

Aktiemarknadsnämnden

Rolf Skog

Anförande vid seminariet 19 september 2016 i anledning av att Johan Munck lämnade ordförandeskapet i Aktiemarknadsnämnden, Nasdaq OMX Stockholms disciplinnämnd och Swedsecs disciplinnämnd.

Aktiemarknadsnämnden – igår, idag och i morgon

Vänner, seminariedeltagare

Temat för dagens seminarium är ”Tre nämnder, två decennier”. Jag ska tala lite om en av dessa nämnder, Aktiemarknadsnämnden, men jag ska tillåta mig att tala om inte bara två utan tre decennier. Jag ska med blicken i backspegeln tala lite om nämndens tillkomsthistoria, därefter om nämndens nuvarande verksamhet och avslutningsvis om kommande decennier – nej, det ska jag inte, men jag ska åtminstone säga några ord om framtiden.

Aktiemarknadsnämndens tillkomst är som de flesta vet nära förknippad med den s.k. Leo-affären i mitten av 1980-talet. Där hittar vi den utlösande faktorn men den börsetiska debatt som då kulminerade hade pågått i många år, runnit i flera fåror och hämtat sin näring ur flera källor.

En av dessa källor var offentliga uppköpserbudanden. Redan några av de uppmärksammade och kritiserade uppköpserbudandena under 1960-talet och början av 1970-talet har sin plats i historieskrivningen. Jag tänker bl.a. på Bromström-koncernens bud på Götaverken, NK:s bud på Turitz och Swedish Matches bud på Tarkett. Dessa och andra bud reste frågor om regler och etik på aktiemarknaden och föranledde Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare att, i egenskap av huvudmän för Näringslivets Börskommitté (NBK) ge kommittén i uppdrag att behandla frågan om information till allmänheten i samband med "fusioner och köp av företag". Resultatet av arbetet presenterades ett halvår senare, i februari 1971, i form av NBK:s "Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag", eller Takeover-rekommendationen, som den kort och gott kom att kallas. Rekommendationen hade sin förebild i den brittiska självregleringen, något jag återkommer till.

I slutet av 1970-talet fick debatten ny näring av bl.a. det första s.k. fientliga uppköpserbudandet på den svenska aktiemarknaden, nämligen Beijerinvests bud på Företagsfinans. Budet och kanske särskilt de innovativa åtgärder som målbolagets ägarintressenter (den s.k. Skånegruppen) vidtog för att hindra budets genomförande blev mycket uppmärksammat och omdiskuterat. Tillfrågad av SvD:s inflytelserika börscommentator Carl Swartz om etiska aspekter på försvarsåtgärderna, värjde sig Företagsfinans VD med orden: "Vad är etik i ett ögonblick när man är utsatt för ett hot?"

Flyttar vi oss fram till 1980-talets början finner vi, om inte i samma så i vart fall en näraliggande fåra, den uppmärksammade striden om börsbolagen Fagersta och Kinnevik. De invecklade turer genom vilka huvudpersonen Jan Stenbeck i arvstriden med sina systrar säkrade makten över Kinneviksfären tilldrog sig ett mycket stort medialt intresse och karakteriserades av DN:s, väl så inflytelserika, börscommentator Sven-Ivan Sundquist som en "Etiskt tvivelaktig finanskarusell". Båda bolagen slängdes f.ö. ut från börserna 1983.

Likartade rubriker föranledde Actives partiella bud på Skåne-Gripen sommaren 1985. "Oetiskt spel" skrev Dagens Industri

i en av många kritiska artiklar och i en intervju i Svenska Dagbladet utlovade Stockholms Fondbörs då nye övervakningschef, "stockwatchern", Ragnar Boman, nya etiska regler för börsen.

