

# Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden

*Av Claes Beyer*

## Inledning

Det är påfallande hur tillkomsten av Aktiemarknadsnämnden (AMN) 1986 liknar tillkomsten av Koden och Kollegiet för svensk bolagsstyrning ca 20 år senare. I båda fallen ledde händelser på finans- och aktiemarknaden till upprörd debatt i media och man och man emellan. Etik och moral hos aktörerna på marknaden ifrågasattes. Det talades om vikten att behålla eller återställa allmänhetens förtroende för marknaden eller för företagen och dess ledare. Näringslivets respons präglades inledningsvis av förvirring eller tystnad. Politiker i allmänhet och regeringen i synnerhet kände å ena sidan stödet från väljarna att agera och å andra sidan en stor osäkerhet om vad de skulle göra. Sålunda tillsattes en kommission. Hot om lagstiftning vädrades. Näringslivet fann att något måste göras. Resultatet blev i ena fallet AMN, i andra fallet en svensk kod för bolagsstyrning och ett kollegium för dess hanterande – samt lite lagom lagstiftning, vid vars införande man hänvisade till att näringslivet ju tagit sitt ansvar genom ytterligare en självregleringsåtgärd, men att man naturligtvis följde utvecklingen med stor uppmärksamhet och var beredd att ingripa om så skulle visa sig nödvändigt.

Men det föreligger också intressanta skillnader när det gäller effekterna. LEO-lagen var verkligen en begåvad lösning eller snarare dellösning på det problem LEO-kommissionen fått sig förelagt. Man sade sig att det var omöjligt att i lag reglera i vilka fall det skulle tillåtas för styrelse och/eller företagsledning att teckna eller köpa aktier i samband med en företagares nyemission eller annars. Eftersom de enda som egentligen hade några motstående intressen var aktieägarna i berört företag bestämde man sig för att överlåta frågan till dem. Om aktieägare företrädande en överväldigande majoritet av aktierna – 9/10 – godtog åtgärden var den ok. Och ville aktieägarna eller bolagen få en prövning av ett opartiskt organ, om den tillämnade eller genomförda åtgärden kunde ses som acceptabel, kunde man vända sig till AMN. Sådana prövningar visade ju sig också bli ett av de vanligaste inslagen i AMNs verksamhet.

När det å andra sidan gäller Koden och Kollegiet för bolagsstyrning, och i samband därmed genomförda lagändringar om riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare, är det nog betydligt svårare att urskilja några särskilda effekter. Vad beträffar den Svenska koden för bolagsstyrning är det väl endast införandet av valberedning som kan sägas innebära en nyhet. I övrigt har ju Kollegiet mest brottats med problemet att Koden uppfattas som en besvärande upprepning av vad som redan gällde enligt lag eller NBKs regler respektive AMNs avgöranden. Och om verkan av lagändringen kan man tveka.

Alltnog, vad som hände kan föranleda en del reflektioner om regleringen på aktiemarknaden och dess uppdelning i lagregler och självreglering.

En fråga som jag återkommer till längre fram är hur man rättssystematiskt ska se självregleringen. När är det lämpligt använda termen ”självreglering” på en företeelse? Är självreglering eller delar av den en del av gällande rätt? Om inte, hur förklarar man skillnaden och anledningen till att vissa normer hamnar på den ena eller andra sidan?

## Historik

Om vi först håller oss lite mera konkret till historiken bakom AMN kan vi konstatera att den allmänt sett har att göra med den starkt ökade aktiviteten på aktiemarknaden under första delen av 80-talet. Och, som framgår av Johan Muncks artikel, hade den mer specifikt sin bakgrund i den s.k. LEO-affären. Liksom Johan Munck var jag personligen berörd eftersom jag på den tiden var adjungerad till Volvos koncernledning med ansvar för juridiska frågor.

Ett antal citat från mediadebatten runt årsskiftet 1985–86 förmedlar kanske ett intryck av stämningen vid denna tid:

”En större fråga är om vi i Sverige – i likhet med USA och Storbritannien – bör kräva att aktieägare behandlas lika exempelvis vid uppköp av större aktieposter.” (DN 31 jan -86)

”Problemet är därför inte att de etiska normerna måste kompletteras med nya, eller att lagstiftningen skulle vara ofullständig. Problemet är snarare att de regler som finns inte följs.” (Expressen 30 jan -86)

”Det är ofrånkomligt med en skärpt självreglering och ett ökat individuellt hänsynstagande till det kollektiva ansvaret.” (6 jan -86)

”På kort sikt behöver vi skärptare regler mot omoraliska börsaffärer.” (Arbetet 29 jan -86)

”Ta börshajarna ordentligt i örat.” (31 jan -86)

”Skall en bank medverka i en utförsäljning av aktien till allmänheten när aktier redan sålts ut till andra till ett lägre pris.” (DN 29 jan -86)

”Maktkamperna präglas inte sällan av orent spel och brist på information (VA 21 feb -85)

”En klar majoritet av Sveriges företagsledare vill ha skärpta regler på börsen.” (DI 17 dec -85)

”Det behövs bättre riktlinjer.” (DN 12 dec -85)

”Det är för mycket konstiga affärer. Omdömet har trubbsats av. Moralen är på glid.” (Affärsvärlden non -85)

Till detta kom att LEO-kommissionen tillsatts den 3 januari 1986 med uppdrag att före den 1 juli samma år ge sin syn på vilka åtgärder som kunde vidtas, och att därvid överväga om det fanns anledning att införa ytterligare regler till de mindre aktieägarnas skydd och om det fanns behov av att vidta andra åtgärder för att trygga att handeln med aktier skedde i sunda och rättvisa former.

