

Aktiemarknadsnämnden 25 år

Av Johan Munck

Den struktur som gäller för självregleringen på aktiemarknaden i Sverige är inte resultat av någon logisk nödvändighet utan har delvis historiska skäl. Bland de organ som är verksamma på området spelar Aktiemarknadsnämnden en viktig roll. Nämndens tillkomst har återberättats i tidigare sammanhang,¹ men när det nu är dags för 25-årsjubileum kan det vara lämpligt med en rekapitulation.

Det finns flera omständigheter som har medverkat till att nämnden existerar och att den har de uppgifter och den struktur som den har för närvarande. De viktigaste byggstenarna berörs i det följande i all korthet.

Näringslivets Börskommitté

När det under 1960-talet började bli allt vanligare med offentliga erbjudanden på aktierna i svenska börsföretag ansågs det vara en brist att det inte fanns några allmänt accepterade regler som säkerställde likabehandling av och information till aktieägarna. Uppgiften att ta fram ett sådant regelverk anförtroddes åt Näringslivets Börskommitté (NBK), ett självregleringsorgan som hade bildats i mitten av 1960-talet av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare och som bestod av företrädare för och rådgivare till ledande börsföretag. Blickarna riktades mot England, där det fanns ett berömt regelverk i ämnet, *The City Code of Takeovers and Mergers*.

NBK tog år 1971 fram en första rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv som till stora delar – men ingalunda helt och hållet – byggde på den brittiska regleringen och som blev allmänt accepterad. Rekommendationen har sedan dess reviderats åtskilliga gånger och har haft mycket stor praktisk betydelse.

¹ Se t.ex. Per-Ola Jansson, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, Stockholm 1995 s. 159 och 247 ff. Självt har jag försökt skriva i ämnet i *Svensk Juristtidning* 1996 s. 899 ff under rubriken *Aktiemarknadsnämnden tio år* och i *Juridisk Tidskrift* 2006–07 s. 553 ff. under rubriken *Självregleringen på värdepappersmarknaden*. Den följande framställningen bygger till stor del på sistnämnda båda artiklar.

Även om denna rekommendation tillvann sig allmän acceptans, uppkom åtskilliga tolknings- och bedömningsproblem när det gällde tillämpningen av reglerna. NBK hade inte praktisk möjlighet att svara på sådana frågor och man diskuterade därför möjligheten att inrätta ett organ med den uppgiften. Den närmaste förebilden var även i detta fall brittisk. I London fanns det – och finns fortfarande – The Take-over Panel, ett väl fungerande och auktoritativt organ, berömt för sin snabba och konsekventa handläggning. En närmare beskrivning av panelen och dess bakgrund görs i artikeln av Barbara Muston i denna jubileumsskrift.

LEO-affären

Det är emellertid ingen överdrift att påstå att vad som fungerade som en katalysator för Aktiemarknadsnämndens tillkomst var den s.k. Leo-affären. Upprinnelsen till denna affär var en nyemission i läkemedelsföretaget Leo som beslöts i november 1983 kort efter det att Wilhelm Sonesson AB hade förvärvat samtliga aktier i Leo genom ett köp från ett danskt bolag. Nyemissionen var riktad och aktierna tilldelades personer inom ledningen för Leo, Wilhelm Sonesson och dess moderbolag Volvo liksom Förvaltnings AB Yggdrasil som tillhör finansmannen Erik Penser. Åtskilliga av de tecknande aktieposterna avsåg mycket betydande belopp.

I den allmänna debatten gjordes gällande att en förmånlig kurs tillämpats vid nyemissionen 1983 och att den krets av personer som erhållit aktier i Leo hade varit alltför vid och att tilldelningen av aktier i flera fall hade varit oacceptabelt stor. Till detta kom att de berörda personerna inte hade tagit någon egentlig risk, eftersom Yggdrasil hade utfärdat ett oåterkalleligt erbjudande att förvärva aktierna till minst samma kurs som tillämpats vid emissionen.

Marknadspriset på Leo-aktierna steg på kort tid till mer än det dubbla, vilket bl.a. sattes i samband med en oväntat framgångsrik lansering i USA av rökavvänjningsmedlet Nicorette.

