

REGELFRÅGOR  
PÅ EN  
FÖRÄNDRAD KAPITALMARKNAD



CORPORATE GOVERNANCE FORUM

---

REGELFRÅGOR  
PÅ EN  
FÖRÄNDRAD KAPITALMARKNAD

REDAKTÖRER:

GUNNAR NORD

PER THORELL

*Beställningar:*

Jure bokhandel  
Artillerigatan 67  
114 45 Stockholm  
Telefon: 08-662 00 80, telefax: 08-662 00 86  
E-post: [order@jure.se](mailto:order@jure.se)  
Hemsida: [www.jure.se](http://www.jure.se)

Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad  
Redaktörer: Gunnar Nord och Per Thorell  
Utgivare: Corporate Governance Forum, en verksamhet inom  
Karl-Adam Bonniers Stiftelse  
ISBN 978-91-7223-351-5  
© Författarna och Corporate Governance Forum

Produktion: eddy.se ab, Visby 2009  
Tryck: Elanders Sverige AB, Vällingby 2009

Att mångfaldiga innehållet i denna bok, helt eller delvis, utan medgivande av Corporate Governance Forum är förbjudet enligt lagen (1960:729) om upphovsrätt till litterära och konstnärliga verk. Förbudet gäller varje form av mångfaldigande såsom tryckning, kopiering, bandinspelning etc.

# Förord

Under de senaste 10–20 åren har kapitalmarknaden förändrats i grunden. Strategiska avregleringar i många länder som t.ex. avskaffande av valutaregleringen och hinder mot utländskt ägande har möjliggjort en internationalisering som annars inte kunnat ske. Härtill har ägandet förändrats radikalt. De dominerande ägarna i de stora svenska börsbolagen är i dag svenska och utländska institutioner. Andelen aktier direktägda av privatpersoner minskar stadigt. Samtidigt har det vuxit fram en kapitalmarknad utanför börserna i form av mellanhänder av olika slag bl.a. hedgefonder och private equity-fonder.

Utvecklingen har lett till stora förändringar i regelverket. För svensk del har förändringarna i första hand sin grund i EU-medlemskapet och det reformprogram för värdepappersmarknaden som utarbetats och genomförts inom unionen. Antalet regler har mångfaldigats på bara ett par år.

När stora förändringar äger rum på kort tid väcker det frågor som t.ex. hur förändringarna av ägande och makt på kapitalmarknaden påverkar näringslivets utvecklingsmöjligheter. I tillägg kommer frågan om regelverkets roll och inverkan på utvecklingen. Bidrar den nya regleringen till en bättre fungerande kapitalmarknad? Bidrar den till att sänka kapital- och transaktionskostnaderna för företagen?

Corporate Governance Forum samlade ett antal forskare och praktiker med intresse för regelfrågor och kunskap om kapitalmarknaden för att diskutera om förändringarna i ägandestrukturerna på kapitalmarknaden är så omvälvande att de bör föranleda mer radikala förändringar i regelverken än vad som hittills presenterats. Detta blev utgångspunkten för en seminarierie och denna bok.

Ämnet är outtömligt, inte minst eftersom det är alltför lite uppmärksammat såväl inom forskningen som hos marknadens olika aktörer. Säkert kommer den pågående finanskrisen att öka intresset för regelfrågor, men vi vill understryka att krisen i första hand inte rör kapital-

marknaden utan kreditmarknaden. Men visst finns det starka kopplingar.

En grundläggande förutsättning för en ändamålsenlig och väl fungerande reglering är att motiven för reglerna är väl analyserade och presenterade. En återkommande fråga på våra seminarier har varit avvägningen i regelverket mellan skyddet för småspararna (konsumentskyddet) och de institutionella ägarnas intressen. Hur påverkas kapitalmarknaden, som helt domineras av institutionerna, av regelverkets starka inriktning på konsumentskydd och likabehandling av alla ägare? Boken innehåller två uppsatser med särskild inriktning på motiven för en reglering. Det är Lars Hörngrens och Gustaf Sjöbergs uppsats: Statlig reglering av handel med aktier samt Daniel Stattins uppsats: Skandaldriven och problemdriven reglering.

De senaste årens omfattande lagstiftning väcker en rad frågor om lagstiftningsteknik och regeltillämpning. Kapitalmarknaden har en lång tradition av självreglering, inte minst i Sverige. Många av dessa regler har under senare år infogats i lagstiftningen. I förlängningen uppkommer frågan om det finns något utrymme för självreglering på framtidens kapitalmarknad. Om detta handlar Kerstin Hermanssons och Per-Ola Janssons uppsats: Regleringsteknik på export. En hittills föga uppmärksammas fråga är vilken betydelse det har för en kapitalmarknad att det finns en väl fungerande tvistlösningsmodell. Frågan behandlas i Eric M. Runessons uppsats: Corporate Governance-tvister och deras ”ägare”.

Parallellt med nya materiella regler på kapitalmarknaden har reglerna och förutsättningen för tillsynen över marknaden radikalt förändrats. I ett regelperspektiv är tillsynsfrågor av stort intresse. Finansinspektionens roll och på vilket sätt den bör fullgöras är ett ämne värt all uppmärksamhet. Här finns nästan ingen forskning gjord och kunskapsluckorna är stora. Ett bidrag till detta ämne är Hans Schedins uppsats: En principbaserad tillsyn och reglering – Finansinspektionen på villospår? På samma tema – tillsyn och övervakning – presenteras ytterligare två uppsatser. Det är Adam Diamants uppsats: Revisorns rapportering till värdepappersmarknaden och Claes Norbergs och Per Thorells uppsats: Ökar den nya redovisningstillsynen förtroendet för börsföretagens finansiella rapportering?

Sambandet mellan den svenska regleringen och EU-regleringen är mycket starkt. Vi har i seminariegruppen diskuterat om det är nödvändigt att så slaviskt följa EU:s direktiv som blivit praxis i Sverige och vilka

konsekvenser detta får för den svenska kapitalmarknaden. Vi har också diskuterat hur man bäst påverkar regelutvecklingen inom EU. På detta tema finns en uppsats i boken, nämligen Lars Afrells: Regelgivningen från Bryssel – till nytta för den svenska värdepappersmarknaden?

Vi hoppas förstås att de frön som vi sår genom denna bok ska gro och leda till eftertanke och framtida forskning.

Vi vill tacka alla deltagare i seminarieserien. Det har varit intressanta och spännande diskussioner. Givetvis svarar författarna själva för innehållet i sina uppsatser.

Stockholm i januari 2009

*Gunnar Nord*

*Per Thorell*





# Innehåll

Förord .....	5
Författarpresentationer .....	11
Regelgivningen från Bryssel – till nytta för den svenska värdepappersmarknaden? .....	15
<i>Av Lars Afrell</i>	
Revisorns rapportering till värdepappersmarknaden .....	29
<i>Av Adam Diamant</i>	
Regleringsteknik på export .....	51
<i>Av Kerstin Hermansson &amp; Per-Ola Jansson</i>	
Statlig reglering av handel med aktier .....	75
<i>Av Lars Hörngren &amp; Gustaf Sjöberg</i>	
Ökar den nya redovisningstillsynen förtroendet för börsföretagens finansiella rapportering? .....	105
<i>Av Claes Norberg &amp; Per Thorell</i>	
Corporate Governance-tvister och deras ”ägare” .....	131
<i>Av Eric M. Runesson</i>	
En principbaserad tillsyn och reglering – Finansinspektionen på villospår? .....	145
<i>Av Hans Schedin</i>	
Skandaldriven och problemdriven reglering .....	157
<i>Av Daniel Stattin</i>	



## Författarpresentationer

*Lars Afrell.* Direktör i Svenska Fondhandlareföreningen. Har i många år arbetat på och varit chef för värdepappersmarknadsenheten på Finansdepartementet. Haft ansvaret för genomförandet av ett stort antal direktiv på finansmarknaderna. Lång erfarenhet av förhandlingsarbetet i EU, bl.a. som svensk representant i europeiska värdepappersmarknadskommittén och som medlem i Legal Certainty Group.

*Adam Diamant.* Juris doktor. Verksam vid Revisorsnämnden där han arbetar med nationell och internationell regelutveckling på revisors- och revisionsområdet samt med utredningar inom området associationsrätt. Har varit expert i statliga utredningar.

*Lars Hörngren.* Ekonomie doktor. Chefsekonom på Riksgälden och vice ordförande i Finansmarknadsrådet. Tidigare verksam på Riksbanken som rådgivare till riksbankschefen och vid institutionen för finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Ledamot i Finansinspektionens styrelse mellan 1996 och 2006. Har medverkat som expert och sakkunnig i en rad statliga utredningar, inte minst i utredningar om finansiell lagstiftning.

*Per-Ola Jansson.* Har varit verksam som jurist i den svenska finansiella marknaden sedan 1970-talet. Har och har haft ett stort antal styrelseuppdrag i svenska och utländska verksamheter med anknytning till denna marknad. Från slutet av 1980-talet till 2006 verkställande direktör i Svenska Fondhandlareföreningen.

*Kerstin Hermansson.* Verkställande direktör i Svenska Fondhandlareföreningen sedan 2006. Verksam som jurist och ansvarig för compliance hos värdepappersinstitut sedan 1985. Har deltagit som sakkunnig i bl.a. Fondkommissionsutredningen och Värdepappersmarknadsutredningen.

*Claes Norberg.* Professor i handelsrätt vid Lunds universitet. Arbetar med forskning och undervisning inom områdena redovisning, revision och beskattning. Vice ordförande i Bokföringsnämnden och ledamot av Riksrevisionens vetenskapliga råd. Har varit ledamot av Revisorsnämnden och expert i statliga utredningar rörande skatter och bolagsrätt. Omfattande författarskap. Övergår under våren 2009 till en anställning vid Svenskt Näringsliv.

*Eric M. Runesson.* Advokat, juris doktor och docent. Verksam vid Sandart & Partners Advokatbyrå med huvudsaklig inriktning på process- och skiljemannarätt samt medling. Adjungerad professor i handelsrätt vid Lunds universitet 2003–2008. Författare till flera böcker och artiklar inom områdena avtalsrätt, tvistlösning och förhandling.

*Hans Schedin.* Advokat. Partner vid MAQS Law Firm Advokatbyrå i Stockholm. Hovrättsassessor vid Svea hovrätt. Har tidigare varit ansvarig för lagstiftningsarbete i Finansdepartementet samt chefsjurist och stf. generaldirektör på Bankstödsnämnden och Finansinspektionen. Arbetar med bank- och finansrättsliga frågor. Medförfattare till handboken Vägledning till rätt kurs på värdepappersmarknaden.

*Gustaf Sjöberg.* Juris doktor och docent. Verksam som forskare vid Stockholm Centre for Commercial Law och som lärare vid juridiska institutionen, Stockholms universitet. Forskningen rör främst finansmarknadsrätt. Hovrättsassessor och tidigare verksam inom regeringskansliet med lagstiftningsarbete.