Också i riksdagen hade väckts motioner med kritiska uttalanden.

Ett möte i Stockholm skulle hållas i början av 1986 mellan högre näringslivsföreträdare. Inför detta utarbetade jag en PM som bl.a. innehöll följande överväganden.

Det var ofrånkomligt att näringslivet samlade sig till ett initiativ. Passivitet från näringslivets sida skulle tvinga ansvariga politiker och företrädare för börsen att vidta åtgärder, om vars innehåll man intet kunde veta.

Situationen borde inte tolkas så, att ett antal oansvariga personer vidtog åtgärder på aktiemarknaden i strid mot kända regler. Det förhöll sig tvärtom på det sättet, att osäkerheten på många punkter var stor om vad som egentligen skulle anses tillåtet, inte bara när det gällde riktade emissioner och uppköpserbudanden, utan också vad avsåg uppflaggning, insiderhandel, korsäggande, fondkommissionärens agerande och mycket annat.

Visserligen fanns Näringslivets Börskommitté, NBK, som utarbetat rekommendationer på vissa punkter, och även från börsstyrelsen och bankinspektionen hade utgått skrivelser i särskilda frågor. Men med

den starkt ökade aktiviteten på aktiemarknaden skulle inte allmänt hållna regler av den typ NBK arbetade med kunna fylla de krav på fortlöpande normbildning som nu erfordrades.

Kanske borde man istället tillskapa en typ av organ som avgör enskilda ärenden. Som förebilder nämndes dels the Takeover Panel i England och dels den Näringslivets Opinionsnämnd som under 1963 till 1971 avgav yttranden om, huruvida en i näringsverksamhet vidtagen reklam- eller annan marknadsföringsåtgärd kunde anses strida mot god affärssed.

Här kan inskjutas att det, när det gäller självreglering, inte är ovanligt att man inrättar en regelskapande instans, om man så vill en "lagstiftare" som formulerar normer i allmänna satsar och en tillämpande instans som avgör enskilda fall. Så exempelvis har Sveriges Advokatsamfunds styrelse formulerat Vägledande regler om god advokatsed medan samfundets disciplinnämnd avgör enskilda fall. På samma sätt beslutar Pressens Opinionsnämnd om en tidning i ett enskilt ärende brutit mot etiska regler för press, radio och TV, vilka regler fastställs av andra.

Sålunda föreslogs att näringslivet skulle tillskapa ett sådant organ som skulle uttala sig om huruvida planerade eller genomförda åtgärder på aktiemarknaden stod i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden. Genom uttalanden i sådana konkreta ärenden skulle normbildningen på aktiemarknaden utvecklas och preciseras. Såvitt jag nu kan erinra mig användes i denna PM för första gången uttrycken "nämnd för aktiemarknadsfrågor" och "aktiemarknadsnämnden".

Under diskussionerna om den tilltänkta nämndens uppdrag och effekten av nämndens uttalanden berördes också frågan om sanktioner. Det fanns de som menade, att en nämnd vars uttalanden inte förknippades med något slag av sanktioner eller påföljder skulle vara en tandlös tiger som inte skulle väcka någon respekt. Ville man förbättra etiken på aktiemarknaden måste man också vara beredd att sätta kraft bakom aktiemarknadsnämndens uttalanden.

Jag har då och senare gjort mig till tolk för en annan uppfattning. Som redan nämnts menade jag att, även om upprördheten över vad som hänt i LEO-affären och andra aktiemarknadshändelser var stor, så var det inte särskilt tydligt i vilka hänseenden vilka aktörer på marknaden hade brutit mot vilka etiska regler. Det var alltså enligt min åsikt inte läge att "ropa på strängare straff" utan att eftersträva en ökad och preciserad normbildning på aktiemarknaden. Det är ju också intressant att LEO-kommissionen uttalade att "vid den aktuella tiden inte förelåg några från auktoritativt håll uttalade rekommendationer eller

eljest allmänt accepterande riktlinjer när det gäller riktade emissioner för sådant ändamål som här var aktuellt”. Också enligt kommissionens mening saknades alltså tydliga normer.

Om man i det läget tillskapar en nämnd, vars uppgift är att genom uttalanden i enskilda fall tydliggöra var gränserna går när det gäller god sed på aktiemarknaden, så tror jag inte det är nödvändigt att också införa sanktioner i form av viten, böter, varningar, indragna tillstånd eller vad det nu kan bli. Jag menar att erfarenheten visar att flertalet aktörer på aktiemarknaden är helt inställda på följa gällande regler, bara någon kan tala om för dem vilka reglerna är. Dessutom, och inte minst, är det min mening att normbildningen tenderar att försenas och försvåras om den beslutande instansen också skall utdöma straff eller straffliknande påföljder. Det blir ju oftast jurister som leder och formulerar besluten i sådana instanser. Och jurister har genom sin utbildning inbyggda spärrar när det gäller att utdöma straff och liknande påföljder; kraven på ”uppsåt”, ”full bevisning” och ”hellre fria än fälla” ringer dem i öronen. Om det då gäller ett svårbedömt förfarande, där det är fråga om att skapa normer som hittills saknats, kan det bli svårt att komma till tydliga beslut om man samtidigt måste utdöma påföljder.