Regeringskommission

Dessa åtgärder föranledde en delvis mycket livlig allmän debatt och ledde till att en regeringskommission tillkallades. Detta skedde på initiativ av den dåvarande statsministern Olof Palme, som engagerade sig starkt i frågan.

Om det tillåts en självbiografisk uppgift kan jag konstatera att denna kommission hade stor betydelse för mig personligen. Jag arbetade då i Justitiedepartementet som rättschef och jag hade just innan Leo-affären blev aktuell föredragit några ärenden för regeringen. Det föranledde att Olof Palme – som väl annars inte kände till Justitiedepartementets personal – hade mig i färskt minne och att justitieministern meddelade att Palme hade bestämt att jag skulle knytas till kommissionen. Eftersom jag då sysslade med helt andra uppgifter – straff- och processrätt, grundlagarna m.m. – protesterade jag och föreslog justitieministern att man i stället skulle vända sig till någon med erfarenhet av bolagsrätt och affärsjuridik.

Justitieministern föreslog att jag skulle gå upp till Palme och säga detta, ett förslag som naturligtvis inte var allvarligt menat och som jag förstod att jag inte kunde följa. Så jag blev fast för Leo-kommissionen och den för mig helt nya bolagsjuridiken och har ännu inte kommit loss från detta rättsområde. Även de av kommissionen tillskapade Leo-bestämmelserna har förföljt mig (och Aktiemarknadsnämnden) genom åren.

Från näringslivets sida ansåg man nog att det låg i farans riktning att kommissionen skulle föreslå något slags statligt organ med uppgift att hålla uppsikt över god sed på aktiemarknaden. Man önskade förebygga denna risk och forcerade därför arbetet på att tillskapa ett särskilt organ. Industriförbundets verkställande direktör Lars Nabseth begärde företräde för kommissionen för att berätta om planerna på att tillskapa en Aktiemarknadsnämnd, då endast med Industriförbundet och Stockholms Handelskammare som huvudmän.

I sin rapport (DsFi 1986:21) betecknade kommissionen initiativet till nämndens tillkomst som en mycket omfattande och seriös satsning på det aktiemarknadsetiska området och ansåg att erfarenheterna av nämndens verksamhet borde avvaktas, innan frågan om att ge ett allmänt organ nya uppgifter på området togs upp till närmare övervägande.

Nämndens presidium utgjordes vid starten av landshövdingen Ingvar Gullnäs som ordförande och justitierådet Ulf Nordenson (sedermera också justitierådet Hans-Gunnar Solerud) som vice ordförande. Nämnden utrustades med ett kansli under ledning av den tidigare chefen för Industriförbundets juridiska avdelning numera advokaten Tom Hård (efter ett par år efterträdd av Göran Mälstad).

Aktiemarknadsnämndens uppgifter

Aktiemarknadsnämnden fick till uppgift att genom uttalanden, rådgivning och information främja god sed på aktiemarknaden. Uppgiften är således betydligt vidare än den som ankommer på den brittiska panel som utgjorde den närmaste förebilden.

Numera är en stor del av Aktiemarknadsnämndens uttalanden sanktionerade, bl.a. genom börsernas regelverk. Men så var det inte från början, och fortfarande förhåller det sig så att en del av uttalandena är osanktionerade. Därför har det varit av den allra största betydelse att nämndens ledamöter redan från starten kom att utses bland personer med särskild erfarenhet av aktiemarknaden och synnerligen gott renommé på denna marknad som företrädare för bl.a. institutionella placerare, banker eller värdepappersinstitut eller som advokater med särskild inriktning på aktiemarknaden.²

Detta har medfört den oundvikliga komplikationen att jävsfrågor alltid måste penetreras noggrant innan nämndens sammansättning för behandlingen av ett konkret ärende bestäms. Men olägenheten av detta väger lätt i förhållande till den stora fördel som ligger i att nämndens uttalanden har kommit att respekteras av aktiemarknaden, något som till stor del får tillskrivas den erfarenhet som finns representerad inom nämnden.