*Daniel Stattin.* Juris doktor och universitetslektor i civilrätt, särskilt associationsrätt. Verksam vid Uppsala universitet och i forskningspanelen för bolags- och värdepappersrätt, Stockholm Centre for Commercial Law. Forskar och undervisar huvudsakligen i aktiemarknadsrätt, aktiebolagsrätt och corporate governance. Har publicerat flera böcker och artiklar inom dessa områden.

*Per Thorell.* Professor. Verksam vid Ernst & Young i Stockholm och knuten till Stockholm Centre for Commercial Law. Har tidigare varit professor i företagsrätt vid Uppsala universitet. Arbetar med forskning och kvalificerade utredningar inom områdena bolagsrätt, börsrätt,

redovisning och beskattning. Har bl.a. varit ledamot i Redovisningsrådet, Revisorsnämnden och sakkunnig/expert i statliga utredningar. Omfattande författarskap.



# Regelgivningen från Bryssel – till nytta för den svenska värdepappersmarknaden?

*Lars Afrell*

## **Inledning**

De flesta håller nog med om att väl fungerande aktiemarknader är av betydelse för samhällsekonomin. I sin artikel konstaterar emellertid Lars Hörngren och Gustaf Sjöberg att det är svårt att finna klara och tydliga motiv för den särskilda regleringen av handeln med aktier som skett i jämförelse med motiven för regleringen av banker

När det gäller regleringen av värdepappersmarknaden och handeln med aktier har regelgivningen från Bryssel varit den dominerande faktorn det senaste decenniet. Något förenklat kan sägas, att de enda områden på denna marknad som EU inte har reglerat i detalj är handeln på penning- och obligationsmarknaden och de avslutande leden vid en affär på värdepappersmarknaden, nämligen clearing, avveckling och kontoföring av finansiella instrument. Det är kanske säkrast att tillägga, att så ännu inte har skett. De senaste årens regelgivning från Bryssel har medfört att den svenska marknaden på mycket kort tid fått nya regler för marknadsmissbruk, prospekt, information från emittenter och om handeln med finansiella instrument. Jag ska här försöka beskriva motiven bakom den mycket omfattande reglering som skett på EU-nivå av värdepappersmarknaden och även lämna några synpunkter på om denna reglering varit till nytta för den svenska värdepappersmarknaden.

## **Handlingsplanen för finansiella tjänster**

En viktig utgångspunkt för en granskning av regelgivningen från Bryssel är den Handlingsplan för finansiella tjänster som antogs av kommissionen 1999.<sup>1</sup> Handlingsplan var ett led i den s.k. Lissabonagen-

<sup>1</sup> Finansiella tjänster: Att skapa en handlingsram, KOM(1988)625.

dan.<sup>2</sup> Planen från 1999 har därefter följts upp av en ny handlingsplan från kommissionen för tiden 2005–2010 och det är nu aktuellt för kommissionen att ta fram en plan för de kommande fem åren. Utformningen av denna plan kan komma att bli en viktig fråga under det svenska ordförandeskapet hösten 2009.

Utgångspunkten för handlingsplanen från 1999 var att fullborda den inre marknaden för finansiella tjänster. Denna marknad var nämligen fortfarande splittrad. Aktörernas tillgång till de olika marknaderna i medlemsstaterna var otillräcklig. Med introduktionen av euron fanns enligt planen en unik möjlighet att skapa en finansiell marknad inom EU med låga kostnader för kapital och förmedlingstjänster. Handlingsplanen från 1999 var synnerligen omfattande och innehöll en mängd åtgärder och prioriteringar. Dessa var indelade på tre strategiska delmål.

Det första området var *en enda institutionell marknad i EU* som skulle möjliggöra för företag att anskaffa kapital på konkurrenskraftiga villkor samt ge investerare och mellanhänder tillgång till alla marknader utan etableringsvång. Vidare skulle företag som tillhandahöll investeringstjänster kunna erbjuda sina tjänster i alla medlemsstater utan onödiga hinder eller administrativt krångel.

Det viktigaste direktivet för handeln på värdepappersmarknaden, investeringstjänstedirektivet (ISD)<sup>3</sup> behövde moderniseras med hänsyn till utvecklingen på området. När det gäller kapitalanskaffningen inom EU hade prospekt direktivet inte uppfyllt sitt syfte, nämligen att ett prospekt som var godkänt i en medlemsstat skulle accepteras i andra medlemsstater, och behövde därför ändras. Reglerna om informationsgivning borde också uppdateras för en mer frekvent och tillförlitlig information från bolagen för att öka förtroendet för marknaderna och attrahera mer kapital.

Det andra området var *öppna och säkra icke-institutionella marknader* (konsumentmarknader/retail markets). På dessa marknader var det viktigt att ge konsumenterna nödvändig information och skyddsmekanismer (tydliga rättigheter och effektiv tvistelösning) för att dessa skulle kunna aktivt delta i den inre marknaden för finansiella tjänster.

<sup>2</sup> Om bakgrunden och Lissabonagendan, se Mats Walberg, Handlingsplanen för finansiella tjänster – en framgång inom Lissabonstrategin?, *Europarättslig Tidskrift* 2005, s. 443 ff.

<sup>3</sup> Direktiv 93/22/EEG.



Det tredje området var *tillsynen inom EU*. Här gällde det bl.a. att undanröja eventuella luckor i EU:s regler för tillsyn som uppstått till följd av nya former av finansiell verksamhet eller till följd av globaliseringen. Ett annat problem var att tillsynen var splittrad med olika ansvariga myndigheter för bank, försäkring och värdepapper. Vidare ansåg kommissionen (då) att det fanns mycket som talade för en enda tillsynsmyndighet för värdepappershandeln inom EU. Kommissionen nöjde sig emellertid med att förespråka att en kommitté skulle sättas upp för att biträda kommissionen när det gäller utvecklingen och genomförandet av regelverket på värdepappersmarknaden.<sup>4</sup>

Handlingsplanen från 1999 innehöll över 40 förslag på åtgärder. De flesta bestod av direktivförslag men även rekommendationer och andra åtgärder föreslogs. Nästan alla förslagen har genomförts, några med ett eller flera års försening, men i stort var handlingsplanen en mycket stor framgång för kommissionen.<sup>5</sup> Den skapade också ett starkt politiskt tryck på de två lagstiftande institutionerna inom EU, rådet och parlamentet,<sup>6</sup> som resulterade i att förslagen i princip kunde antas vid första läsningen. Det politiska trycket hölls också uppe under genomförandefasen genom att kommissionen halvårsvis presenterade lägesrapporter hur medlemsstaterna hade klarat av sina åtaganden att genomföra åtgärderna i handlingsplanen.

Behovet av att snabbt genomföra åtgärderna i handlingsplanen fick till följd att Europeiska rådet<sup>7</sup> i Stockholm år 2001 fattade beslut om att införa den s.k. Lamfalussymodellen på värdepappersmarknaden. Denna modell syftade till ett bättre regelskapande inom EU och att skapa en reglering av värdepappersmarknaden som var tillräckligt flexibel för att snabbt kunna reagera på marknadsutvecklingen.<sup>8</sup>

<sup>4</sup> Den kommittén fick namnet europeiska värdepappersmarknadskommittén (ESC).

<sup>5</sup> Vanligen brukar man ange att 39 eller 40 av åtgärderna faktiskt har genomförts.

<sup>6</sup> Egentligen Europeiska unionens råd (vanligen benämnt ministerrådet eller bara rådet) och Europaparlamentet (i fortsättningen EP).

<sup>7</sup> Europeiska rådet består av stats- och regeringscheferna i medlemsstaterna samt kommissionens ordförande.

<sup>8</sup> Se närmare om Lamfalussymodellen som numera genomförts även för bank, försäkring och fond i Lars Afrell och Katarina Back, Lamfalussymodellen – en ny lagstiftningsprocess inom EU, *Europarättslig Tidskrift* 2005, s. 434 f.

I handlingsplanen för 2005–2010 slogs fast att en dynamisk konsolidering skulle äga rum mot en integrerad, öppen, konkurrenskraftig och ekonomisk effektiv finansmarknad i EU. Det andra målet var borttagande av kvarvarande ekonomiskt betydelsefulla hinder så att finansiella tjänster kunde erbjudas och kapital röra sig fritt inom EU till lägsta möjliga kostnad. Vidare skulle den antagna regleringen införlivas, genomföras och kontinuerligt utvärderas. För kommande förslag skulle man tillämpa en ny agenda, nämligen den om Better Regulation.<sup>9</sup> Slutligen skulle tillsynssamarbetet öka och tillsynen bli enhetligare.

Dynamisk konsolidering var således ledordet för planen för 2005–2010. Ett viktigt åtagande från kommissionens sida var att före alla lagstiftningsförslag genomföra öppna konsultationer och att förslagen skulle åtföljas av konsekvensbedömningar.<sup>10</sup> Förutom att förbättra tillsynssamarbetet var en viktig punkt att utveckla Lamfalussymodellen.

## Skälen för marknadsmissbruks-, prospekt- och öppenhetsdirektivet samt MiFID<sup>11</sup>

Motivet till regleringarna inom EU är att en väl fungerande inre marknad för finansiella tjänster är av avgörande betydelse för den ekonomiska tillväxten, en marknad som möjliggör för företag att anskaffa ka-

<sup>9</sup> Se [http://ec.europa.eu/governance/better\\_regulation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/governance/better_regulation/index_en.htm).

<sup>10</sup> Kommissionen påminde rådet och EP om deras respektive åtagande att väsentliga ändringar av kommissionens förslag skulle åtföljas av konsekvensbedömningar. Enligt kommissionen hade rådet och EP inte utfört sådana. Den påminnelsen förtjänar att upprepas. Jag har i vart fall inte sett någon sådan bedömning från nämnda institutioner, inte heller har jag hört talas om att kravet ställts upp från medlemsstaterna på ett sådan bedömning vid ändringsförslag. Jag håller med kommissionen om att detta är en svaghet i lagstiftningsprocessen i Bryssel och skulle för egen del förorda att det ställdes krav på att alla ändringsförslag från medlemsstater i rådet inklusive konsekvensbedömningar ska lämnas skriftligen. Med en sådan ordning skulle det vara möjligt att även utanför de slutna rummen i Bryssel bättre kunna följa och analysera lagstiftningsprocessen.

<sup>11</sup> MiFID är den vanliga förkortningen för direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument. Direktivet kompletteras av ett genomförandedirektiv och en genomförandeförordning antagna på nivå 2 enligt Lamfalussymodellen.

pital på konkurrenskraftiga villkor inom hela EU.<sup>12</sup> Investerare och mellanhänder ska också ha tillgång till alla delmarknader inom Unionen utan tvång för mellanhänderna att etableras sig rent faktiskt i en medlemsstat, t.ex. genom fjärrmedlemskap. Finansiella företag som tillhandahåller investeringstjänster ska dessutom kunna erbjuda sina tjänster i alla medlemsstater utan onödiga hinder eller administrativt krångel. För att förverkliga den inre marknaden krävs enligt kommissionen harmoniserade regelverk och att hinder och barriärer i form av nationell särreglering så långt som möjligt rivs. För att uppnå detta har kommissionen i betydande omfattning föreslagit lagstiftning som reducerar medlemsstaternas rörelsefrihet, nämligen fullharmoniseringsdirektiv och förordningar. Vikten av att inom EU uppnå enighet om hur regler och krav ska tolkas och bedömas har också betonats.