Men debatten om etiken på aktiemarknaden hade som sagt fler källor. Det handlade inte bara om offentliga uppköpserbjudanden. En av de andra källorna var insider-affärer. I likhet med de flesta europeiska länder saknade Sverige länge effektiva regler om insider-handel och på en snabbt expanderande aktiemarknad var det inte ovanligt att icke offentliggjord information om kommande affärshändelser utnyttjades för privat vinning. För att citera en person med god insyn i förhållandena vid den tiden var det praxis att tjänstemän på finansiella institutioner kunde dryga ut lönen med insideraffärer. Under 1980-talets första år växte medias och andras kritiska intresse för förhållandena och såväl börschefen som andra tungviktare i debatten efterlyste en skärpt insiderlagstiftning.

Ytterligare källor till etikdebatten var riktade emissioner och närståendetransaktioner i olika former, inklusive aktieförvärv inför kommande börsintroduktioner, där minoritetsaktieägarnas och aktiemarknadens intressen ofta syntes bli åsidosatta. När börspolisen, som media kallade

honom, Ragnar Boman utlovade strängare regler syftade han också på hårdare tag på dessa områden.

Ett annat återkommande tema i debatten var korsägandet mellan börsbolagen, något som av många sågs som ett osunt inslag på aktiemarknaden.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att varken regelgivning eller övervakning, för att uttrycka det mycket försiktigt, klarade av att hålla jämna steg med den i flera hänseenden snabba utvecklingen på aktiemarknaden, där inte bara omsättning och börsvärde sköt i höjden utan också ett stort antal nya och orädda aktörer gjorde entré och rörde om i de svenska maktstrukturerna. Börschefen Bengt Rydén skrev tillsammans med ordförandena i Fondhandlareföreningen och Industriförbundet en debattartikel i SvD med den talande rubriken "Vilda Västern på börsen".

Tidningen Affärsvärlden sammanfattade i november 1985 situationen: "Det är för mycket konstiga affärer. Det som man för några år sedan betecknade som engångsföreteelser eller olycksfall i arbetet håller på att bli vardagsmat. Affärsupplägg med det 'industriellt' riktiga som ledstjärna har ersatts av olika grupperingars försök att komma över makt och

inflytande i de stora bolagen eller helt enkelt att rädda enskilda storägares privatekonomi. Att detta inte sällan sker på bekostnad av minoriteten, spelar uppenbarligen ingen större roll för 80-talets transaktörer. Omdömet har trubbats av. Moralen är på glid.”

Förtroendet för aktiemarknaden eroderade och från olika håll framfördes krav på skärpta regler och skärpt övervakning.

Ett av de mer radikala åtgärdsförslagen återfanns f.ö. i Grönköpings Veckoblad som i en artikel med rubriken ”Börsetiken nu å högtopp” gav plats åt en s.k. ”klippekonom” som föreslog en regel av innebörd att ”Den som avser att lura småaktieägare måste också lura sig själv.”

I slutet av 1985 briserade så den affär som fick bägaren att rinna över i kanslihuset. Börsbolaget Sonesson skulle knoppa av och börsnotera dotterbolaget Leo, tillverkare av storsäljaren Nicorette. Det mediala intresset för börsnoteringen var stort men intresset försköts snabbt från själva bolaget och verksamheten till helt andra frågor när det avslöjades att ett antal styrelseledamöter och ledande befattningshavare i Leo, i moderbolaget Sonesson och även i bl.a. Volvo som var största ägare i Sonesson, fått förvärva aktier i Leo på villkor som vid börsintroduktionen framstod som mycket förmånliga.

”Leo-affären” fick en enorm medial uppmärksamhet, inte minst eftersom flera av näringslivets ledande profiler var inblandade, däribland PG Gyllenhammar och Erik Penser. Regeringen var i praktiken tvungen att göra något.

Strax före julhelgen 1985 ringde statsminister Olof Palme personligen upp Högsta domstolens tidigare ordförande, Bengt Hulth, och bad denne leda en kommission med uppdraget att utreda vad som hänt och föreslå åtgärder. Till ledamöter i kommissionen utsågs också nestorn i redovisning, professor Sven-Erik Johansson och revisorn Per Hanner. Mer intressant just idag är dock att regeringen också förordnade rättschefen i justitiedepartementet, Johan Munck, att som sakkunnig biträda kommissionen. Johan har själv i annat sammanhang berättat om hur han tvekade inför uppdraget men också om hur detta blev starten på alla hans insatser på det aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga området.