Jag kan inte komma ihåg att det någonsin har förekommit att ett aktiemarknadsbolag har fronderat mot ett uttalande av nämnden eller de bakomliggande reglerna i ett konkret fall. Men i åtminstone två fall har det varit nära. I båda fallen rörde det sig om utländska aktörer som emellertid snabbt talades till rätta av de svenska rådgivarna.

Detta visar betydelsen av vad som på engelska brukar betecknas som marknadens "cold shoulders", dvs. att varken andra företag eller advokater, värdepappersinstitut och andra rådgivare eller medhjälpare vill ta någon befattning med företag som bryter mot reglerna eller fattade beslut. Det finns många exempel på att marknadens aktörer fruktar en sådan sanktion, och rådgivarna är enligt min erfarenhet synnerligen angelägna att noggrant följa regler och uttalanden. De principer som kan härledas ur nämndens uttalanden följs också regelmässigt av marknaden när likartade fall uppkommer. Ragnar Boman går närmare in på dessa aspekter i sin artikel i denna jubileumsskrift.

² En av nämndens nuvarande ledamöter, som betytt mycket för nämnden utveckling, f.d. bankdirektören Ulf Aspenberg, var med redan vid starten.

Aktiemarknadsnämndens första tid

Under de inledande åren var dock antalet ärenden hos nämnden inte så många. Nämnden startade sin verksamhet den 1 september 1986 och antalet ärenden hösten det året var endast tre. Under åren 1987–1990 var det fråga om ett tiotal ärenden om året. Det befanns ganska snart att det under sådana förhållanden innebar en överorganisation att behålla ett särskilt kansli, så detta kom att avvecklas.³

Under de närmast följande åren sjönk antalet ärenden ytterligare. Vissa år förekom bara ett par enstaka ärenden, och det diskuterades allvarligt om inte nämnden skulle avvecklas. I varje fall trodde man nog knappast att nämnden skulle få uppleva sitt 25-årsfirande.

Utvecklingen under senare år

Fr.o.m år 1998 sköt emellertid antalet ärenden fart igen och under senare år har antalet ärenden i allmänhet varit minst ett fyrtiotal om året, något år närmare 60. Ett kansli har numera lyckligtvis åter organiserats. Jag återkommer strax till nämndens nuvarande organisation.

I samband med att EG-direktivet om uppköpserbudanden (2004/25/EG), det s.k. Takeover-direktivet, skulle implementeras i svensk rätt trodde nog många att Aktiemarknadsnämndens dagar var räknade, eftersom nämnden inte riktigt passade in i direktivets modeller. Det visade sig emellertid att näringslivet gärna ville behålla nämnden. En sinnrik konstruktion i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden innebär att nämnden har behållits men att den när det gäller Takeover-frågor numera huvudsakligen agerar på grundval av delegation dels från Finansinspektionen, dels från de båda svenska börserna, vilka i sin tur står under tillsyn av inspektionen.

Konstruktionen har bl.a. fått till följd att NBK:s Takeover-regler övertagits av Stockholmsbörsen och NGM, vilka i sin tur delegerat åt nämnden att fatta beslut. Den som lägger fram ett offentligt erbjudande på ett svenskt börsbolag är skyldig att sluta avtal med den børs där bolagets aktier är noterade och underkastar sig på detta sätt börsens Takeover-regler och Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Till den del nämndens uttalanden grundas på delegation från Finansinspektionen kan dess ställningstaganden överklagas.

³ Nämnden fick i stället värdefull hjälp av Industriförbundet (bl.a. Jan Persson och senare Margit Knutsson) och Handelskammaren (Ulf Franke).

Ärendena hos Aktiemarknadsnämnden

Flertalet av Aktiemarknadsnämndens uttalanden har tillkommit efter framställning av ett rådgivare till ett aktiemarknadsbolag, som sökt vägledning inför en planerad åtgärd. En del ärenden har emellertid initierats av enskilda eller institutionella aktörer eller av någon av börserna i Stockholm eller Sveriges Aktiesparares Riksförbund. Nämnden kan också ta upp ett ärende av eget initiativ, vilket har förekommit vid flera tillfällen.