Hur har då motiven beskrivits i de rättsakter med anknytning till handeln med aktier som antagits i enlighet med handlingsplanen. Det första direktivet rent tidsmässigt var marknadsmissbruksdirektivet som antogs i januari 2003.<sup>13</sup> I skälen till detta direktiv anges att det behövdes ett nytt direktiv på grund av förändringarna på finansmarknaderna och i gemenskapernas lagstiftning samt för att undvika att kryphål i denna lagstiftning undergrävde allmänhetens förtroende för marknaderna. Därutöver påpekades att lagstiftningen är ofullständig inom gemenskapen och att de rättsliga kraven skiljde sig åt mellan medlemsstaterna.<sup>14</sup> Förtroendet för marknaderna betonades i skälen liksom vikten av genomlysning.

Även i skälen till prospektdirektivet<sup>15</sup> betonades att ett nytt regelverk behövdes eftersom befintlig lagstiftning inte hade fungerat. Regelsystemet för ömsesidigt erkännande var ofullständigt och för komplicerat. Målet med prospektreglerna, ett europapass, hade därför inte uppnåtts. I övrigt betonades att syftet med direktivet (och genomförandeförordningen) är investerarskydd och att investerarna ska få fullgott skydd

<sup>12</sup> Se även skäl 1 i direktiv 2003/6/EG och skäl i direktiv 2004/109/EG.

<sup>13</sup> Direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

<sup>14</sup> Se skäl 11.

<sup>15</sup> Direktiv 2003/71/EG om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

genom fullständig (tillförlitlig) information från emittenterna.<sup>16</sup> I skäl 30 tas skillnaderna i tillämpning av befintliga regler mellan medlemsstaterna upp och vikten av att sådana skillnader undanröjs.<sup>17</sup>

I MiFID tas i skälen upp att marknaderna har förändrats och att nya investerare och nya produkter har tillkommit samt att det därför behöves en mer heltäckande reglering. Investerarskyddet behövde harmoniseras och möjligheten att agera över gränserna måste förbättras. Därutöver innehåller skälen till MiFID inte så många generella bedömningar utan behandlar främst enskilda artiklar.

I skälen till öppenhetsdirektivet<sup>18</sup> anges inte direkt att den befintliga regleringen inte är tillräcklig utan i stället betonas att effektiva, öppna och integrerade värdepappersmarknader bidrar till tillväxten. I skäl 1 anges att korrekt och tillförlitlig information skapar förtroende bland investerare och möjliggör välgrundade bedömningar av företagens resultat samt att detta bidrar till såväl skyddet för investerare som marknadens effektivitet. Behovet av harmonisering tas även upp men i relativt försiktiga ordalag.<sup>19</sup> Öppenhetsdirektivet innehåller också större utrymme för den nationella lagstiftaren än övriga här behandlade direktiv.

## Det svenska införlivandet

Motiven för regleringen från Bryssel av handeln med finansiella instrument får betecknas som mycket allmänt utformade. Hur har den svenska lagstiftaren hanterat dessa motiv vid införlivandet av nu aktuella rättsakter? I Sverige har vi en tradition med utförliga motiveringar till lagstiftningsförslag och även av analyser eller försök till analyser av vilka konsekvenser lagförslagen kan få för de berörda intressenterna. När det gäller införlivandet av rättsakter från Bryssel är det emellertid

<sup>16</sup> Se skäl 10, 12, 16, 18, 21 och 27.

<sup>17</sup> De mycket detaljerade reglerna för prospekt av olika slag återfinns också i en förordning, kommissionens förordning (EG) nr 809/2004, för att minska risken för att olika krav ställs upp.

<sup>18</sup> Direktiv 2004/7109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring i direktiv 2001/347EG.

<sup>19</sup> Se skäl 5, 7 och 8.

en grannlaga uppgift att kommentera dessa. En första svårighet är att motiven till rättsakterna från Bryssel kan vara generella och även relativt kortfattade. Därtill kommer att skälen till rättsakterna kan innehålla förklaringarna hänförliga till en viss artikel, skäl som ibland kan vara mer eller mindre oförståeliga eftersom de kan ha tillkommit som ett led i en kompromiss eller för att tillfredsställa en medlemsstat. Det är dessutom inte helt riskfritt att tolka en rättsakt eftersom detta i slutänden är EG-domstolens uppgift. En felaktig tolkning eller slutsats riskerar att få negativa följder, inte bara för avnämarna av akten utan också för den svenska lagstiftaren. Lagstiftaren har också varit relativt återhållsam med att tolka nu diskuterade rättsakter.

I proposition om marknadsmissbruk förs i princip inga mer generella resonemang utöver ett avsnitt om de ekonomiska utgångspunkterna för en reglering av marknadsmissbruk. Det konstateras att det finns ekonomiska argument både för och emot ett förbud mot insiderhandel medan otillbörlig marknadspåverkan påverkar effektiviteten entydigt negativt.<sup>20</sup> Effektivitetsargumentet respektive förtroendeargumentet diskuteras. Slutsatsen är att Sverige vid genomförandet bör eftersträva en ändamålsenlig avvägning mellan dessa argument utan att för den skull avvika från syftena med direktivet!

Vid införlivandet av prospektdirektivet betonas dock att investerarskyddet i direktivet bör läsas som ett skydd för investerare mot att bli felinformerade, inte som ett skydd mot att göra felaktiga affärer.<sup>21</sup> När det gäller det andra syftet i prospektdirektivet, nämligen marknadseffektivitet, konstateras att det finns en risk för överreglering och att regeringen, i den mån direktivet så tillåtit, strävat att uppnå en balans mellan investerarskydd och marknadseffektivitet.<sup>22</sup>

Resonemangen om motiven till regleringen var vid införlivandet av marknadsmissbruksdirektivet och prospektdirektivet tämligen kortfattade. Däremot fördes vid införlivandet av MiFID ett längre resonemang om motiven för reglering av den finansiella sektorn och värdepappersmarknaden.<sup>23</sup> Det konstateras inledningsvis att ”det finns en

<sup>20</sup> Se prop. 2004/05:142 Marknadsmissbruk, s. 40 f.

<sup>21</sup> Se prop. 2004/05:158 Prospekt, s. 59.

<sup>22</sup> Däremot ansåg regeringen att det inte fanns ytterligare behov av en sådan diskussion som Riksgäldskontoret föreslagit, prop. 2004/05:158 s. 59.

<sup>23</sup> Se prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden Del 1, s. 264–273.

stark koppling mellan värdepappersmarknaderna och betalningsväsendet eftersom de stora betalningsflödena som genereras i i handeln med finansiella instrument svarar för en betydande del av det samlade flödet av betalningar”.<sup>24</sup> Behovet av systemskydd, investerarskydd och effektivitet tas upp på ett allmänt plan liksom ett antal principiella överväganden i anslutning till MiFID, nämligen om fragmentering, internalisering och genomlysning. När det gäller systemskydd konstateras att riskerna som är förknippade med värdepappershandeln sannolikt är något mindre än de som finns i traditionell bankverksamhet men att riskerna ökar i betydelse i takt med att värdepappersmarknaderna spelar en allt större roll i samhällsekonomin. Systemriskerna härrör främst från värdepappersmarknadernas betydelse för clearing och avveckling<sup>25</sup> samt från bankernas behov av likviditet på värdepappersmarknaderna.<sup>26</sup> Slutligen påpekas att ju fler som får tillgång till en marknad desto mer ökar nyttan för alla men samtidigt ökar risken för att ett problem på en sådan marknad får smittoeffekter. I den sammanfattande bedömningen görs ett försök att uttöka motiven till MiFID, skapandet av en integrerad finansiell marknad på vilken investerare har ett effektivt skydd. Kundskyddet ska visserligen vara effektivt men inte så långtgående att det inverkar menligt på marknadernas funktion.<sup>27</sup> Det förespråkas även en viss flexibilitet, dock beroende på vilka som är aktörer på en viss marknad. Därvid jämförs behovet av kundskydd på aktiemarknaden, som är större, med behovet av sådant skydd på obligationsmarknaden. Det konstateras att oavsett marknad kraven på genomlysning inte bör drivas så långt att handeln med stora poster försvåras.<sup>28</sup> I avsnittet om ekonomiska konsekvenser anges att den grundläggande avvägningen mellan vinsterna av förbättrad konkurrens och ökad effektivitet på ena sidan och på andra sidan, kostnaderna för att genomföra det nya regel-

<sup>24</sup> Se prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden Del 1, s. 265.

<sup>25</sup> Clearing, avveckling och kontoföring har diskuterats i Bryssel under lång tid och vid åtskilliga tillfällen men något helhetsgrepp har ännu inte tagits. Möjligtvis kan det faktum att reglerna inte är harmoniserade bidragit till att inga länkar har kunnats öppnas mellan clearingorganisationer enligt den antagna uppförandekoden, se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/code/code\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/code/code_en.pdf).

<sup>26</sup> Det sistnämnda är det inte svårt att i dessa dagar hålla med om.

<sup>27</sup> Se prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden Del 1, s. 272.

<sup>28</sup> Se prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden Del 1, s. 273.

verket, måste anses vara genomförd genom antagandet av MiFID och att det knappast är meningsfullt att i propositionen eftersträva en helhetsbedömning av det nya regelverket och dess ekonomiska konsekvenser. Beslutet är ju taget och något alternativ till att genomföra MiFID saknas. Det utrymme som finns i MiFID, att i viss utsträckning avvika från direktivets minimiregler, bör dock enligt propositionen övervägas.<sup>29</sup>

Även vid införlivandet av öppenhetsdirektivet fördes ett resonemang om balansen mellan investerarskydd och marknadseffektivitet. När det gäller investerarskyddet anges att det i första hand bör förstås som en garanti för en tillräcklig öppenhet gentemot investerare och inte som ett skydd mot enskilda felaktiga investerarb beslut. Beträffande marknadseffektiviteten konstateras att adekvat information om emittenter skapar ett bestående förtroende bland investerare och förbättrar marknadens effektivitet. Det finns emellertid en risk för att regleringen blir så omfattande och så detaljerad att de finansiella marknadernas funktion påverkas i negativ riktning. Slutsatsen är att när utrymme ges i direktivet bör en god avvägning ske mellan investerarskydd och marknadseffektivitet.<sup>30</sup> Denna slutsats kompletteras av ett konstaterande att regleringsnivån i öppenhetsdirektivet är väl avvägd och att det bara bör införas strängare regler än direktivets i svensk rätt när det är särskilt motiverat.<sup>31</sup>

## Några avslutande reflektioner

När vi under 1990-talets första hälft införlivade EGs regelverk för att anpassa oss till Europa och för att uppfylla våra åtaganden i EES-avtalet var utrymmet för nationell särreglering relativt stort. Direktiven ställde vanligen endast upp krav på minimiharmonisering och det fanns därför utrymme för nationell reglering. Det var inte heller ovanligt att det i direktiven fanns skrivningar som gav medlemsstaterna frihet att behålla nationella regleringar eller särlösningar. Dessutom lämnades en hel del oreglerat av Bryssel.