Problemet om påföljder eller ej berör naturligtvis också den vidare frågan om valet mellan självreglering och lagstiftning, vad avser normbildning på aktiemarknadsområdet och i allmänhet.

Den frågan bör nog ses dynamiskt snarare än statiskt. Det kan betraktas som ganska naturligt att i ett visst läge normbildning genom självreglering är en vettig lösning, medan det när viss tid förflutit förefaller nödvändigt att i lag fastställa de regler som genom praxis etablerats.

Här är NBKs öde ett intressant exempel. Som bekant upphörde NBK i maj 2010 och dess roll anförtröddes Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning.

NBK hade bildats 1968 på initiativ av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund för att utreda ”frågan om förbättrade möjligheter till upplysningar om de börsreglerade aktiebolagens ekonomiska situation och framtidsutsikter”. Under 80- och 90-talen utvecklades kommitténs verksamhet snabbt. NBK stod på höjden av sin verksamhet år 2000. Då fanns sju olika ”rekommendationer” (senare upphöjda till ”regler”) nämligen om riktade emissioner, om utformning av prospekt, om take-over-bud, om information angående ledande befattningshavares förmåner, om information inför styrelseval, om ”flaggning” och om köp och försäljning av egna aktier. Samtliga

har nu ersatts av lagstiftning, ofta genomförd som en följd av EU-direktiv. Avvecklingen förra året var en naturlig följd av detta. Ändå tror jag att en rätt allmän enighet råder om att NBKs verksamhet har varit av stor och positiv betydelse. Reglerna har kommit när de behövdes utan alltför stort dröjsmål. De har utarbetats av sakkunniga på området och har därför snabbt vunnit allmän acceptans. Detta har på ett positivt sätt påverkat den lagstiftning som ersatt reglerna.

När ovan använts uttrycket ”valet mellan självreglering och lagstiftning” var detta naturligtvis ett oegentligt uttryck. Det förhåller sig i allmänhet inte så att någon eller några sitter och väger de två alternativa vägarna mot varandra och kommer till slutsatsen att den ena eller andra väger över.<sup>1</sup> Tillkomsten av såväl lagar och rättsliga instanser som av självregleringsnormer och självregleringsorgan har sin bakgrund i den fortlöpande utvecklingen i samhället. Denna får såväl regeringar, politiska partier och internationella organ å ena sidan som näringsliv, privatpersoner och organisationer å den andra att ta initiativ.<sup>2</sup>

## Rättssystematiska frågor

Med detta i åtanke kan det vara av intresse att återkomma till den inledningsvis berörda frågan om hur man skall se på självregleringen ur rättssystematisk synpunkt.<sup>3</sup> Såvitt jag har funnit har denna fråga föga berörts i den hittills förda diskussionen om självreglering på aktie marknadsrättens område.<sup>4</sup> En utmärkt orientering har emellertid

<sup>1</sup> Se Lars Jonsson: ”Marknadsrätten, särskilt regleringen av reklam”, SvJT 2001, s. 292, särskilt s. 298: ”Lagstiftaren kan inte fritt välja självreglering utan egentligen bara lagstifta eller inte lagstifta. Självreglering genomförs av andra intressenter”.

<sup>2</sup> Frågan berörs inledningsvis i Johan Munck: Självregleringen på värdepappersmarknaden. JT 2006–07 s. 553 ff.

<sup>3</sup> Se inledningen till Johan Muncks artikel i denna bok och där refererade arbeten samt mina inledande exempel om tillkomsten av AMN och Koden och Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

<sup>4</sup> I november 2000 hölls ett rättssymposium på Häringe slott över temat: ”Lagstiftning eller självreglering? Olika aspekter på frågan om när och hur lagstiftningsinstrumentet bör användas.” Inledningsanförandena återges i bearbetad form i SvJT 2001, häfte 3. De innehåller mycket av intresse; särskilt Carl Josefssons inledande artikel anger för- och nackdelar med lag- resp. självreglering t.ex. ur legitimitetssynpunkt och berör därmed rättssystematiska frågor. Någon egentlig rätts-systematisk diskussion förs dock inte.

gjorts på ett annat rättsområde, nämligen i dr. Jessica van der Sluijs genomtänkta och välstrukturerade artikel ”Soft law reglering av försäkringsrätten”.<sup>5</sup> Det mesta av nedanstående tar sin utgångspunkt i denna artikel.

Enligt van der Sluijs är självreglering en del av de företeelser som man brukar samla under den mångtydiga benämningen ”soft law”. Hon klargör genast att det inte finns någon enhetlig definition av detta begrepp. Ibland inbegrips i detta också rättsliga generalklausuler som exempelvis 36 § AvtL (legal soft law). Vad hon behandlar är emellertid begränsat till ”utomrättsliga normer som t.ex. vägledande råd, allmänna råd eller etiska principer. Dessa utomrättsliga principer (non legal soft law) är konstruerade på ett sätt som påminner om rättsregler, men som tillkommit utanför normerna för den traditionella rättsbildningen.”