Leo-kommissionens rapport presenterades redan efter ett halvårs arbete, i juni 1986, och ytterligare ett år senare trädde som alla vet den s.k. Leo-lagen i kraft. Jag lämnar idag den liksom all annan aktiemarknadsrelaterad lagstiftning och reglering som sedan kom på plats därhän.

I Leo-kommissionens uppdrag låg emellertid också, mer eller mindre uttalat, att överväga om det, som från flera håll föreslagits i debatten, borde tillskapas ett offentligt organ för bevakning av olika aktiemarknadsetiska frågor. I debatten hade föreslagits inrättandet av allt från "aktiespararombudsman" till "börsdomstol". Trycket på lagstiftaren att agera även i det hänseendet var stort.

Näringslivet – som tjugo år tidigare tillskapat NBK med uppgiften att främja aktiemarknadsetiken genom rekommendationer rörande börsbolagens informationsgivning – insåg vad som var på väg att hända och reagerade snabbt. Vid ett möte i Stockholm i början av 1986 drogs riktlinjerna upp för ännu ett självregleringsorgan men nu med uppgift att uttala sig i enskilda fall. Planerna förankrades i rask takt bl.a. hos börsen och hos Leo-kommissionen och redan den 11 mars 1986 kunde Industriförbundet och Stockholms Handelskammare tillkännage att de beslutat inrätta en nämnd för aktiemarknadsfrågor kallad Aktiemarknadsnämnden.

Här kan parentetiskt nämnas att redan när NBK utarbetade takeover-rekommendationen 1971 övervägde man, med förebild i London-panelen, inrättandet av ett

övervakningsorgan men fann det då inte erforderligt. Utvecklingen på området borde dock nog följars, konstaterade NBK.

Leo-kommissionen hälsade i sin rapport näringslivets initiativ med "stor tillfredsställelse" och föreslog att man från statsmaktens sida skulle avvakta erfarenheterna av den nya nämndens verksamhet. Ett halvår senare, i oktober 1986, påbörjade Aktiemarknadsnämnden sitt arbete. Någon offentlig "aktiespararombudsman" eller liknande kom aldrig till stånd.

.....

Aktiemarknadsnämnden startade alltså som och är fortfarande en del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden. Självregleringen har emellertid idag en annan organisation och bredare organisatorisk förankring än vad som ursprungligen var fallet. Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden med nio medlemmar – Aktiemarknadsbolagens Förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, NASDAQ Stockholm, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Svenskt Näringsliv - är huvudman för Aktiemarknadsnämnden, för Kollegiet för bolagsstyrning och

för Rådet för finansiell rapportering. NBK är numera nedlagt och dess arbetsuppgifter fullgörs av Kollegiet. Med den nya organisationen har bl.a. representanter för de institutionella ägarna på ett tydligare sätt kommit att ingå i huvudmannakretsen – något som ska ses i ljuset av att det institutionella ägandet idag representerar närmare 90 procent av det samlade börsvärdet och också helt dominerar handeln på aktiemarknaden.

Av föreningens stadgar framgår att Aktiemarknadsnämnden ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden genom uttalanden, rådgivning och information, framför allt i enskilda fall. Nämnden kan pröva varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en handelsplattform eller av en aktieägare i ett sådant bolag, om åtgärden avser en aktie i ett sådant bolag eller kan vara av betydelse för bedömningen av en sådan aktie. I ljuset av aktiemarknadens internationalisering kan nämnden numera i viss utsträckning också pröva sådana åtgärder i fråga om utländska aktiebolag vilkas aktier handlas på en reglerad marknad eller en handelsplattform i Sverige.

Vid genomförandet av EU:s takeover-direktiv år 2006 fick reglerna om offentliga uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden en ny juridisk form. Vissa grundläggande

regler rörande uppköpserbudanden togs in i lag, börserna ålades att ha detaljregler på området och Finansinspektionen utsågs till övervakningsmyndighet. Samtidigt delegerades rätten att uttala sig om tolkning av och dispens från dessa regler till Aktiemarknadsnämnden. Nämndens uppdrag vilar i dessa delar således numera i viss utsträckning på offentlig reglering och delegation.