<sup>29</sup> Se prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden Del 1, s. 528.

<sup>30</sup> Se prop. 2006/07:65 Informationskrav i noterade företag, m.m., s. 85 och 86.

<sup>31</sup> Se prop. 2006/07:65 Informationskrav i noterade företag, m.m., s. 87.

Den finansiella handlingsplanen har emellertid förändrat läget. Kommissionens bedömning av vilka åtgärder som krävs för att nå målet, en väl fungerande inre marknad för finansiella tjänster som bidrar till den ekonomiska tillväxten, har varit vägledande. De av kommissionen förespråkade åtgärderna, att ytterligare harmonisering krävs samt att hinder och barriärer i form av nationell särreglering måste tas bort, har fått stöd av rådet och EP. Kommissionen har, med starkt stöd från EP, därför försökt att minska medlemsstaternas rörelsefrihet genom att föreslå fullharmonisering i direktiven och förordningar.

Det starka politiska stöd som handlingsplanen fått, tillsammans med arbets sättet inom EU, har medfört att det funnits föga utrymme för en mer sofistikerad analys av behoven av reglering. Kommissionen har som förslagsställare sökt att hitta en nivå på regleringen som både ligger i linje med det övergripande målet och som även har ett innehåll som kan godtas utan alltför stora ändringar av medlemsstaterna (rådet) och av EP. Vid en bedömning av regleringen från Bryssel är det viktigt att komma ihåg att finansmarknaderna kan se mycket olika ut i medlemsstaterna. Det gäller kanske främst konsumentmarknaderna med även marknaderna för professionella aktörerna. Det kan föreligga stora skillnader hur handeln går till, vilka instrument som handlas och vilka som är aktörer mellan medlemsstaterna. Marknaderna är också olika utvecklade och det finns också stora skillnader vad avser rättssystem och regleringstradition. Att mot denna bakgrund och kraven på fullharmonisering finna rätt nivå på ett förslag är inte någon enkel uppgift för kommissionen.

Ett exempel på den politiska miljö som kännetecknar diskussionerna i Bryssel var avskaffandet av börsmonopolet (den s.k. koncentrationsregeln) i MiFID. För Sverige var förslaget oproblemiskt, vi hade ju avskaffat börsmonopolet redan i början av 90-talet, för andra medlemsstater var förslaget mycket svårt att acceptera. Det skapade hos dessa en oro för en fragmentering av handeln och bristande möjligheter till tillsyn. Efter en mycket lång och stundtals tuff diskussion i rådet<sup>32</sup> och EP slutade det med en kompromiss. Koncentrationsregeln avskaffades men i stället fick vi detaljerade regler om värdepappersföretagens internhandel (internalisering). Regler som är krångliga och ibland även svårför-

<sup>32</sup> Här kan nämnas att Sverige faktiskt röstade emot den gemensamma ståndpunkten i rådet tillsammans med bl.a. Storbritannien.



ståeliga men ansågs nödvändiga i Bryssel för att direktivförslaget skulle godtas av tillräckligt många medlemsstater och av EP.<sup>33</sup>

Har EU-regleringen av handeln med finansiella instrument varit till nytta för den svenska marknaden? När det gäller den reglering vi fått till följd av den finansiella handlingsplanen har utrymmet för nationella initiativ varit begränsat. Situationen var emellertid som nyss sagts, en annan när vi i Sverige införde EGs regler i samband med EES-avtalet. Då fanns det utrymme för nationella initiativ och en medlemsstat kunde gå längre i liberaliserande riktning om staten bedömde det som en fördel för sin finansmarknad. ISD gav i motsats till MiFID ett sådant utrymme för medlemsstaterna och detta utrymme utnyttjades av den svenska lagstiftaren och den svenska marknaden genom att bl.a. slopa börsmonopolet och möjliggöra för deltagande vid handeln på börser från distans (fjärrmedlemmar). Målet med ISD, en gränsöverskridande handel med finansiella instrument, försökte Sverige faktiskt förverkliga i dessa delar i högre grad än de flesta av medlemsstaterna. Det införlivande som skedde på 90-talet av värdepappersmarknadsregleringen från Bryssel var enligt min mening till stor nytta för den svenska marknaden. Vi i Sverige fick under dessa år ett klart internationaliserat sätt att se på värdepappersmarknaden och dess reglering. Till detta bidrog de utländska aktörernas närvaro på den svenska marknaden, svenska aktörer såsom OM och storbankernas aktiviteter utanför Sveriges gränser och det svenska deltagandet i diskussionerna i Bryssel om värdepappersfrågor.

När det gäller om regleringen i övrigt varit till nytta och om den varit effektiv och bra för den svenska värdepappersmarknaden så är det väl främst ett ämne för en grundlig ekonomisk studie. En studie som i motsats till de som brukar presenteras av kommissionen tar sikte på utvecklingen på den svenska marknaden. Det är ju effekterna för Unionen som kommissionen är intresserad av och där målet med regleringen är en väl fungerande inre marknad, en marknad där en av konkurrensfaktorerna mellan olika marknader har minimerats, nämligen regelkonkurrensen.

Det finns faktorer som talar för att EU-regleringen av värdepappersmarknaden i vissa delar inte varit till direkt nytta för den svenska mark-

<sup>33</sup> Parlamentet bidrog till att göra reglerna något mer flexibla och därmed till att det slutliga direktivförslaget var godtagbart även för Sverige.

naden. Några sådana faktorer är ”one size fits all”, detaljeringsgraden och, trots Lamfalussy, den bristande flexibiliteten i regleringen samt beslutsprocessen i Bryssel.

Med ”one size fits all” avser jag regleringar som ofta är relativt oberoende av institutets verksamhet och storlek samt den nationella marknadens omfattning. Sådana regleringar medför kostnader som finansmarknaderna hittills har kunnat bära i tider av ökad omsättning och ökat intresse. Utrymmet för flexibilitet och anpassning till de nationella marknadernas särdrag har emellertid minskat. Till detta kommer detaljeringsgraden. Idag har vi en synnerligen omfattande reglering från Bryssel som ofta innefattar rättsakter och riktlinjer från nivå 1 till 3 enligt Lamfalussy-modellen. Något förenklat kan sägas att regleringen från Bryssel till stor del har ersatt Finansinspektionens föreskrifter, marknadens självreglering och institutens egna regler utan att ha den flexibilitet och närhet till marknaden som de inhemska reglerna hade.

När det gäller lagstiftnings- och beslutsprocessen i Bryssel så har jag tidigare konstaterat att den lämnar en hel del att önska när det gäller god lagstiftnings teknik. Detta har resulterat i att vi numera i den svenska värdepappersmarknadslagstiftningen har bestämmelser som är dåligt anpassade till svenska förhållanden.

Sammantaget anser jag emellertid att medlemskapet i EU och den därmed sammanhängande reglering vi fått från Bryssel har varit positiv för svensk värdepappersmarknad. Den har bidragit till att öka konkurrensen på den svenska marknaden och att till svenska finansiella institut fått ökade möjligheter att agera över gränserna. Det är i och för sig fördelar som vi hade kunnat skaffa oss utan medlemskap genom ett EES-avtal såsom Norge. Det är emellertid enligt min uppfattning till fördel för Sverige och den svenska finansmarknaden att vi som medlem har kunnat ta del fullt ut i diskussionen i Bryssel och då inte bara för att med näbbar och klor försvara svenska intressen.

Vad finns det då för möjligheter till en bättre regleringsprocess i Bryssel? Några positiva tendenser är värda att nämna. I praktiken föregås alla förslag<sup>34</sup> numera av konsultationer även om tiden för besvarande av dessa i vissa fall varit snävt tilltagen under den senare tidens

<sup>34</sup> Ett undantag var förslaget i MiFID om regleringen av s.k. internalisering. Detta förslag var en del av kompromissen internt i kommissionskollegiet för att kunna lägga fram förslaget.

finansoro. Genomlysningen av processen har också blivit bättre och skulle kunna bli ännu bättre om rådet tog denna uppgift på allvar. Förbättringar av konsultationsprocesserna och genomlysningen skulle enligt min mening tillsammans med bättre konsekvensanalyser ge en bättre kvalitet på regleringarna från Bryssel.

Därtill bör vi också som medlemsstat ta vårt ansvar för processen. Som vanligt i dessa sammanhang gäller det för en mindre medlemsstat att vara aktiv i ett så tidigt skede som möjligt. Helst innan kommissionen lämnar sitt förslag. Har vi förslag på förbättringar av lagstiftningen bör vi lägga ner arbete på dessa och presentera förslagen för kommissionen. Under en diskussion om en eventuell reglering<sup>35</sup> av ett område bör vi försöka att ge synpunkter på utkast, konsekvensanalyser etc. från Bryssel så tidigt som möjligt och gärna vid besök träffa ansvariga tjänstemän vid kommissionen. Kommissionen är också väl medveten om kritiken mot den alltför detaljerade regleringen från Bryssel och har i flera fall de senaste åren förespråkat självreglering. Åtagandena kommissionen har gjort i agendan för Better Regulation är också synnerligen levande i Bryssel. Det gäller dock för oss att påminna politikerna, både i Stockholm och Bryssel, om denna agenda och om vikten av konsultationer, genomlysning och konsekvensanalyser för att vi ska få en reglering som bättre kan uppfylla sitt syfte, en väl fungerande inre marknad för finansiella tjänster.

<sup>35</sup> Utvärderingarna av direktiv som regelbundet sker inom EU är ett utmärkt tillfälle att framföra konstruktiva synpunkter, även en möjlighet för beröm!



# Revisorns rapportering till värdepappersmarknaden

*Adam Diamant*

## Inledning

En trend inom den svenska värdepappersrättsliga regleringen är att informationsgivningen till värdepappersmarknaden får en allt större betydelse.<sup>1</sup> Basen för denna informationsgivning är den finansiella information som de företag vars värdepapper är föremål för handel på en reglerad marknad<sup>2</sup> ska offentliggöra enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LVM). Denna information ska som huvudregel vara reviderad av företagets stämмоvalde revisor. Revisorn kan härigenom sägas vara en del av övervakningen av dessa företag.

En förutsättning för att revisorn ska fylla sin funktion som övervakare av de börsnoterade bolagen är att revisorns granskning samt rapporteringen över denna motsvarar de befogade förväntningar som marknaden har på revisorn. I annat fall uppstår ett förväntningsgap som i förlängningen riskerar att hota tilltron till de börsnoterade bolagen.

Jag ska i denna framställning undersöka om de krav som revisorsregleringen ställer på revisorn och de verktyg som regelverket på revisorsområdet tillhandahåller gör det möjligt för revisorn att lämna den information som marknaden förväntar sig. Frågan är om de rimliga förväntningar som värdepappersmarknadens aktörer har på revisorns gransk-

<sup>1</sup> Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG. Se också prop. 2006/07:65, s. 85.