Begreppet har sitt ursprung i folkrätten. Det inbegriper dock numera även nyssnämnda utomrättsliga normer. De utgörs av ”icke bindande regler som av branschen uppfattas som bindande och som också efterföljs.” Oftast finns inga direkta sanktioner men indirekta sådana förekommer. Normerna har ifrågasatts ur ett rättskälleperspektiv och kan betraktas som förenade med legitimitetsproblem.

Under begreppet ”soft law” samlas företeelser som i andra sammanhang benämns ”självreglering” eller ”egenåtgärder”. Van der Sluijs inbegriper också vad hon kallar ”samreglering” som har beskrivits så att ”staten har ett intresse i resultatet genom att det ersätter eller kompletterar lagstiftningen. Exempel på detta är regler där lagstiftaren hänvisar till god affärssed.” Enligt min mening ligger det nära till hands att också nämna ”god marknadsföringssed” ett begrepp som infördes i lagstiftningen genom Marknadsföringslagen, Marknadsdomstolen och Konsumentombudsmannen 1971, men vars konkreta innehåll var begripligt därför att Näringslivets Opinionsnämnd under åren 1963 till 1971 genom sina yttranden hade definierat det.

Slutligen nämns ”kompletterande normgivning” varmed avses företeelser som Finansinspektionens allmänna råd och den precisering av god bokföringssed som görs av Bokföringsnämnden och Redovisningsrådet.

Hur omfattande soft-law-regleringen faktiskt är fick jag tillfälle att konstatera vid genomförandet av en utredning som gjordes på justitieministerns uppdrag: ”Näringslivets egenåtgärder mot ekonomisk brottslighet” (20 mars 1998). Det föreföll naturligt att innan nya för-

<sup>5</sup> JT 2010–11, s. 296.

slag framfördes – dem blev det inte mycket med – ta reda på vad som redan gjordes. Det var en överraskning att konstatera hur omfattande självregleringen var, och det på många olika plan. FN-organ och Internationella Handelskammaren, nationella industriförbund, nationella och internationella bransch- och yrkesorganisationer och enskilda företag – legio var de som hade etablerat regler och rekommendationer, etikråd och disciplinnämnder. Allt detta kan ses som en del av ”soft law”.

Om vi då återgår till självregleringen på aktiemarknadsområdet i allmänhet, och AMN och dess avgöranden i synnerhet, hur förhåller vi oss till de problem som vanligen anses föreligga när det gäller soft law.

En första fråga blir då: innebär AMN och dess yttranden och beslut några bindande förpliktelser för de berörda? Föreligger det t.ex. överhuvudtaget någon skyldighet för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden eller dess huvudmän att inrätta och bibehålla en aktiemarknadsnämnd? Så är väl knappas fallet. Men som framgår av Johan Muncks artikel har det både övervägts att frivilligt avveckla den och befarats att så skulle bli nödvändigt. Med den delegation från Finansinspektionen och de båda börserna som nu genomförts kan man väl påstå att AMN har bytt karaktär från ”självreglering” till ”samreglering”. Därmed finns det ju starka skäl för berörda insatser och näringslivet i allmänhet att vidmakthålla AMN. Men någon skyldighet föreligger nog inte.

Den aningens mindre hypotetiska frågan om AMNs uttalanden och beslut är bindande för berörda parter berörs ju då och då.

Här kan man notera en intressant skillnad mellan AMNs olika uttalanden, vad gäller rubriceringen av nämndens egna motivering och ställningstagande. Ofta återfinner man detta i sin helhet i ett avsnitt under rubriken ”Överväganden”. Inte så sällan finns emellertid efter detta avsnitt en särskild ”kläm” under rubriken ”Beslut”. Man frestas gissa att sådana fall avser avgöranden enligt delegation från Finansinspektionen eller från de båda börserna. Ville man vara djärv kunde man gå vidare och påstå att avgöranden som innehåller rubriken ”Beslut” är bindande under det att övriga ställningstaganden inte leder till några förpliktelser för sökanden eller andra. Åtminstone inga rättsliga förpliktelser. Men som också framgår av Johan Muncks artikel ter sig de förväntade utomrättsliga reaktionerna på en vägran att följa AMNs uttalanden så hotfulla att ingen ännu försökt sig på det.

Detta gäller inte alla nämnder. Så t.ex. händer det då och då att företagare vägrar att rätta sig efter Allmänna Reklamationsnämndens beslut. Huruvida beslut av Allmänna Reklamationsnämnden, som ju



är en statlig myndighet, skall hänföras till soft law eller inte är å andra sidan en fråga som jag här inte tar upp.

Vad följer nu av ovanstående när det gäller den rättssystematiska karaktäristiken av AMN och dess avgöranden? Är de regler som styr AMN och som följer av AMNs avgöranden en del av gällande rätt?

Det ligger väl nära till hands att svara nej på den frågan om man tillämpar ett strängt rättspositivistiskt perspektiv med vidhängande snäv rättskällelära. AMN har inte tillkommit i den traditionella rättsskapande processen. Åtminstone de av AMNs avgöranden som inte grundas på direkt eller indirekt delegation från Finansinspektionen har ingen formell status som rättskälla; de kan inte jämföras t.ex. med avgöranden av HD eller Högsta Förvaltningsdomstolen.