.....

Den debatt som föranledde nämndens tillskapande kunde ge intrycket att det fanns ett betydande behov av en opartisk instans till vilken framför allt den aktiesparande allmänheten skulle kunna vända sig för att få prövat huruvida vissa förfaranden i näringslivet var förenliga med god aktiemarknadsetik. Huvudmännen synes i ljuset av debatten ha förväntat sig en stor ärendetillströmning redan från verksamhetens start, framför allt från enskilda aktieägare men också från Aktiespararna. Det blev inte riktigt så.

Under det första hela verksamhetsåret, 1987, handlade nämnden visserligen 11 ärenden och året därpå 13 ärenden. Det förefaller inte ha varit en så dålig start men var färre ärenden än vad som förväntades. Dessutom mattades

ärendetillströmningen av väsentligt under åren därefter. År 1993 gjorde nämnden endast ett uttalande.

Under andra hälften av 1990-talet började emellertid antalet ärenden åter öka och ett verkligt trendbrott kom år 1999 då nämnden gjorde 24 uttalanden. Några år senare var nivån den dubbla och rekordåret 2006 gjorde nämnden hela 59 uttalanden. Totalt har nämnden fram till idag gjort 800 uttalanden och en intern tumregel i nämndens kansli är numera att planera för i genomsnitt ungefär ett uttalande i veckan.

Redan efter några år kunde man bland nämndens ärenden urskilja ett par olika ärendekategorier. Nämndens första uttalande handlade om offentliga uppköpserbudanden. Frågor på det temat återkom sedan fortlöpande och kom snart att utgöra en egen ärendekategori. En annan ärendekategori utgjordes av frågeställningar rörande incitamentsprogram eller andra former av aktierelaterade arvoderingsystem. En tredje och sista kategori kanske bäst kan sägas innehålla andra minoritetsskyddsrelaterade frågor. Där ryms bl.a. närståendetransaktioner, emissionsfrågor och mer udda frågeställningar relaterade till exempelvis ändring av villkor i olika typer av finansiella

instrument, omvandling av aktier från ett aktieslag till ett annat och sammanläggning av aktier.

Till skillnad från vad som kanske förväntades bland dem som utifrån följde debatten om börsetiken kom det inte heller att i första hand bli enskilda aktieägare eller Aktiespararna som vände sig till nämnden för att få en prövning av olika förfaranden på marknaden. De allra flesta ärenden som behandlats av nämnden har istället initieras av bolag eller större ägare och rört en planerad åtgärd, exempelvis ett planerat uppköpserbudande, ett planerat incitamentsprogram eller en planerad emission.

Framställningar rörande redan genomförda åtgärder, där frågeställaren vill veta om en viss åtgärd verkligen är eller var förenlig med god sed på aktiemarknaden har varit ovanliga. Aktiespararna har under årens lopp stått för kanske ett tiotal sådana framställningar och det har några enstaka gånger också ställts frågor av det slaget från enskilda aktieägare. Totalt sett handlar det dock om mycket få framställningar. En intressant utveckling är dock att Börsen (Nasdaq Stockholm) under senare år vid flera tillfällen vänt sig till nämnden för att få besked om huruvida ett noterat bolag i samband med en viss åtgärd, exempelvis en emission, respekterat god sed på aktiemarknaden – en

utveckling som givetvis ska ses mot bakgrund av att bolagen enligt emittentreglerna är skyldiga att följa god sed på aktiemarknaden. En särskild form av hänvändelser till nämnden för bedömning av redan vidtagna åtgärder är sådana där en part i en uppköpsstrid ifrågasätter en annans agerande. Det har vi sett rätt mycket av under senare år.

Det trendbrott ifråga om antalet ärenden som inträffade år 1999 sammanföll med att reglerna om offentliga uppköpserbjudanden då kompletterades med regler om budplikt. Närmare hälften av uttalandena under det året rörde tolkning eller dispens från budplikt. Frågor om budplikt svarar också, som alla vet, för en stor del av de uttalanden som därefter gjorts.