<sup>2</sup> I Sverige OMX Nordic Exchange Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB. Eftersom de företag som här är av intresse i det närmaste uteslutande är aktiebolag kommer det som nedan sägs vara inriktat på aktiebolag vars värdepapper noterats på någon av de två börserna. Jag kommer fortsättningsvis huvudsakligen att benämna dessa bolag ”börsnoterade bolag”.

ning och rapportering kan tillgodoses inom ramen för gällande reglering. Det sagda ska belysas genom en analys av om de begränsningar som finns i revisions- och revisorsregleringen vad gäller granskningens omfattning, inriktning och avrapportering kan innebära att revisorn inte är skyldig att, eller till och med är förhindrad att, till värdepappersmarknaden rapportera om förekomsten av sådana brister som av marknaden identifierats som väsentliga. Undersökningen genomförs på så sätt att jag med utgångspunkt i den information som de börsnoterade bolagen ska lämna till marknaden utreder i vad mån brister i denna informationsgivning ska föranleda revisorn att rapportera till marknaden.

Redogörelsen nedan är inriktad på den stämмоvalde revisorn. Utanför denna studie lämnas frågan om revisorstillsynens – dvs. Revisorsnämndens – funktion att säkra att revisorerna svarar upp mot de befogade förväntningar som ställs på dem.

## **Börsnoterade bolags skyldigheter att offentliggöra information**

Claes Norberg och Per Thorell har i sin uppsats i denna publikation gjort gällande att ett börsföretags finansiella rapportering utgör själva fundamentet för handeln med värdepapper på kapitalmarknaden. Genom att de noterade bolagen tillhandahåller reviderad information som investerarna kan förlita sig på som fullständig och korrekt möjliggörs för investerare att fatta välgrundade ekonomiska beslut.

Reglerna om informationsspridning syftar enligt lagstiftaren till att skydda investerare genom en säker och rättvis tillgång till information om de börsnoterade bolagen. Det investerarskydd som regleringen innebär bör i första hand förstås som en garanti för en tillräcklig öppenhet gentemot investerare. Härigenom kan ett av värdepappersregleringens huvudsakliga skyddssyften tillgodoses nämligen *konsumentskyddet*.<sup>3</sup> Genom informationsgivningen ska också tillskapas ett förtroende för marknaden som i längden förbättrar *marknadens effektivitet*.

En förutsättning för att värdepappersmarknadens tilltro till den information som de börsnoterade bolagen lämnar och som revideras av deras revisorer ska upprätthållas är dock att reglerna som styr informa-

<sup>3</sup> Se t.ex. prop. 2006/07:65, s. 85 och SOU 2003:22, s. 23 ff.

tionsgivningen är effektiva i marknadens perspektiv. Vad marknaden förväntar sig kan i och för sig diskuteras och olika aktörers behov varierar säkert. En enligt min mening rimlig utgångspunkt är därför att de överväganden som kommer till uttryck i den värdepappersrättsliga regleringen utgör ett antagande om marknadens sammanvägda behov.<sup>4</sup> Dessa regler, som närmast är av offentligrättslig natur, riktar sig till marknadens aktörer.

De börsnoterade aktiebolagens beteende styrs dock i hög omfattning av andra regelverk än de värdepappersrättsliga. Som exempel kan nämnas aktiebolagslagen (2005:551; ABL) och årsredovisningslagen (1995:1554; ÅRL). Dessa regelverk är civilrättsliga. Regleringen av värdepappersmarknaden kan därför sägas vara dualistisk.<sup>5</sup> En förutsättning för att värdepappersmarknaden ska fungera effektivt är att de offentliga och civilrättsliga reglerna samverkar.

De civilrättsliga kraven på finansiell information utgår för samtliga aktiebolag från ÅRL:s och till denna hörande normers krav.<sup>6,7</sup> Enligt denna reglering ska ett aktiebolag upprätta en årsredovisning bestående av balans- och resultaträkningar, noter till dessa samt en förvaltningsberättelse. För de börsnoterade bolagens del gäller, i enlighet med IAS-förordningen,<sup>8</sup> att de vid upprättandet av koncernredovisningen ska tillämpa internationella redovisningsstandarder (IFRS). Rådet för finansiell rapportering<sup>9</sup> har som sin uppfattning angett att den finansiella

<sup>4</sup> I vid bemärkelse får detta även sägas innefatta den självreglering som sker på värdepappersmarknaden.

<sup>5</sup> Jfr Lindskog, Stefan – I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, publicerad i boken Börsrätt, s. 149–167, s. 150.

<sup>6</sup> Vissa börsnoterade bolags offentliga redovisning styrs av annan lagstiftning, t.ex. lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag. Då dessa författningar i stor omfattning hänvisar till ÅRL utgår jag i det följande från den lagen.

<sup>7</sup> Jfr 16 kap. 8 § LVM.

<sup>8</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder.

<sup>9</sup> I april 2007 övertog Rådet för finansiell rapportering ansvaret för normgivningen avseende redovisningsfrågor och rapportering för juridiska personer vars överlåtbara värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige. Enligt Stockholmsbörsens Regelverk för emittenter (se nedan) kan rådets rekommendationer utgöra en del av god sed på aktiemarknaden.

rapporteringen för noterade företag ska utformas i enlighet med bestämmelserna i IFRS som är antagna av EU för tillämpning inom unionen med de undantag och tillägg som följer bl.a. av svensk lag.<sup>10</sup> Härigenom blir IFRS av central betydelse för den finansiella information som de börsnoterade bolagen lämnar.

I förvaltningsberättelsen ska bl.a. lämnas upplysningar om sådana förhållanden som inte ska redovisas i balansräkningen, resultaträkningen eller noterna, men som är viktiga för bedömningen av utvecklingen av företagets verksamhet, ställning och resultat. Vidare ska företaget lämna information om sådana händelser av väsentlig betydelse för företaget som har inträffat under räkenskapsåret eller efter dess slut, samt om företagets förväntade framtida utveckling inklusive en beskrivning av väsentliga risker och osäkerhetsfaktorer som företaget står inför. Som händelser av väsentlig betydelse för företaget kan nämnas väsentliga förändringar i verksamheten såsom etablering eller nedläggning av en rörelsegren eller produktgren, köp eller försäljning av betydelsefulla dotterföretag och andra anläggningstillgångar, ingångna viktiga avtal och liknande. Förvaltningsberättelsen ska också redogöra för de viktigaste orsakerna till utvecklingen av företagets resultat och ställning, t.ex. förändringar i marknad, produktion, råvaruförsörjning, räntor och valutakurser. Även i övrigt kan olika slag av viktiga förhållanden och händelser kräva information i förvaltningsberättelsen. Vidare ska det av förvaltningsberättelsen framgå om företaget inte längre uppfyller kriterierna för ”going concern”, t.ex. om företaget har försatts i likvidation eller konkurs. Upplysningar kan vidare, i den mån årsredovisningen i övrigt inte ger tillräcklig information, behöva lämnas om speciella omständigheter som i särskild grad berör företaget. Det kan t.ex. röra sig om leasing av anläggningstillgångar, statliga och andra offentliga stöd eller förekomsten av fordringar och skulder i utländsk valuta. Det är önskvärt att information lämnas om större ägare och om väsentliga förändringar i ägarstrukturen.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Rådet för finansiell rapportering, RFR 2.2. Sådana begränsningar återfinns bl.a. i ÅRL som förhindrar att IFRS tillämpas fullt ut i redovisningen för juridiska personer.

<sup>11</sup> Se t.ex. Bokföringsnämndens uttalande BFN U 96:6 samt FAR SRS redovisningsrekommendation RedR 1 Årsredovisning i aktiebolag.



De allmänna civilrättsliga kraven rörande upprättande av årsredovisning har av lagstiftaren förts över till det värdepappersrättsliga regelverket genom att det i LVM uppställs krav på *regelbunden finansiell information*. Enligt lagens 16 kap. 4 § ska ett börsnoterat bolag, så snart som möjligt och senast fyra månader efter utgången av varje räkenskapsår, offentliggöra sin årsredovisning och i förekommande fall en koncernredovisning. Enligt lagens 16 kap. 5–7 §§ ska börsnoterade bolag också offentliggöra delårsrapporter.

I 15 kap. 6 § LVM anges vidare att börsnoterade företag *fortlöpande ska informera* börsen om sin verksamhet samt i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina lagstadgade uppgifter. Bolagen ska också offentliggöra de upplysningar om sin verksamhet och om sina värdepapper som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på värdepapperen. Ett väsentligt syfte med detta är att ge allmänheten underlag för en välgrundad bedömning av bolagens ekonomiska situation.<sup>12</sup>

Genom att notera sina värdepapper vid en börs åtar sig det noterade bolaget även att följa de regler som gäller på den aktuella börsen. För bolag som är noterade på Stockholmsbörsen gäller en skyldighet att följa börsens Regelverk för emittenter. Av detta regelverk följer att det börsnoterade bolaget ska lämna information till marknaden i ett antal fall. Grundkravet är att bolaget ska upprätta och offentliggöra finansiella rapporter i enlighet med gällande lagstiftning och relevanta redovisningsstandarder. Därtill krävs att bolaget offentliggör beslut eller andra händelser och omständigheter som är av kurspåverkande natur. Med kurspåverkande natur avses i dessa regler information som i enlighet med nationell lagstiftning rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets värdepapper.<sup>13</sup> Bolag med primärnotering på Stockholmsbörsen ska också offentliggöra delårsrapporter kvartalsvis samt en bokslutskommuniké.

Av det börsrättsliga regelverket följer att börsnoterade bolag ska följa allmänt accepterad god sed på den svenska aktiemarknaden. Med detta avses enligt regelverket en faktiskt förekommande praxis för börsbolagens uppträdande på aktiemarknaden. En sådan praxis kan t.ex.

<sup>12</sup> Jfr prop. 1991/92:113, s. 188.

<sup>13</sup> Bestämmelsen grundas på de krav som ställs i LVM samt Finansinspektionens föreskrifter.

komma till uttryck genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden, rekommendationer från Rådet för finansiell rapportering eller genom reglerna i Svensk kod för bolagsstyrning (Koden). Från och med den 1 juli 2008 är samtliga börsnoterade aktiebolag skyldiga att följa Koden. Skyldigheten att följa Koden är därmed en del av de åtaganden som börsnoterade företag gör mot börsen, och därmed mot värdepappersmarknaden.

Börsens regelverk är sanktionerat på så sätt att ett bolag som åsidosätter lag, annan författning, den del av informationsreglerna som bolaget har åtagit sig att följa eller allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden kan, om överträdelsen är allvarlig, avnoteras från börsen eller – i andra fall – åläggas ett vite motsvarande högst 15 gånger den årsavgift som bolaget betalar till börsen. Är åsidosättandet mindre allvarligt eller ursäktligt, kan börsen i stället för att ålägga vite meddela bolaget varning.

Koden innehåller främst regler om förvaltningen av de bolag som har att tillämpa Koden. Vad gäller den finansiella informationen fastslås att det är styrelsens ansvar att tillse att den finansiella informationen är upprättad i överensstämmelse med lag, tillämpliga redovisningsstandarder och övriga krav på noterade bolag.