Som framgår av ovanstående står det samtidigt klart att AMNs avgöranden betraktas och behandlas som bindande av de berörda bolagen och deras rådgivare och finansärer. Om de inte ingår i gällande rätt så behandlas de som om de gjorde det. De lärs ut på universiteten, upptas i FARs regelsamling på jämställd fot med lagar, förordningar och andra rättskällor och ingår i informationsmaterialet på advokatbyråerna.

I doktrinen har väl denna fråga inte ägnats något större intresse. En bok som ofta används i studenternas inledande kontakter med juridiken innehåller ett kapitel om "Näringslivets normer",<sup>6</sup> men självregleringen nämns inte i det inledande kapitlet om rättskällorna och deras rangordning. En välkänd lärobok i allmän rättslära<sup>7</sup> klargör i förordet att frågor som sammanhänger med rättsutvecklingens standardavtal, "föreningsjustis" och liknande parallellfenomen till den "statliga rättstillämpningen" inte behandlas. Därmed kommer inte självregleringen med i den i och för sig grundliga diskussionen om rättskällorna.

Här kunde man möjligen avsluta diskussionen med konstaterandet att ingen tycks vara särskilt intresserad av frågan och att detta måhända innebär att den inte förtjänar något intresse.

En sådan inställning förefaller ändå vara lite väl enkel; såvitt jag förstår leder detta lätt till slutsatsen att den ymniga doktrinen om rättskällor och deras rangordning och godtagbarhet egentligen varit onödig.

<sup>6</sup> Bernitz, Leijonhufvud, Heuman, Seipel, Warnling-Nerep, Vogel: "Finna rätt", 11:e uppl. 2010.

<sup>7</sup> Strömholm: "Rätt, rättskällor och rättstillämpning", 4:e uppl. 1992.

Det finns ett synsätt som betecknas som rättspluralistiskt eller polycentriskt.<sup>8</sup> Detta har sin utgångspunkt i antagandet att människor tillhör olika slags grupperingar och uppfattar sig själva som bundna av de normer som råder inom dessa. De kan utgöras av stater, branschorganisationer eller föreningar. Det finns sålunda inte en enhetlig utan flera överlappande rättsordningar.

På detta sätt sägs man kunna övervinna den oändliga debatten huruvida ”soft law” är rätt överhuvudtaget. ”Gällande rätt” kan betraktas i en större kontext. Hellner anser t.ex. att det inte är stor mening med att diskutera om standardavtal är rättskällor eller inte. Istället för att göra en hierarkisk rangordning av olika rättskällor, bör man enligt Hellner fråga sig om materialet är relevant.<sup>9</sup>

Det är ändå svårt att frigöra sig från tanken att frågan har viss betydelse. Hur ska man kunna avgöra om ett material är relevant eller ej, om man inte har någon aning om vad som bestämmer relevansen. Må vara att uttryck som ”rättskällor” och ”gällande rätt” uppfattas som onödigt eller alltför stelbent akademisk teori, men de är ju dock avsedda att bidra till avgörandet av om en regel eller norm är rättsligt relevant eller ej för en domstol, en myndighet eller en advokat som har att ta ställning i saken.

De invändningar som framförts mot att betrakta självreglering – eller soft law i allmänhet – som en del av gällande rätt har varit följande.

Användningen av uttryck som ”soft law” eller ”rekommendationer” skapar osäkerhet, som är olämplig ur rättssäkerhetssynpunkt. Är ”soft law” lika med ”law” eller är det inte? Tillämpas regeln av domstol är den inte längre ”soft law” utan ”hard law”, tillämpas den inte så är den inte ”law” alls, ”no law”.<sup>10</sup>

Kan självreglering anses som ett kringgående av RFs regler om normgivningsmakten i 8 kap och ? § RF ? Om lagstiftaren stiger tillbaka för självreglering, är detta då en kapitulation inför marknadskrafterna, och kan det i sin tur innebära att rätten blir den starkares rätt?<sup>11</sup> Kan exempelvis AMNs sammansättning innebära att hänsyn inte tas till den svagare parten på aktiemarknaden, den enskilde aktieägaren?

<sup>8</sup> Se van der Sluijs a.a. s. 217 och Claes Sandgren ”En social avtalsrätt” JT 1992–93 s. 457.

<sup>9</sup> Hellner Rättsteori, 1994, s. 115 f, citerat i van der Sluijs a.a. s. 225.

<sup>10</sup> Se Klabbers 1998 s. 385 citerad i van der Sluijs a.a. s. 205.

<sup>11</sup> Se van der Sluijs a.a. s. 221.

Låt mig för att avsluta ta ett exempel.

Jag väljer Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:21.

Ärendet rör frågan om ett visst tänkt förfarande skulle kunna betraktas som ett kringgående av de s.k. LEO-lagsbestämmelserna i aktiebolagslagen. Vad som närmare avses är ett fall där ett aktiemarknadsbolag gör ett förvärv av ett målbolag i samarbete med ledningen i eller andra personer knutna till målbolaget. Frågan är inriktad på de fall där ett sådant förvärv görs genom att nyckelpersonerna köper aktier i målbolaget, inte direkt utan via ett av dem samägt bolag, ett s.k. poolingbolag, där aktiemarknadsbolaget också äger aktier men inte i sådan utsträckning att poolingbolaget blir ett dotterbolag. För att underlätta möjligheten att överlåta aktier i poolingbolaget till framtida nyckelpersoner i målbolaget skulle aktiemarknadsbolaget i samband med förvärvet offentliggöra att en viss del av dess aktier i poolingbolaget utgjorde en s.k. buffert avsedd för denna typ av överlåtelse. Frågan var alltså om aktiemarknadsbolagets överlåtelse av sådana buffertaktier till nya nyckelpersoner skulle anses som ett kringgående av LEO-lagsbestämmelserna.