Genomgående strävar nämnden efter att avgöra ett ärende med stor skyndsamhet, ibland samma dag som framställningen har kommit in och i varje fall inom en vecka därefter. En förebild för nämnden har varit den engelska panelen, vars snabbhet är oöverträffad, låt vara att denna nämnd för det mesta bara lämnar muntliga besked och till skillnad från Aktiemarknadsnämnden mycket sällan publicerar sig i skriftlig form. I detta sammanhang kan nämnas att nämnden har ett gott samarbete med panelen, som gärna diskuterar och lämnar råd i uppkomna frågor. Det måste dock erkännas att det har brukat vara Aktiemarknadsnämnden som vänt sig till sin engelska motsvarighet för att få råd – jag kan inte komma ihåg något fall när den engelska panelen självmant har vänt sig till nämnden.

Jag har brukat säga att man kan urskilja tre grupper av ärenden hos Aktiemarknadsnämnden.

Den grupp av fall som under många år var den klart största gällde olika s.k. incitamentsprogram för ledande befattningshavare och annan personal i aktiemarknadsbolag i form av t.ex. riktade emissioner av aktier eller konvertibla skuldebrev eller aktieoptioner. Som nyss framgått var det också ett fall av detta slag som mera omedelbart bildade bakgrunden till nämndens tillkomst.

Sedan nämnden meddelat ett stort antal uttalanden i frågor av denna art, blev läget så småningom svåröverskådligt, vilket ledde till att nämnden samlade sig till ett ”globaluttalande” (AMN 2002:1), där dittillsvarande erfarenheter sammanfattades och något utvecklades. Därefter har denna ärendegrupp i stort sett försvunnit. Jag vill låta det vara osagt om det beror på detta uttalande eller konjunkturerna eller om det har någon annan orsak, t.ex. den under senare år tillkomna lagstiftningen på området.

En stor grupp av nämndens ärenden har anknytning till den typ av fall som behandlas av nämndens brittiska motsvarighet, nämligen olika problem sammanhängande med offentliga erbjudanden. Här finns det numera en antalsmässigt mycket omfattande undergrupp, om man vill

kalla den så, nämligen ärenden rörande undantag från budplikt eller angående tolkning av budpliktsreglerna. Numera är detta den klart dominerande ärendegruppen, vilket innebär att nämnden mer och mer har kommit att likna den brittiska panelen.

Den tredje gruppen av ärenden rör aktiemarknadsfrågor av skilda slag och har kunnat gälla exempelvis information, likabehandlingsfrågor, villkorsändringar och beslutsformer. Till denna grupp skulle man också kunna räkna de frågor som nämnden får angående tillämpningen i enskilda fall av den svenska koden för bolagsstyrning. Frågor angående tillämpning av koden har dock inte varit särskilt många, vilket kanske kan förklaras antingen med att koden är tydlig och klar eller också med dess grundläggande modell ”comply or explain”.

Vissa avgränsningsfrågor uppkommer ofta i Aktiemarknadsnämndens arbete. Nämnden söker undvika att yttra sig i lagtolkningsspörsmål och renodlade värderingsfrågor, något som dock inte alltid är möjligt om ett meningsfullt uttalande över huvud taget skall avges. Vidare är det naturligt att nämnden i praktiken som regel inte tas i anspråk när det gäller sådana informationsfrågor som behandlas i börsernas regelverk och som bevakas av börsens organ.

Enligt Aktiemarknadsnämndens stadgar skall ett uttalande av nämnden offentliggöras, om det inte föreligger särskilda skäl emot det. Aktiemarknadsnämnden får dock inte offentliggöra ett uttalande som gäller en planerad åtgärd förrän åtgärden har vidtagits, offentliggjorts av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. I en del fall – särskilt när den planerade åtgärden inte kom att vidtas, kanske på grund av nämndens uttalande – kan det vara svårt att få medgivande till offentliggörande. Dessutom finns en del icke offentliggjorda uttalanden från äldre tid, när reglerna var något annorlunda formulerade. Som framgår av Rolf Skogs artikel arbetar nämnden mycket med denna fråga och strävar bl.a. genom återkommande kontakter med sökandena efter att i princip alla uttalanden skall bli offentliga, åtminstone i anonymiserad och sammandragen form.