Den trendmässiga uppgången i antalet ärenden förklaras emellertid inte enbart av budpliktsreglerna. Vad som hänt är att antalet ärenden rörande offentliga uppköpserbjudanden, frivilliga såväl som budpliktsrelaterade, ökat kraftigt.

Aktiemarknadsnämndens verksamhet handlar i dag till helt övervägande del om offentliga uppköpserbjudanden. Det återspeglar numerära och andra förändringar i uppköpsaktiviteten på aktiemarknaden men också bl.a. det faktum att regelverket om sådana erbjudanden utvecklats

väsentligt över tiden och genomgått en rättslig ”uppgradering”. Det ligger i sakens natur att detta i sin tur skapat en större medvetenhet i näringslivet och bland rådgivarna om nämndens roll i sammanhanget.

En förutsättning för att nämnden på ett effektivt sätt ska kunna fullgöra uppgiften att verka för god sed på aktiemarknaden är att nämndens uttalanden kommer till allmän kännedom.

Uttalandena ska därför offentliggöras, om inte nämnden i ett visst ärende, på särskilda skäl, finner anledning att inte offentliggöra uttalandet. På den punkten skiljer sig nämnden för övrigt från den brittiska takeover-panelen, vars beslut nästan aldrig meddelas offentligt.

De nämnduttalanden som inte offentliggörs är ofta hänförliga till planerade men inte genomförda affärer. I vissa fall är det uppenbart att affären inte heller kommer att genomföras på det planerade sättet eftersom nämndens beslut i något avgörande hänseende gått frågeställaren emot.

Totalt är idag drygt fyra femtedelar av samtliga uttalanden offentliga och nämnden arbetar fortlöpande med att få berörda parter tillåtelse att ge offentlighet åt äldre uttalanden.

Nämndens beslut kan som huvudregel inte överklagas. Från den regeln finns emellertid två undantag. För det första kan beslut som fattas av nämndens ordförande eller direktör på begäran av sökanden omprövas av nämnden. Någon sådan begäran har hittills inte inkommit. För det andra kan beslut som fattas med stöd av delegation från Finansinspektionen, i likhet med andra myndighetsbeslut, överklagas. Under de tio år som överklagandemöjligheten funnits har endast fyra beslut överklagats. I samtliga fall har det handlat om beslut rörande dispens från budplikt. Ett av överklagande drogs tillbaka, ett annat blev obsolet innan Finansinspektionen hann påbörja sin prövning. Det tredje överklagandet avslogs av Finansinspektionen vars beslut vann laga kraft. I det fjärde fallet överklagades nämndens beslut utan framgång till Finansinspektionen och sedermera även förvaltningsrätten.

.....

Aktiemarknadsnämndens uppdrag ställer höga krav på nämndens sammansättning. Det säger sig självt att ett organ som ska uttala sig om vad som är god sed på aktiemarknaden och vinna acceptans för dessa uttalanden måste återspegla olika intressen i näringslivet och på aktiemarknaden. Det är för övrigt numera också förutsatt i lagbestämmelserna om Finansinspektionens delegation av vissa uppgifter till

Aktiemarknadsnämnden. Ledamöterna måste också ha stor kunskap och erfarenhet inom sina respektive områden liksom integritet och inte minst, brukar jag säga, känna ett ansvar för ”god sed på aktiemarknaden”.

Ledamöterna utsågs ursprungligen på ett relativt informellt sätt av nämndens huvudmän. Numera förordnas de, efter ett mer strukturerat nomineringsarbete, för två år i taget av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

Nämnden hade ursprungligen knappt 20 ledamöter. Det handlade i allt väsentligt om högt uppsatta jurister, revisorer och företagsledare men också andra i samhället respekterade personer. Det är tydligt att huvudmännen inte ville ha en för stark näringslivsprofil på nämnden. På något annat sätt kan man väl knappast förklara att bl.a. riksmarskalken ingick i ledamotskretsen. Ingen skulle kunna påstå att Aktiemarknadsnämnden bara var en variant av NBK.