Aktiemarknadsnämndens uttalande blev att en dylik överlåtelse nog skulle betraktas som ett sådant kringgående och därför inte kunde anses som förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Detta yttrande är intressant på flera sätt.

Framställningen till AMN avser inte ett konkret fall som inträffat eller planeras utan en tänkt typ av förfarande.

Härtill kommer att AMNs svar klargör att det rör sig om en lagtolkningsfråga; i uttalandet återfinns frasen: ”Det kan därför inte uteslutas att en domstol skulle betrakta LEO-bestämmelserna som analogt tillämpliga.” Vanligen avstår nämnden från att uttala sig i lagtolkningsfrågor, även om nämnden har tillfogat att detta ibland inte går att undvika om nämnden ska fylla sin uppgift.

Vidare är det av intresse att nämnden citerar ett förarbetsuttalande (prop. 1986/87:76 s. 26): ”Antas en lagstiftning efter de linjer som jag här kommer att föreslå torde dock uppenbara fall av kringgående få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan ordning”. Man kan fråga sig vad som avses med ”annan ordning”. Kan man möjligen anta att detta betyder just genom hänvändelse till AMN?

Alltnog, AMNs uttalande innebär att om ett aktiemarknadsbolag, som förvärvat majoriteten av aktierna i ett målbolag – vilket därmed blivit dotterbolag till aktiemarknadsbolaget – och detta skett i samverkan med ett poolingbolag i vilket aktiemarknadsbolaget äger en mino-

ritetspost tillsammans med nyckelpersoner i målbolaget, så kan aktiemarknadsbolaget inte sälja aktier i poolingbolaget till nyckelpersoner i målbolaget utan att förfara enligt LEO-lagsprinciperna; att göra det skulle inte vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Om nu något aktiemarknadsbolag i strid med detta uttalande skulle förfara på angivet sätt, vad skulle då kunna hända?

En precisering är nödvändig innan jag försöker besvara denna fråga.

Framställningen till AMN i det berörda fallet avsåg budgivare som är aktiemarknadsbolag. Eftersom aktiemarknadsbolag enligt lag är definierade som svenska bolag vars aktier är noterade på reglerad marknad i Sverige – i praktiken alltså börsnoterade – och börsens regelverk förpliktar dem att följa AMNs uttalanden, riskerar en budgivare som är aktiemarknadsbolag sanktioner av börsens disciplinnämnd eller styrelse om man handlar i strid mot AMNs uttalanden.

Och egentligen vill jag undersöka vilken rättslig verkan AMNs uttalanden har i de fall någon sådan avtalsmässig eller reglementsenlig anknytning till AMN inte föreligger.

Men låt oss anta att budgivaren är ett publikt bolag som inte är ett aktiemarknadsbolag. Bestämmelserna i ABL 16 kap är ju – till skillnad från vad som var fallet med LEO-lagen – tillämpliga på alla publika aktiebolag, inte endast aktiemarknadsbolag.

Så vad skulle kunna hända?

Jag medger gärna att ett första svar på denna fråga är ”sannolikt ingenting”, eftersom det krävs en del fantasi för att föreställa sig någon som skulle ifrågasätta förfarandet och på vad sätt detta i så fall skulle ske.

Men jag försöker.

Antag att saken uppmärksammas i någon affärstidning, att Sveriges aktiesparares riksförbund, som äger aktier i aktiemarknadsbolaget, blir irriterat och på bolagsstämma i aktiemarknadsbolaget lyckats få stämman att besluta att föra skadeståndstalan mot styrelsen för att den genom ett förfarande som enligt AMN inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden, har skadat bolaget. Det kan ju också tänkas att talan inbegriper ett påstående om att man i själva verket brutit mot LEO-reglerna i aktiebolagslagen och därigenom företagit en transaktion som enligt dessa regler är ogiltig (ABL 16:6), vilket skadat bolaget.

Hur skulle domstolen då resonera? ABL 16:6 är ju inte direkt tillämplig eftersom poolingbolaget inte är ett dotterbolag till aktiemarknadsbolaget. Skulle domstolen anse bestämmelsen analogt tillämplig och skulle den i så fall låta sig påverkas av AMNs uttalande att ett sådant analogislut inte kan uteslutas?

Om domstolen kommer till att ett sådant analogislut inte kan anses tillåtligt skulle skadeståndstalan kunna bifallas på den grund att styrelsen agerat i klar strid mot ett uttalande av AMN?

Jag har inga svar på dessa frågor, framförallt inga säkra svar, men jag tillåter mig tycka att det rör sig om principfrågor av intresse.



---

## Seminariekommentar:

Har självregleringen någon roll när EU tar över?

Lars Afrell

---

### Inledning

Claes Beyer diskuterar i sin mycket intressanta uppsats tillkomsten av AMN och dess betydelse. Givetvis innehåller uppsatsen många tankar som är väl värda att fundera över, annars vore det ju inte Claes Beyer.

