknas som du skulle vilja tillägga?

Pontus Hamilton

Nej, det tror jag har ändå inte.

Eliaz Utbult

Finns det något särskilt perspektiv? Någon annan person eller aktör som du tycker att jag borde få med i min analys?

Pontus Hamilton

Nej, men det är väl jag kan ju tänka mig.

Finansinspektionen är ju ändå den myndigheten som liksom har tillsyn över finansbranschen och liksom de här reglerna, så de där skulle kunna vara någon se vad de har för arbete. Och de har ju konsumentskyddslagen svar och sådana saker också.

Eliaz Utbult

Och stort tack för att du ställer upp på det här.

Pontus Hamilton

Ja ingen orsak lycka till.