Redan en kort tid efter nämndens tillkomst uttalades emellertid kritik som gick ut på att även personer som var direkt verksamma på aktiemarknaden borde vara med i nämnden. Två år från starten kompletterades därför nämnden. På initiativ av nämndens första direktör Tom Hård, med en s.k. expertpanel ur vilken en eller **två** ledamöter kunde utses att (utan rösträtt)

delta i behandlingen av ett enskilt ärende. Rollfördelningen mellan nämnden och expertpanelen blev emellertid med tiden alltmer otydlig och så småningom avskaffades panelen. Flera av experterna, däribland Ulf Aspenberg som ni strax ska få lyssna till, blev då nämndledamöter.

Idag har nämnden 30 ledamöter bland vilka märks domare, företagsledare, representanter för det institutionella ägarkapitalet och såväl juridiska som finansiella rådgivare.

Totalt har ett 80-tal personer någon gång under de gångna 30 åren deltagit i nämndens arbete.

Nämndens ordförande har givetvis en maktpåliggande funktion. Redan från början gjordes bedömningen att ordföranden måste ha gedigen juridisk kunskap och domarerfarenhet. Den bedömningen har över tiden fått allt mer fog för sig. De regelverk som nämnden i stor utsträckning utgår från eller har att beakta i sina överväganden har successivt blivit allt mer juridiskt tekniskt komplicerade. Dessutom ställs nämnden allt oftare inför processuella frågor, som kräver förtrogenhet med handläggningen av ärenden vid domstol och andra myndigheter. Nämndens förste ordförande, Ingvar Gullnäs, hade efter en lång karriär på ledande poster inom Justitiedepartementet varit både justitiekansler och

landshövding. Nämnden senare ordföranden, Johan Munck, Bo Svensson och nu Marianne Lundius har som alla vet varit justitieråd och ordförande i Högsta domstolen.

Nämnden sammanträder vid behov och vid varje sammanträde deltar minst fyra och högst åtta ledamöter. Sammansättningen bestäms med utgångspunkt i bl.a. den aktuella frågeställningen. I det sammanhanget sker också, i enlighet med fastställda rutiner, en kontroll av eventuella intressekonflikter.

Ett ärende av särskild betydelse kan behandlas i plenum. Detta har företrädesvis förekommit då nämnden gjort uttalanden på eget initiativ men också i några andra fall.

Nämnden avgör själv om en framställan ska föranleda att frågan tas upp till behandling. Därvid ska bl.a. beaktas om frågan är eller kan väntas bli behandlad i annan ordning. Det har i praktiken endast i några få fall hänt att nämnden avvisat en fullgången framställan. Det är däremot inte alldeles ovanligt att kansliet på ett tidigare stadium, vid en första kontakt inför en eventuell framställan, har anledning att klargöra att rena lagtolkningsfrågor på aktiebolagsrättens område inte hör hemma i en framställan. En annan sak är att ett visst mått av lagtolkning i vissa fall kan vara nödvändigt för att över huvud taget kunna diskutera vad som är god sed.

Föga förvånande ställs de allra flesta frågor genom ett juridiskt ombud. Kombinationen av ofta värdemässigt stora transaktioner och svåra tolkningsfrågor gör det närmast nödvändigt att anlita expertis på området för att på ett adekvat sätt utforma en framställan till nämnden. Det händer visserligen, framför allt i frågor rörande åtgärder i mindre bolag, att en framställan i lite enklare form ges in direkt av bolaget eller en ägare i bolaget. Erfarenheten visar emellertid att sådana framställningar inte sällan föranleder krav från nämndens sida på kompletteringar och tydliggöranden.

Framställningarna till nämnden var tidigare så gott som alltid utformade så att frågeställaren först relativt kortfattat redogjorde för sakomständigheterna och därefter ställde de relevanta frågorna. Numera är framställningarna inte sällan betydligt längre och innefattar också en rättslig analys och argumentation. Likheten med en domstolsinlägga är, på gott och ont, ibland påtaglig.