Jag ska ta upp några frågor i uppsatsen men jag tänker också ta mig friheten att berätta något om den flodvåg av regleringar som nu kommer från EU och som, enligt min mening, innebär att i princip alla viktiga vägval när det gäller lagstiftningen på värdepappersmarknaden kommer att göras i EU.

Däremot så inser jag min begränsning och avhåller mig från kommentarer om de rättssystematiska frågorna.

Jag tror precis som Claes Beyer att det absoluta flertalet av alla aktörer på aktiemarknaden är helt inställda på att följa reglerverket. Aktörerna behöver bara, s som Claes Beyer skriver, ibland hjälp att finna ut vilka regler som faktiskt gäller.

Stämningen år 1986 låter bekant, som Claes Beyer återger den. På dagordningen var att återställa allmänhetens förtroende för finansmarknaderna, politikerna kände ett betydande tryck att handla och massmedia rasade över finansmarknaderna. Detta kunde vara en beskrivning av dagens läge. Tyvärr var nog situationen 1986 en västanfläkt mot den som föreligger idag.

Claes Beyer påpekar inledningsvis att lagstiftaren när aktiemarknadsnämnden och även koden för bolagsstyrning tillkom kommenterade detta med följande ord. "Utvecklingen (av självregleringen) naturligtvis skulle följas med stor uppmärksamhet och att lagstiftaren var beredd att ingripa om så skulle visa sig nödvändigt". Detta uttryckssätt jag känner igen från min tid i regeringskansliet. Ofta har det också fungerat, dvs. självregleringen har löst problemet och lagstiftaren har sluppit att ingripa. Det är kanske svårt att tro om man följer dagens media debatt

och politikernas, kanske särskilt på den europeiska arenan, jakt på i många fall ganska enkla politiska poänger.

När det gäller Koden är Claes Beyer inte fullt så positiv. Jag vill nog hävda att koden i vart fall bidrog till att vi inte fick en reglering av politiker i affekt, stämningen var definitivt inte positiv gentemot näringslivet vid tidpunkten för kodens tillkomst.

## **En flodvåg från EU**

Regleringen på aktiemarknaden och AMN har enligt min mening fungerat väl. Idag är emellertid tendensen på finansmarknaden i EU entydig. En regleringsiver som också drabbar aktiemarknaden även om aktiebolagsrätten hittills klarat sig ganska väl gentemot EU:s framstötter. Bolagsstyrningen är dock mycket aktuell. Vi har nyligen fått förslag från kommissionen om detaljerade regler för styrelser och ledande befattningshavare i banker och värdepappersbolag.

Vi som har följt regleringarna i EU de senaste tjugo åren har insett att Frankrike är en stor anhängare till reglering och inte minst deras nuvarande president Sarkozy och den franske kommissionären Michel Barnier. Nu verkar det kunna bli maktskifte i Frankrike nästa år. I vart fall leder socialisten Francois Hollande opinionsundersökningarna relativt klart. Ja, inte blev man särskilt lugn när denne när han valts som kandidat som en av sina huvudpunkter förklarade att det behövdes mer regleringar i banksektorn och att övertramp skulle förhindras av statliga representanter.

Idag på finansmarknaderna beslutas mer eller mindre alla väsentliga frågor och vägval i Bryssel. Lissabonfördraget och åtgärder som har vidtagits med anknytning till den finansiella krisen har inneburit viktiga förändringar av lagstiftningsprocessen för finansmarknaderna inom EU (Lamfalussymodellen). Artikel 290 (delegerade akter) och 291 (genomförandeakter) i fördraget innebär att processen för framtagande av mer detaljerad lagstiftning på nivå 2 har ändrats i förhållande till Lamfalussymodellen. Delegerade akter och genomförandeakter beslutas av kommissionen. I processen för framtagande av dessa akter är medlemsstaternas och Europaparlamentets inflytande relativt begränsat. De europeiska tillsynsmyndigheterna kommer sannolikt att regelmässigt ta fram förslag (tekniska råd) till dessa akter. Den nya tillsynsstrukturen i Europa med europeiska tillsynsmyndig-



heter har också förändrat bilden. Dessa myndigheter har fått relativt omfattande behörighet enligt olika rättsakter. Av särskilt intresse är möjligheten att ta fram tekniska standarder som blir bindande genom att de antas av kommissionen genom en förordning eller ett beslut (lagstiftningsakt).

Dessa förändringar innebär att den huvudsakliga lagstiftningsprocessen på finansmarknaden numera äger rum i EU. Det är där de stora frågorna avgörs och vägvalen görs beträffande regleringsfrågor som direkt kommer att påverka den svenska värdepappersmarknaden. Medlemsstaternas utrymme att införliva rättsakter i enlighet med statens rättstradition och marknadsförhållanden har kraftigt minskat de senaste åren genom att rättsakterna i allt ökande grad antas som fullharmoniseringsdirektiv eller förordningar. I det sammanhanget är det viktigt att komma ihåg att kommissionen liksom Europaparlamentet är starka anhängare till att ytterligare harmonisering av lagstiftningen sker och även av att hinder och barriärer i form av nationella särregleringar tas bort. Utrymmet för flexibilitet och anpassning till de nationella finansmarknaderna har definitivt minskat.