## Om revisionens funktion

Företeelsen revision kan beskrivas som en normstyrd granskning av om det granskade subjektet har presterat i enlighet med de regler eller förutsättningar som gäller för den aktuella situationen eller prestationen. Av det sagda följer att revisionen styrs av två uppsättningar regler, de som gäller i relationen mellan det granskade företaget och dess intressenter och de som direkt styr revisorns agerande. Revisorn ska verifiera att det granskade företaget fullgör sina skyldigheter i enlighet med de regler som styr relationen mellan klienten och intressenterna, t.ex. lag och avtal.<sup>14</sup> Revisorns agerande kommer därför att påverkas av innehållet i det normverk som styr förhållandet mellan det presterande företa-

<sup>14</sup> Jfr Flint, David – *Philosophy and Principles of Auditing – An Introduction*, 1988, s. 14 f.

get och dess intressenter. Revisionen härleder således sin funktion ur de underliggande rättsförhållanden som revisorn är satt att granska.

I fråga om revision av aktiebolag har revisionen traditionellt förklarats med att det finns ett behov av att kommunicera och verifiera information om bolaget eftersom förvaltningen av bolaget har separerats från ägandet av detta. Separationen har medfört att ägarna har en mycket begränsad insyn i det bolag de samfällt äger. Genom denna separation kommer bolagets styrelse och verkställande direktör att fungera som en företrädare för ägarna och har inom detta sitt uppdrag att vara lojala mot dessa. Synen på att ägarintressena är styrande för revisionen har med tiden kommit att utvidgas till att omfatta samtliga de intressen som i rättsordningen identifieras som relevanta. I Sverige har – förutom ägarna – bolagets borgenärer, anställda, det allmänna, presumtiva aktieägare och borgenärer, utbildningsanstalter, samt den breda allmänheten identifierats som intressenter.<sup>15</sup>

Samtidigt som styrelseledamöterna och den verkställande direktören ska fungera som en företrädare för intressentkollektivet finns det en inbyggd presumtiv motsättning mellan dessa personers intressen och intressenternas. Båda dessa grupper har ett intresse av att maximera sitt eget välstånd. Styrelsen och den verkställande direktören kan komma att göra detta på bolagets och därmed på intressenternas bekostnad. Risken för att bolagets funktionärer i vissa situationer kan komma att åsidosätta sina skyldigheter mot bolagets intressenter innebär att ledningens lojalitet måste säkras. Detta kan bl.a. ske genom att styrelsen och verkställande direktören *övervakas*.

Övervakningens funktion är således att möjliggöra för intressenterna att försäkra sig om att bolagets styrelseledamöter och verkställande direktör inte åsidosätter sina skyldigheter mot dem. Övervakningen ska därför möjliggöra för intressenterna att bedöma hur de för bolagets förvaltning ansvariga personerna handhar skötseln av deras intressen i bolaget. Denna övervakning kan uppnås genom att revisorn på ”uppdrag” av intressentkollektivet granskar den rapportering som styrelsen och den verkställande direktören lämnar över sin förvaltning av bolaget samt det ekonomiska utfallet av denna. En vedertagen syn på revisionens funktion är sammantaget att den genom att säkra kvaliteten på det

<sup>15</sup> Se t.ex. prop. 1975:103, s. 242 och SOU 1995:44, s. 15 och 214.

granskade materialet ska fungera som en *tilltrosskapare* till den enskilda verksamhet som är föremål för granskning samt för verksamhetsformen som sådan.

På senare tid har revisionens betydelse för värdepappersmarknaden kommit att hamna i fokus. Argumentet är att det företag vars värdepapper är föremål för allmän handel är av stort *sambälleligt intresse*.<sup>16</sup> Den amerikanska tillsynsmyndigheten Securities and Exchange Commission (SEC) har i samband med 2001 års ändringar i sina regler för revisors oberoende uttalat att:

”The final rules advance our important policy goal of protecting the millions of people who invest their savings in our securities markets in reliance on financial statements that are prepared by public companies and other issuers and that, as required by Congress, are audited by independent auditors.”

”Independent auditors have an important public trust. Investors must be able to rely on issuers’ financial statements. It is the auditor’s opinion that furnishes investors with critical assurance that the financial statements have been subjected to a rigorous examination by an objective, impartial, and skilled professional, and that investors, therefore, can rely on them.”<sup>17</sup>

Revisionen ska således teoretiskt sett åstadkomma ökad tilltro inte bara till den enskilda granskade verksamheten utan även till den verksamhetsform i vilken verksamheten bedrivs och ytterst till värdepappersmarknaden. När det gäller den lagstadgade revisionen kan alltså sägas att lagstiftaren genom att uppställa krav på viss kvalificerad granskning vill åstadkomma en form av garanti för den granskade verksamhetens kvalitet.

<sup>16</sup> Se t.ex. skäl 23 i det åttonde bolagsrättsliga direktivet (revisorsdirektivet), Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/43/EG av den 17 maj 2006 om lagstadgad revision av årsbokslut och sammanställd redovisning och om ändring av rådets direktiv 78/660/EEG och 83/349/EEG samt om upphävande av rådets direktiv 84/253/EEG.

<sup>17</sup> SEC – Revision of the Commission’s Auditor Independence Requirements, 17 CFR Parts 210 and 240, Release Nos. 33-7919, 34-43602, 35-27279, IC-24744, IA-1911, FR-56, File No. S7-13-00, s. 2.

## Revisorns uppgifter som granskare av ett börsnoterat bolags verksamhet

### *Revisorns uppgifter enligt aktiebolagslagen*

Revisionen ska som ovan konstaterats säkra de skyddssyften som kan härledas ur den reglering som styr det granskade bolaget. Revisorns uppgift är därför att reagera på väsentliga överträdelser av denna reglering. För de svenska aktiebolagens del kommer de allmänna kraven på revision till uttryck i ABL:s nionde kapitel. Revisorn ska inom ramen för en revision av ett aktiebolag granska bolagets årsredovisning och bokföring (räkenskapsrevision) samt styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning (förvaltningsrevision). Revisorn ska även utföra sådan granskning som ålagts honom av bolagsstämman i den mån denna inte strider mot lag, bolagsordning eller god revisionssed. Granskningen ska möjliggöra för revisorn att med tillräcklig grad av säkerhet kunna göra de uttalanden som krävs enligt 9 kap. 28–35 §§ ABL.<sup>18</sup> Därutöver får revisorn i revisionsberättelsen lämna sådana upplysningar som han<sup>19</sup> anser att aktieägarna bör få kännedom om. Granskningen ska vara så ingående och omfattande som god revisionssed kräver. Granskningen ska utmynna i en revisionsberättelse. Denna riktas formellt till aktiebolagets årsstämma.

Revisorns granskning och rapportering styrs av de revisionella kriterierna om väsentlighet och risk. Dessa innebär i korthet att en revision samt rapporteringen över denna ska vara inriktad på områden som är förenade med en förhöjd revisionsrisk i betydelsen risk för ett felaktigt uttalande i revisionsberättelsen. Väsentlighetskriteriet innebär att revisionen ska vara inriktad på sådan information vars utelämnande eller felaktighet kan påverka de beslut som användaren fattar på basis av informationen i de finansiella rapporterna. När det gäller räkenskapsrevisionen innebär detta att revisorn ska beakta vad som skulle kunna göra att årsredovisningen blir felaktig på ett sätt som är väsentligt. I fråga om förvaltningsrevisionen innebär väsentlighetsbegreppet att

<sup>18</sup> Jfr FAR SRS – Revisionsstandard i Sverige (förkortas i det följande RS) RS 200, p. 2 SE.

<sup>19</sup> För enkelhetens skull använder jag pronomenet han om både kvinnliga och manliga revisorer.

denna ska vara inriktad på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg eller överträdelser skulle ha särskild betydelse för bolagets aktuella situation och framtida utveckling.<sup>20</sup> Principerna om väsentlighet och risk påverkar både vad revisorn ska granska och vad han ska rapportera över i sin revisionsberättelse.

Vid genomförandet av *räkenskapsrevisionen* i ett aktiebolag ska revisorn bl.a. granska bolagets årsredovisning och i förekommande fall koncernredovisning.<sup>21</sup> För de börsnoterade bolagens del gäller som nämnts att de vid upprättandet av koncernredovisningen ska tillämpa internationella redovisningsstandarder (IFRS) och rekommendationer från Rådet för finansiell rapportering. I revisorns uppgift ligger därmed att eftersöka förekomsten av, och i revisionsberättelsen anmärka på konstaterade, väsentliga avvikelser från dessa standarder. För det fall det granskade bolaget inte i årsredovisningen har lämnat sådana upplysningar som ska lämnas enligt ÅRL ska revisorn ange detta och om det är möjligt själv lämna behövliga upplysningar i revisionsberättelsen.

*Förvaltningsrevisionens* kärnfunktion är att möjliggöra för revisorn att uttala sig om huruvida styrelseledamöterna och den verkställande direktören bör beviljas ansvarsfrihet gentemot bolaget. Revisorn ska vidare i revisionsberättelsen anmärka om han vid sin granskning har funnit att en styrelseledamot eller den verkställande direktören har företagit någon åtgärd eller gjort sig skyldig till någon försummelse som kan föranleda ersättningsskyldighet. Detsamma gäller om revisorn vid granskningen har funnit att en styrelseledamot eller den verkställande direktören på något annat sätt har handlat i strid med ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.

I detta sammanhang finns det, enligt min mening, en skillnad mellan räkenskaps- och förvaltningsrevision som förtjänar att framhållas. Räkenskapsrevisionens huvudsakliga syfte är att verifiera den informa-

<sup>20</sup> Se RS 209 och 320.

<sup>21</sup> Dessa handlingar ska skiljas från övriga delar av en tryckt årsredovisning (den s.k. framvagnen). Revisorn ska vid revisionen läsa informationen i framvagnen för att bedöma om det finns väsentliga oförenligheter med den formella årsredovisningen (RS 720, p. 2). För tydlighetens skull brukar revisorer inte sällan i sin revisionsberättelse ange vilka sidor i den tryckta årsredovisningen som är reviderade.

tion som lämnas av bolaget.<sup>22</sup> Förvaltningsrevisionen är av något annan karaktär. Dess syfte är inte att verifiera någon explicit kommunicerad information. Förvaltningsrevisionen tillför istället information rörande frågan om klientens styrelse och verkställande direktör har efterlevt de regler som gäller för verksamheten såsom de identifieras i ABL, tillämplig lag om årsredovisning samt bolagsordningen.

Noteras kan också att revisionsregleringen saknar *krav* på att delårsrapporterna ska vara granskade.

### *Särskilt om revisorns rapportering till värdepappersmarknaden*

I ett värdepappersrättsligt perspektiv finns ett övergripande krav på att revisionen ska bidra till att säkra en korrekt prissättning på de börsnoterade bolagens aktier. Det finns därför ett intresse av att revisorn rapporterar till den finansiella marknaden över sådana avvikelser som är väsentliga för aktörerna på marknaden.<sup>23</sup> Detta kan i sin tur brytas ned i två huvudmål för revisionen.