Handläggningen i nämnden är nästan undantagslöst skriftlig och diskussionen sker med utgångspunkt i framställan och, numera, ett av kansliet utarbetat förslag till uttalande. Diskussionen är fri. Den entydiga erfarenheten är att det i en

krets av så mycket kunskap och erfarenhet som nämndens ledamöter besitter många gånger finns väsentligt fler infallsvinklar och aspekter av frågeställningen än vad kansliet och ibland kanske också frågeställaren sett. Utvecklas diskussionen någorlunda i linje med kansliets förslag, övergår nämnden därefter till att redigera förslaget. Tar diskussionen en annan vändning, händer det att uttalandet inte kan färdigställas vid sittande bord utan kansliet får återkomma med ett förslag som kan läggas till grund för ett uttalande.

Nämndens beslut fattas i praktiken enhälligt. Det är visserligen fullt möjligt att fatta majoritetsbeslut men det har skett vid endast ett tillfälle, för mer än tjugofem år sedan (AMN 1988:12). Det säger sig självt att strävan efter enhällighet ibland kan resultera i skrivningar som i avnämarnas ögon är alltför kompromissartade. För egen del är jag emellertid övertygad om att alternativet, dvs. majoritetsbeslut med skiljaktiga meningar, långsiktigt skulle vara förödande nämndens ställning.

Från början handlades alla ärenden av nämnden i kollegial sammansättning. I ljuset av bl.a. vissa ofta återkommande frågeställningar rörande dispens från budplikt öppnades hösten 1999 viss möjlighet för nämndens ordförande (senare även direktören) att på nämndens vägnar avgöra ett ärende. I runda

tal har sedan den möjligheten infördes drygt hälften av ärendena avgjorts av ordföranden eller direktören.

Nämndens ambition är att ha en hög grad av tillgänglighet och korta handläggningstider. Det förstnämnda innebär att det normalt är möjligt att nå kansliet och vid behov också ge in en framställan alla dagar i veckan och i stort sett alla tider på dygnet. Handläggningstiden för ett ärende är självfallet beroende av frågeställningens art. Statistiken visar att i ärenden som handläggs av ordföranden meddelar nämnden som regel sitt beslut dagen efter det att den slutliga framställningen lämnas in, ibland redan samma dag. Även vid behandling i nämnd är handläggningstiderna korta, normalt högst en vecka. De ärenden som kräver längre handläggningstid berör som regel flera parter, exempelvis konkurrerande budgivare, som måste beredas tillfälle att yttra sig över varandras inlagor.

Det händer ibland att nämndens kansli anklagas för att skämma bort näringslivet med en i nu nämnda hänseenden alltför hög servicenivå. Det kanske ligger något i det men i allt väsentligt handlar det nog, som jag konstaterat i tidigare sammanhang, bara om vad som kan åstadkommas genom en inom självregleringens ram effektivt organiserad verksamhet.

.....

Låt mig så avslutningsvis byta perspektiv från nutid till framtid, och börja med att konstatera att Aktiemarknadsnämnden i ett internationellt sammanhang är unik. Det finns mig veterligt inte någonstans i världen en motsvarande institution. Det är förvisso så att nämndens roll på takeover-området har stora likheter med den brittiska takeover-panelens roll på den brittiska marknaden, men varken i Storbritannien eller någon annanstans finns en institution som också kan uttala sig om vad som är god sed på aktiemarknaden utanför takeover-området och vars uttalanden, i Sverige genom kopplingen till börsens regelverk, dessutom är bindande för börsbolagen.

Kan, om vi blickar framåt, en sådan institution fortleva i ett allt mer internationaliserat näringsliv och på en allt mer global aktiemarknad?

Det sägs ibland att EU-rättens utveckling på aktiemarknadsområdet fortlöpande inkräktar på och till slut inte kommer att lämna något utrymme alls för självreglering. Det är enligt min mening inte helt korrekt. Det är förvisso så att EU-rätten tvingat fram lagstiftning på flera områden där vi tidigare hade självreglering framför allt i form av NBK-rekommendationer, t.ex. ifråga om prospekt och flaggning, men EU-rätten lämnar på sitt nuvarande stadium uttryckligen

utrymme för självreglering på takeover-området (liksom på området för bolagsstyrning) och när det gäller Aktiemarknadsnämndens allmänna mandat att uttala sig om vad som är god sed på aktiemarknaden finns inga som helst hinder i EU-rätten.