Systemet med delegerade akter, genomförandeakter och tekniska standarder samt tillkomsten av de europeiska tillsynsmyndigheterna kommer med stor sannolikhet att skapa ett än mer detaljerat och harmoniserat regelverk från EU. I denna process har Finansinspektionen en nyckelroll. Det är Finansinspektionen som deltar i diskussionerna och utformningen av förslagen till delegerade akter och tekniska standarder i de europeiska tillsynsmyndigheterna. Sannolikt är det också vid framtagande av dessa akter hos tillsynsmyndigheterna som det finns den största möjligheten att påverka utformningen av regleringarna. Det är också på detta stadium som inspektionen enligt regleringsbrevet för myndigheten ska beakta den svenska marknadens intressen.

Vad som nu sagts innebär att den traditionella svenska lagstiftningsprocessen rörande rättsakter från EU mer kommer att handla om rent lagtekniska frågor än om viktiga sakfrågor. Vägvalen är redan gjorda och det finns när rättsakterna är antagna begränsat utrymme för att nationellt påverka utformningen av reglerna.

Sammanfattningsvis kommer den svenska lagstiftningsprocessen högst sannolikt mer utgöra en teknisk process och en efterhandskontroll. Det finns därför skäl att se över om inte den

svenska processen kan bli effektivare och mer anpassad till EU-processen.

När det gäller sanktioner så gäller nu strängare sådana och vi är på god väg att få ett system från Bryssel där tillsynsmyndigheten ska kunna meddela sanktionsavgifter gentemot enskilda på "minst" upp till 5 miljoner EUR. Det gäller styrelseledamöter, ledande befattningshavare och andra ansvariga i banker och värdepappersbolag. Vidare ska sådana sanktionsavgifter kunna utdömas "på objektiva skäl" för insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

Jag tror att vi måste arbeta på att förstärka processen vid sanktionsförfarande på finansmarknaderna. Självklart ska även en process på detta område uppfylla höga krav på rättssäkerhet. Visst, jag kan förstå politikerns och myndighetens problem med hänsyn till den utgång ett stort antal viktiga mål om ekonomisk brottslighet fått. Men svaret kan inte vara att göra väsentliga avsteg från kraven på rättsäkerheten. Vi har från branschorganisationerna på finansmarknaderna påtalat för regeringen att det nog är dags att fundera på hur många roller inspektionen kan ha i denna process i framtiden och undrat om det inte är dags att koppla en särskild sanktionsnämnd till inspektionen.

### **Kommer då denna flodvåg av regler att fungera??**

Jag tror inte det är möjligt att lagstifta på sådant sätt att man täcker in alla tänkbara och otänkbara situationerna. I bästa fall kan man täcka upp de viktigaste fallen men om man försöker reglera allt riskerar man att skapa ett tic-in-the box system som främst, enligt min uppfattning, gynnar mindre nogräknade firmor och individer.

Dessutom ställer jag mig tveksam till om lagstiftare eller reglerare i alla situationer kan vara tillräckligt snabb och flexibel för en så innovativ marknad som finansmarknaden. Det kommer således alltid finnas behov av tolkning av regler, av prövning av nya instrument och tekniker, av nya förfaranden. Jag håller helt med Claes Beyer om att normbildningen i sådana fall riskerar att försenas särskilt om den beslutande instansen kan utdöma straff eller liknande påföljder.

Aktiemarknadsnämnden har lyckats väl på ett svårt område. Ett område där det är fråga om stora ekonomiska värden, hård konkurrens mellan aktörerna och ofta svåra och viktiga frågor

som kan kräva snabba beslut. Det är nog tveksamt om en statlig aktör kan nå upp till samma effektivitet och kompetens som nämnden har visat.

Med nämnden och koden som förebild liksom för den delen SwedSec och dess licensiering borde aktörerna på aktiemarknaderna ha tillräckligt med självförtroende för att faktiskt hjälpa aktörerna att göra rätt. Marknadsaktörerna har definitivt, enligt min mening, både kompetens och resurser.

Ett område som jag anser bör bli föremål för ett sådant initiativ är god rådgivningssed. Rådgivning om sparande, investeringar och lån har mycket stor betydelse för förtroende för marknaderna. Bristen på praxis och vägledning är uppenbar. Om vi godtar vad Claes Beyer anför, nämligen att aktörerna på marknaden är helt inställda på att följa reglerna, borde vi inte då på detta viktiga område försöka precisera begreppet god sed och således tala om för marknaden vilka regler som bör gälla? På detta område liksom för övrigt på finansmarknaden i stort blir nog väntan på praxis från domstolar alltför lång.

Om inte de etablerade, välrenommerade aktörerna faktiskt sätter upp principer och även följer dessa så är risken uppenbar att förtroende för finansmarknaderna riskerar att solkas av mindre nogräknade försäljare av mindre lämpliga finansiella produkter. Precis som till exempel aktiemarknadsnämndens verksamhet visar finns både kunskap och kompetens på marknaden. Om viljan finns kan regler eller riktlinjer tas fram som kan bidra till att marknaderna fungerar väl och åtnjuter stort förtroende. Det finns säkert fler områden som marknadsaktörerna kan bidra till en väl fungerande reglering och i bästa fall avlasta den tungt belastade lagstiftaren.

Jag tror dessutom, precis som Claes Beyer, att man på många områden faktiskt kan skapa ett väl fungerande regelsystem utan drakoniska sanktioner.

Ett stort grattis till aktiemarknadsnämnden till dom första 25 åren och tack för ordet.