Aktiemarknadsnämndens nuvarande organisation

Sedan 2006 är Aktiemarknadsnämnden ett av tre sakorgan för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som har till ändamål att främja iakttagande och utveckling av god sed på värdepappersmarknaden. De övriga sakorganen är Kollegiet för svensk bolagsstyrning

och Rådet för finansiell rapportering med dess tekniska beredningsgrupp Expertpanelen för finansiell rapportering.

Föreningens huvudmän är Aktiemarknadsbolagens Förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm AB, Stockholms Handelskammare, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen Svenska Fondhandlareföreningen och Svenskt Näringsliv.

Nämnden har en fast anställd direktör, professor Rolf Skog, som tillsammans med Ragnar Boman sedan många år har varit en sammanhållande kraft för nämnden. Vidare kan nämnden tillsammans med de andra sakorganen repliera på föreningens kansli som förestås av Anna-Carin Holmqvist-Larsson. Nämnden har också sammanträdeslokaler hos föreningen. Denna organisation – som framför allt sammanhänger med insatser av föreningens tidigare ordförande Anders Nyrén – har inneburit en ökad fasthet i strukturen genom en långsiktigt stabil organisation och finansiering.

Aktiemarknadsnämnden i framtiden

Kommer Aktiemarknadsnämnden att få uppleva ytterligare 25 år? Det är naturligtvis omöjligt att säkert svara på den frågan. Som bekant har den nämnden närstående Näringslivets börskommitté lagts ned i maj 2010. Kommittén hade kommit att bli ”a victim of its own success” – samtliga de regelverk som kommittén skapat och som betytt så mycket för den svenska aktiemarknaden har upphöjts till lagstiftning eller inlemmats i börsernas regler, delvis på grund av krav från EU. Kommer något liknande att drabba Aktiemarknadsnämnden?

Aktiemarknadsnämnden har funnit en nisch av uppgifter som inte så lätt låter sig inordnas vare sig i en statlig myndighet eller i andra organ, t.ex. börserna. Som framgår av redogörelsen i det föregående har nämnden vid ett par tillfällen varit i farozonen, men just nu är det inget som tyder på annat än att nämnden kommer att finnas kvar. Att uppgifterna kommer att finnas kvar är höjt över varje tvekan. Och nämnden liksom alla de som hängivet arbetat för nämndens bästa kan med viss stolthet se tillbaka på de gångna 25 åren.

Seminariekommentar:

Jan Persson

1. Jag skulle vilja komplettera Johan Muncks artikel och anförande med några egna minnesbilder, främst från tiden för Aktiemarknadsnämndens tillkomst och tidiga verksamhet.
2. 25 års verksamhet kräver dock först att välförtjänta gratulationer framförs till alla som arbetat med nämndens frågor under åren. Främst gäller det naturligtvis nämndens såväl nuvarande som tidigare ordföranden, ledamöter, verkställande direktörer och kansli. De närmare 600 uttalanden som gjorts är en ovärderlig tillgång i skapandet av god etik på aktiemarknaden och en ordentlig framgångssaga för självregleringen.
3. Bildandet av Aktiemarknadsnämnden; Många personer har på olika sätt deltagit i och bidragit till nämndens etablering. Här skall ingen vara nämnd och ingen vara glömd men alla som varit engagerade skall känna sig delaktiga i framgången.
4. Det svenska näringslivet hade redan innan nämnden bildades en påfallande stor erfarenhet av självreglering inom olika områden; Institutet mot mutor, Näringslivets Opinionsnämnd, olika branschetiska organ och, särskilt relevant för aktiemarknadsområdet, Näringslivets Börskommitté (NBK).
5. Näringslivet har, av förtroendeskal, generellt sett ett egenintresse av att upprätthålla god etik. Inget område är så exponerat mot allmänhet och media än händelser på aktiemarknaden. Allvarigare "affärer" och dåligt uppträdande inom detta område spiller över och generar förtroendetapp för näringslivet i allmänhet.
6. Börsverksamheten utvecklades starkt på 1980-talet jämfört med tidigare år. Med detta följde att NBK, som etablerades under sent 60-tal men som hade fört en tynande tillvarounder under andra halvan av 70-talet, vitaliserades.
7. Det fanns tidiga diskussioner i NBK om att inte bara ge ut generella regler utan också att göra uttalanden i enskilda fall. Ansågs dock olämplighet att blanda regelgivning och