Inte heller i övrigt ser jag några internationella hot av regulatoriskt slag mot nämndens verksamhet.

Men hur är det då med internationaliseringen som sådan? Hur påverkas förutsättningarna för nämndens verksamhet av ett allt större inslag av utländskt ägande i svenska bolag, av ett ökat inslag av utländska budgivare och andra aktörer i budprocesser och, delvis som en följd av detta, ett ökat inslag av utländska rådgivare vid transaktioner på den svenska marknaden? Ett utförligt svar på de frågorna kräver betydligt mer utrymme än vad jag har till mitt förfogande här idag. Vi skulle då behöva skilja mellan en rad olika situationer, t.ex. fall som rör tolkning och tillämpning av reglerna rörande offentliga uppköpserbjudanden och fall som rör god sed på aktiemarknaden i andra sammanhang. Vi skulle nog också behöva skilja mellan olika ägarkategorier och, jag säger det lite motvilligt, ägare från olika delar av världen. Det korta och sammanfattande svaret på frågor är emellertid att, verkligheten ju redan ser ut på detta vis och att verksamheten fungerar.

Nämnden har under tre decennier visat sig ha förmåga att anpassa sig till olika slags förändringar i näringslivet och på aktiemarknaden. Från att från början ha varit ett renodlat etikorgan med en relativt blygsam verksamhet på en i många hänseenden rätt svensk aktiemarknad är nämnden i dag för det första ett väletablerat organ för tolkning av lag och annan reglering rörande offentliga uppköpserbudanden på en starkt internationaliserad och i en rad andra hänseenden förändrad aktiemarknad. Verksamheten vilar delvis på myndighetsdelegation och har en omfattning som knappast någon kunde föreställa sig för trettio år sedan. Nämnden har också, vågar jag påstå, en mycket stark ställning i det internationella samarbetet mellan olika övervakningsorgan, inte minst inom ramen för den Europeiska värdepappersmyndigheten ESMA:s s.k. Takeover Bid Network. För det andra är och förblir Aktiemarknadsnämnden ett organ för prövning av frågor om god sed på aktiemarknaden i allmänhet och även på det området har nämnden över tiden vuxit sig starkare.

Aktiemarknadsnämndens roll och ställning kan sägas vila på ett par olika förutsättningar. Den första är statsmaktens och huvudmännens övertygelse om att en institution som Aktiemarknadsnämndens fyller en viktig funktion på och ytterst främjar förtroendet för aktiemarknaden. Den andra är

nämndens förmåga att fullgöra sina arbetsuppgifter på ett sätt som motsvarar huvudmännens förväntningar. Så länge dessa förutsättningar är uppfyllda finns all anledning att tro att nämndens verksamhet kommer att bestå och fortsätta att utvecklas också under kommande decennier.

Tillåt mig allra sist konstatera att det givetvis är många som bidragit till Aktiemarknadsnämndens utveckling och till den ställning som nämnden har idag, men att det inte går att finna någon som spelat en större roll i sammanhanget än Johan Munck. I mer än två decennier, från våren 1994 till och med augusti 2016 – med en kort periods avbrott – har Johan som ordförande varit den som haft det yttersta ansvaret för nämndens uttalanden. Det handlar om nästan 600 uttalanden och många gånger fler s.k. konsultationer – en i sanning imponerande insats för den svenska aktiemarknadsetiken! Från ”verkstadsgolvet”, dvs. på nämndkansliets vägnar kan jag bara konstatera att vi, Ragnar Boman och jag själv, i två decennier haft förmånen att arbeta med en ordförande som i nästan varje hänseende varit oss kunskapsmässigt överlägsen och som med lågmäld men rakbladsvass argumentation visat oss vägen fram. Mer än så kan man inte önska. Tack Johan.