Ett första sådant mål torde vara att revisionen ska innebära en kvalitetssäkring av de börsnoterade bolagens regelbundna finansiella information. Detta ska ske genom att revisorn verifierar att det reviderade börsbolagets finansiella information på ett i allt väsentligt rättvisande sätt återspeglar de underliggande affärshändelserna i bolaget. Revisorn ska också verifiera att redovisningen är jämförbar såväl med bolagets årsredovisningar avseende tidigare räkenskapsår som med årsredovisningarna från andra börsnoterade bolag. Av Koden följer att ett börsnoterat bolags styrelse ska se till att bolagets halvårs- eller niomånadersrapport översiktligt granskas av bolagets revisor. Eftersom de börsnoterade

<sup>22</sup> Ett undantag från det sagda rör sådan information som revisorn lämnar med stöd av 9 kap. 31 § ABL. Enligt bestämmelsen ska revisorn, för det fall det i årsredovisningen inte har lämnats sådana upplysningar som ska lämnas enligt tillämplig lag om årsredovisning, ange detta och, om det är möjligt, lämna behövliga upplysningar i revisionsberättelsen.

<sup>23</sup> I Stockholmsbörsens Regelverk för emittenter anges vissa faktorer som kan beaktas vid en bedömning av vad som är kurspåverkande. Som sådana anges ett besluts eller en händelses förväntade omfattning eller betydelse i relation till hela bolagets verksamhet, om betydelsen av den nya informationen i förhållande till de faktorer som avgör prissättningen på aktierna eller andra faktorer som skulle kunna påverka priset på de noterade aktierna.

bolagen är skyldiga att tillämpa IFRS när de lämnar den periodiska informationen kommer revisionen i denna del att vara inriktad på eventuella avvikelser från dessa standarder.

Marknadens förväntningar på information torde dock inte tillgodoses enbart genom en verifiering av den finansiella informationens kvalitet. Rimligtvis vill marknadens aktörer också ha information om att bolaget sköts (förvaltas) på ett sätt som är förenligt med de grundläggande kraven på sund företagsdrift. Det andra målet är därför att revisionen ska tillgodose marknadens behov av att bedöma förvaltningen av de börsnoterade bolagen. Härigenom ska styrelsens och verkställande direktörens kompetens samt regelefterlevnad säkras bl.a. i syfte att minska risken för väsentliga ”business failures”.

Jag har ovan konstaterat att regleringen av värdepappersmarknaden kan sägas vara dualistisk och att en förutsättning för att värdepappersmarknaden ska fungera effektivt är att de offentlig- och civilrättsliga reglerna samverkar. Med hänsyn till det ovan redovisade sambandet mellan kraven på det börsnoterade bolaget och på revisorn och revisionen av detta kommer i vart fall i teorin båda dessa regelverk att påverka även revisionen. Sambandet mellan de två regeluppsättningarna har också kommit att betonas i samband med utvecklingen av nyare reglering på revisorsområdet på såväl nationell som internationell nivå.

I praktiken gäller det sagda enbart om de allmänna revisionsreglerna är förenliga med de tillkommande värdepappersrättsliga reglerna. Är så inte fallet uppkommer en regelkonflikt. Jag har för egen del tidigare gjort gällande att vid sådana regelkonflikter så måste de normer som styr revisorns verksamhet – och då närmast de revisionella och yrkesetiska reglerna – få ett försteg framför de underliggande handlingsnormer som styr det reviderade bolagets beteende.<sup>24</sup> Skälet till detta är att en absolut förutsättning för att revisionen ska fylla sin tilltrosskapande funktion är att intressenterna som *kollektiv* är beredda att förlita sig på den av revisorerna utförda granskningen utan att behöva kontrollera det arbete som utförs av varje enskild revisor. Eftersom intressenterna inte utgör en homogen grupp med gemensamma intressen utan inte sällan har konkurrerade intressen måste de ha någon form av garanti för

<sup>24</sup> Se Diamant, Adam – Revisors oberoende – Om den svenska oberoenderegleringens utveckling, dess funktion och konstruktion, 2004, t.ex. s. 31.



att revisorerna inte avviker från den lojalitetsplikt mot kollektivet som regleringen på revisorsområdet ålägger dem.<sup>25</sup> Därtill kommer att en förutsättning för att revisionen ska fylla sin funktion är att revisorns reaktion – dvs. rapporteringen över utförd granskning – ska kunna tolkas av intressenterna. Detta förutsätter en standardisering av revisorns rapportering som i sin tur förutsätter klara handlingsnormer för revisorns agerande. De revisions- och revisorsrättsliga reglerna utgör därför en nödvändig förutsättning för säkrandet av tilltron till revisorn och revisionen. Det blir dessa regler som sätter nivån för rapporteringen. Revisorns rapportering till värdepappersmarknaden kommer därmed att ske inom de ramar som satts av de revisionsrättsliga (civil- och näringsrättsliga) reglerna. Frågan om det är möjligt för revisorn att fullt ut möta marknadens förväntningar på relevant information får prövas med utgångspunkt i denna reglering. Av detta följer att olika civilrättsliga intresseavvägningar får betydelse vid en analys av revisorns gransknings- och rapporteringsskyldigheter till värdepappersmarknaden.

När det gäller den *regelbundna finansiella informationen* har jag ovan redovisat att en av revisorns huvuduppgifter är att inom ramen för räkenskapsrevisionen, och i den omfattning som följer av principerna om väsentlighet och risk, granska och rapportera över kvaliteten i den finansiella informationen som lämnas i årsredovisningen. Denna uppgift har genom bestämmelserna i 16 kap. 4 § LVM – som kräver att ett börsnoterat bolag ska offentliggöra sin årsredovisning och, i förekommande fall, en koncernredovisning – fått som uttalat syfte att säkra informationen även till marknaden. Dessutom följer av Koden att ett börsnoterat bolags styrelse ska se till att bolagets halvårs- eller niomånadersrapport översiktligt granskas av bolagets revisor.

För de börsnoterade bolagens del innefattar revisionen bl.a. en kontroll av om bolagen följt IFRS. En väsentlig avvikelse från dessa standarder ska föranleda revisorn att rapportera över avvikelsen. Denna till synes självklara slutsats begränsas dock på två sätt.

En första begränsning finns i det att det inte kan uteslutas att det kan vara försvarligt att revisorn ett räkenskapsår väljer att begränsa granskningen av områden som kan vara väsentliga ur ett värdepappersmarknadsperspektiv, givet att detta är berättigat ur ett revisionellt väsentlig-

<sup>25</sup> Jfr Diamant, a.a., s. 387.

hets- och riskperspektiv. Som exempel kan nämnas en revision i ett bolag med många filialer. För det fall revisorn tidigare år har konstaterat att bolagets interna kontroll rörande verksamheten i filialerna är god torde han kunna begränsa sin revision till att kontrollera att den interna kontrollen är på plats och att närmare granska verksamheten i filialerna stickprovvis vilket innebär att inte samtliga filialer granskas varje år. Skulle ett väsentligt redovisningsfel uppkomma i en av de filialer som inte är föremål för revision detta år kommer det inte heller att omfattas av revisorns rapportering. Tillspetsat kan sägas att ju mer komplext det reviderade bolagets verksamhet och struktur är, desto större är risken för att revisionen inte alltid kommer att täcka alla de frågor som i efterhand visar sig vara väsentliga ur ett värdepappersmarknadsperspektiv.

En andra begränsning av betydelse är att det inte alltid är möjligt att *klart* konstatera vad som utgör en väsentlig avvikelse från en redovisningsstandard. Sambandet mellan de regler som styr revisionsklientens beteende respektive revisionens innehåll påverkar också förutsättningarna för att revisorn ska ha en rapporteringsplikt. Eftersom revisorn i huvudsak ska rapportera över väsentliga avvikelser från det förra regelverket kommer hans rapportering att påverkas av klarheten i detta regelverk. På grund av sambandet mellan de två regelverken kan revisionen aldrig bli bättre än den underliggande handlingsdirigerande regleringen tillåter. Är detta regelverk oprecist eller vagt kommer det att smitta av sig på resultatet av revisionen. Ju större otydligheter som denna reglering innehåller desto svårare blir revisionen att genomföra.

IFRS är strukturerad på så sätt att kraven på redovisningen i delar inte är klart uttalade utan baseras på ett antal principer vars innehåll inte alltid är närmare specificerat. Det sagda kan belysas med p. 116 i IAS 1. Enligt standarden ska ett företag i noterna lämna upplysning om de viktigaste antagandena om framtiden och andra viktiga källor till osäkerheter i uppskattningar på balansdagen, som innebär en betydande risk för en väsentlig justering av de redovisade beloppen för tillgångar och skulder under nästkommande räkenskapsår. När det gäller dessa tillgångar och skulder, ska noterna innefatta uppgifter om deras karaktär, och deras redovisade värde per balansdagen.

Enligt min mening ställer en dylik rapporteringsregel ett oklart krav på den finansiella rapporteringen. I förlängningen påverkar denna oklarhet, utifrån vad som ovan sagts, också revisorns möjligheter att

avgöra förekomsten av väsentliga avvikelser från standarden.<sup>26</sup> Därmed blir också utfallet av revisionen svårare att tolka vilket också påverkar revisionsberättelsens användbarhet för marknads aktörer.

När det gäller den *löpande informationen* som ett börsnoterat bolag ska lämna inrymmer de rättskällor som behandlar innehållet i god revisionsred idag inga uttalanden om hur revisorn ska förhålla sig till eventuella förväntningar på rapportering i värdepappersmarknadens intresse utanför den som lämnas i revisionsberättelsen.<sup>27</sup>

Av 9 kap. 41 § ABL följer att en revisor inte till en enskild aktieägare eller till någon utomstående obehörigen får lämna upplysningar om sådana bolagets angelägenheter som revisorn får kännedom om när han fullgör sitt uppdrag, om det kan vara till skada för bolaget. ABL:s regler är konstruerade på så sätt att revisorns tystnadsplikt genombryts i två fall. För det första gäller detta om han lämnat uppgifterna *behörigen*. För det andra om han visserligen inte lämnat uppgifterna *behörigen* men det *inte är till skada för bolaget*. Av FAR SRS yrkesetiska regler (regel 5) följer att en revisor inte får röja sådana sakförhållanden eller uppgifter för utomstående som han har fått kännedom om i sin yrkesutövning, om revisorn inte har upplysningsplikt enligt författning, professionell skyldighet eller rätt att yttra sig eller behörigt tillstånd i övrigt. Revisorn får inte heller utnyttja sådan information på ett sätt som är till fördel för revisorn själv eller till skada eller nytta för någon annan.

Rätten att lämna information är dock enligt FAR SRS yrkesetiska regler begränsad genom att revisorn i en situation där det lämnas ett samtycke till informationslämnande även ska iaktta det berättigade

<sup>26</sup> Härvid kan framhållas att Revisorsnämnden i sin praxis har konstaterat att oklarheter i de regelverk som styr revisionsklientens agerande också innebär att utrymme för kritik för dålig revision minskar. Jfr också RÅ 1996 ref. 83.