”dömande” verksamhet i ett och samma organ. Sammansättningen var heller inte lämplig för in casu-avgöranden.

8. Leo-affären med åtföljande statliga utredningar samt den ökade aktiviteten på aktiemarknaden gjorde att näringslivet beslöt skapa Aktiemarknadsnämnden. Takeover-panelen i London viktig förebild. Nämnden en ordentlig satsning.
9. Några problemområden för de som bildade nämnden; huvudmannaskapet, finansieringen och sammansättningen av nämnden.
10. Huvudmän; under de första åren Stockholms Handelskammare och Industriförbundet. Naturligt eftersom dessa organisationer också stod bakom NBK. Successiv breddning av huvudmannakretsen över tiden, vilket varit viktigt för legitimiteten.
11. Finansieringen; osäkerhet för huvudmännen eftersom en begäran om ett uttalande av nämnden kunde ske utan kostnad för sökanden. Oro hos huvudmännen för kö till nämnden med risk för stora kostnader. Så blev det inte utan så småningom istället diskussioner om vad som kunde göras för att få flera ärenden till nämnden.

Finansieringen dock under många år ett dilemma och flera misslyckade försök gjordes att hitta formerna. Så småningom avgifter från den sökande. Numera finns en stabil grund för finansiering av självregleringen.

12. Sammansättningen; oron för jäv och att omvärlden skulle anse nämnden vara styrd av näringslivet hade betydelse för nämndens första sammansättning som kom att präglas av ganska många oberoende ledamöter, alla högt aktade i samhället. Ganska snart konstaterades att det, i tillägg till nämndens ordinarie ledamöter, fanns behov av en expertpanel bestående av personer som i sin dagliga profession arbetade med frågorna.

Dagens sammansättning av nämnden skiljer sig till sin karaktär från den ursprungliga genom att ledamöterna representerar en bredare krets och samtidigt, på olika sätt, är närmare marknaden.

13. Rådgivare, bolagen och investerarna har stor del i nämndens framgång. Inte minst rådgivarna har genom sina insatser i kontakter med klienter bidragit mycket starkt till att nämndens uttalande har efterlevts på det sätt som skett.
14. För de som skriver regler på aktiemarknadsområdet, särskilt självreglerarna, har nämndens existens också gjort tillvaron

lättare. Regelmakarna kan överlämna åt nämnden att precisera bestämmelsernas närmare tolkning i det konkreta fallet och dispens kan ges av nämnden. Detta gör att reglerna inte behöver bli så fyrkantiga och detaljstyrande.

15. Aktiemarknadsnämnden arbetar med kunskap, tillgänglighet och snabbhet. Inger respekt. Nämnden kan på förhand ge auktoritativt besked i mycket komplicerade frågor. Som nämnts tidigare skapar de närmare 600 uttalandena från nämnden en mycket solid grund att stå på i fråga om vad som är god sed på aktiemarknaden.

16. Nämndens arbete är synnerligen värdefullt för marknaden. En utmaning att i framtiden bevara samma höga klass. Visst kan lagstiftaren kanske i något enstaka fall göra lag av några principiella uttalanden från Aktiemarknadsnämnden men nämndens verksamhet kan generellt sett inte ersättas av lagstiftning eller någon myndighet.

Särskilt viktigt är att aktörerna på förhand kan få ett kvalificerat besked om hur en viss åtgärd ställer sig i förhållande till god sed.

Av allt att döma har nämnden många fortsatta framgångsrika år framför sig.