<sup>27</sup> Noteras kan dock att FAR SRS i sitt numera upphävda uttalande RevU 9 – Revisorns rapportering i börsbolag vid avvikelser från redovisningsrådets rekommendationer – uttalade att revisorn, med stöd av 9 kap. 35 § ABL, ska anmärka på väsentliga överträdelser av Redovisningsrådets rekommendationer. Som grund för denna skyldighet angav FAR SRS att det vid den aktuella tidpunkten framgick av Stockholmsbörsens noteringsavtal att de noterade bolagen i årsredovisningen skulle omnämna avvikelser från Redovisningsrådets rekommendationer som var av inte oväsentlig betydelse under rubriken ”Redovisningsprinciper”. Härvid ska avvikelserna motiveras. Uttalandet var begränsat till att enbart gälla avvikelser från Redovisningsrådets rekommendationer.

intresset hos andra intressenter än det reviderade bolagets. Som exempel nämns att revisorn inte bör godta att lämna fortlöpande information till en kreditgivare enligt en generellt utformad fullmakt eftersom detta skulle kunna äventyra omvärldens förtroende för revisorns opartiskhet och självständighet. Den information som kreditgivare behöver bör enligt FAR SRS yrkesetiska regler som regel i stället begäras från bolaget.

Eftersom den löpande rapporteringsskyldighet som ett börsnoterat bolag har enligt LVM (15 kap. 6 §) inte korresponderar direkt mot någon revisionell rapporteringsregel vare sig vad gäller underlåten rapportering eller kvaliteten på lämnad information, är utgångspunkten att revisorn inte heller har någon rapporteringsplikt vid bolagets överträdelser av denna skyldighet. Det som trots detta gör bolagets informationsplikt enligt denna bestämmelse speciell är att alla aktiebolag är skyldiga att lämna de ovan redovisade upplysningarna i förvaltningsberättelsen i enlighet med kraven i 6 kap. 1 § ÅRL. Eftersom förvaltningsberättelsen är en del av den årsredovisning som ska revideras åligger det revisorn att, utifrån principerna om väsentlighet och risk, granska informationen i förvaltningsberättelsen. Saknas relevant information ska han i revisionsberättelsen påtala detta samt om möjligt lämna sådan information.

En jämförelse mellan kraven på innehållet i förvaltningsberättelsen respektive kraven på löpande information enligt 15 kap. 6 § LVM visar att ett börsnoterat bolags plikt att löpande lämna information enligt LVM i delar innehållsmässigt korresponderar mot informationskraven enligt ÅRL. Det finns härmed ett utrymme för att hävda att det kan finnas en möjlighet för revisorn att i sin revisionsberättelse lämna delar av den information som klienten ska ha lämnat löpande.

Vad gäller övriga värdepappersrättsliga krav på löpande information från de börsnoterade bolagen till värdepappersmarknaden verkar de skilja sig från det allmänna kravet på offentliggörande av finansiell information såtillvida att de inte synes korrespondera mot någon för revisorn bindande gransknings- eller rapporteringsregel. Revisorns granskning av och rapportering över eventuella brister i bolagets värdepappersrättsliga rapportering kommer därmed i den delen att bli en del av förvaltningsrevisionen. Frågan är i vilken mån detta kan komma att påverka revisorns rapportering.

Förvaltningsrevisionen är som angetts tidigare inriktad på hur det granskade bolagets styrelseledamöter och verkställande direktör har skött förvaltningen av bolaget. Rimligtvis borde revisionen av ett börsnoterat bolag också omfatta frågan om bolaget har lämnat nödvändig information till värdepappersmarknaden.

Som regeln i ABL (9 kap. 33 §) är utformad torde detta gälla om överträdelsen av rapporteringskraven medför en ersättningskyldighet för styrelseledamot eller verkställande direktör. I dessa fall är revisorns rapporteringskyldighet inte begränsad. Så är fallet om styrelsen eller den verkställande direktören åsidosätter sina skyldigheter att tillse att bolaget lämnat information i sådan omfattning att bolaget drabbas av en påföljd från börsens sida som innebär en ekonomisk skada för bolaget. Som exempel kan nämnas den situationen att bolaget avnoteras från börsen eller blir ådömt vite.

Annorlunda förhåller det sig om fråga är om sådana överträdelser av värdepappersrättsliga regler som inte medför en skadeståndsskyldighet för bolagets styrelse eller verkställande direktör. I dessa fall är revisorns rapporteringsutrymme enligt ABL begränsat till överträdelser av ABL, ÅRL och bolagsordningen. Frågan är om det trots detta kan finnas ett utrymme för revisorn att rapportera över brister i den finansiella informationen till marknaden. Det kan nämligen hävdas att ett rimligt antagande är att marknadens aktörer förväntar sig att revisorn ska anmärka på samtliga brister i det noterade bolagets informationsgivning, givet att den information som inte har lämnats hade påverkat kursen på bolagets aktier om den hade varit känd. En sådan rapporteringsplikt borde då också innefatta det börsnoterade bolagets åsidosättande av väsentligare bestämmelser i börsens regelverk eller Koden.

Ur ett revisionellt (civil- och näringsrättsligt) perspektiv är denna slutsats inte lika given. De civilrättsliga rapporteringskraven är tillkomna genom en intresseavvägning mellan klientens intresse av sekretess rörande väsentliga förhållanden å ena sidan och intressenternas behov av information å andra. Den av lagstiftaren gjorda intresseavvägningen har resulterat i att bolagsstämman – i egenskap av ett aktiebolags högsta beslutande organ – har fått kompetens att utöka revisorns gransknings- och rapporteringsuppdrag, respektive en rätt för revisorn att lämna sådan information som han anser bör komma aktieägarna till

känna.<sup>28</sup> Denna senare informationsrätt är dock förenad med vissa begränsningar till skydd för bolaget.<sup>29</sup>

Jag menar därför att den tystnadsplikt som utgör huvudregeln för revisorer inom ramen för den civil- och näringsrättsliga regleringen hindrar revisorn att rapportera över bristande efterlevnad av de krav som följer av såväl börsens regler som Koden.

En invändning som möjligtvis kan göras mot det sagda är att Koden i de delar som rör styrelsearbetet anknyter till kraven på styrelsen i ABL:s sjunde kapitel men med en ”högre ambitionsnivå än ABL:s och andra reglers minimikrav.”<sup>30</sup> Detta skulle kunna tolkas som att Koden i dessa delar utgör en anvisning för hur styrelsearbetet i ett börsnoterat företag ska skötas. Jag är personligen tveksam till en sådan syn på Kodens regler. Ett av skälen till detta är att Koden bygger på mekanismen ”följ eller förklara”. Den innebär att bolagen inte vid varje tillfälle måste följa alla regler i Koden utan kan välja andra lösningar som bedöms bättre svara mot omständigheterna i det enskilda fallet. En dylik avvikelse från reglerna måste i så fall förklaras. Detta system medför att Koden anger vad som ofta – men inte nödvändigtvis alltid – kan anses utgöra god sed för bolagsstyrning i olika frågor. För det enskilda bolaget kan andra lösningar än de som Koden anger mycket väl innebära bättre bolagsstyrning. En sådan handlingsnorm är emellertid enligt mitt förmenande för vag för att kunna grunda ett rapporteringskrav för revisorn.

Av det ovan sagda följer att en fråga av betydelse för revisorns rapportering av sådana brister i den löpande informationen till marknaden som faller utanför räkenskapsrevisionen är effekterna av dessa brister. Undersökningen ovan har visat på att oklarheter i de underliggande regelverken påverkar revisionen. När det gäller revisionen av ett börsnoterat bolags förvaltning påverkas det underliggande regelverket också av börsens regler. Utrymmet för revisorn att rapportera över brister i ett börsnoterat bolags informationsgivning till börsen påverkas nämligen av de sanktioner som börsen de facto meddelar vid olika brister i informationsgivningen. För att revisorn, utan hinder av tystnadsplikten, ska kunna rapportera över brister i informationsgivningen måste det stå

<sup>28</sup> Se 9 kap. 4 och 35 §§ ABL.

<sup>29</sup> Jfr prop. 1975:103, s. 433.

<sup>30</sup> Se Koden avsnitt 5.

klart att sanktionen från börsens sida kommer att innebära att bolagets styrelse eller dess verkställande direktör kan drabbas av ett skadeståndsansvar mot bolaget och att detta ansvar är så väsentligt att revisorns gransknings- och rapporteringsplikt utlöses. Ju mindre benägna övervakningsfunktionerna är att vidta åtgärder mot de noterade bolagen som får ekonomiska konsekvenser för dem, som i sin tur kan föranleda ett skadeståndsansvar för styrelseledamot eller den verkställande direktören, desto mindre blir rapporteringsområdet för revisorn. Av betydelse för rapporteringssystemets effektivitet blir därmed den sanktionspraxis som utvecklas på värdepappersmarknaden.

## **Sammanfattning och avslutande anmärkningar**

Genomgången i denna uppsats visar att värdepappersregleringen numera identifierar informationsgivningen från de noterade bolagen till marknadens aktörer som en viktig del av skyddsmekanismerna på värdepappersmarknaden. Genom att de börsnoterade bolagens redovisning och förvaltning granskas av en oberoende revisor innan den aktuella informationen görs offentlig, blir även revisionen en betydelsefull del av säkrandet av konsumentskyddet på, och tilltron till, värdepappersmarknaden.

Föremål för denna studie har varit den informationsplikt som ett börsnoterat aktiebolag har. Ett aktiebolags informationsgivning till dess intressenter sker främst genom dess årsredovisning. Informationsgivningen i den delen styrs framför allt genom regleringen i ABL och ÅRL. Ett börsnoterat bolag har därutöver skyldighet att lämna information till börsen, en skyldighet som följer av den värdepappersrättsliga regleringen i LVM, börsens regelverk och Koden. Enligt dessa regler är bolaget skyldigt att lämna information till värdepappersmarknaden dels löpande, dels periodiskt. Skyldigheten att lämna information periodiskt innebär att bolaget ska upprätta och offentliggöra dels delårsrapporter, dels en årsredovisning.

För att revisorn ska kunna informera marknaden om avvikelser från bolagets informationskyldighet krävs att de omfattas av revisorns gransknings- och rapporteringsplikt. Genomgången ovan visar att revisorn har en sådan vad gäller årsredovisningen och i vart fall en av delårsrapporterna. Motsvarande informationsutrymme saknas dock i fråga om bolagets överträdelser av skyldigheten att löpande lämna informa-

tion till värdepappersmarknaden. När det gäller den löpande informationen, blir därför frågan om revisorn ska granska och rapportera över bolagets informationsgivning inom ramen för förvaltningsrevisionen. Avgörande för prövningen av denna fråga är om underlåtenhet att fullgöra informationsskyldigheten i det enskilda fallet skulle kunna leda till skadeståndsskyldighet för bolagets styrelseledamöter eller verkställande direktör. Denna fråga är i sin tur bland annat kopplad till frågan om brister i informationsgivningen skulle kunna leda till disciplinära åtgärder mot bolaget enligt börsens regelverk.

Brister i bolagets löpande informationsgivning till värdepappersmarknaden som inte kan leda till skadeståndsskyldighet för någon styrelseledamot eller bolagets verkställande direktör omfattas således inte av revisorns rapporteringsplikt. Detta innebär att det finns en asymmetri mellan bolagets respektive revisorns informationsskyldighet gentemot marknaden.

Motsvarande asymmetri finns även vad gäller tidpunkten för revisorns rapporteringsmöjligheter rörande det börsnoterade bolagets skyldigheter att lämna löpande information i relation till tidpunkten för bolagets informationsplikt. Revisorns rapporteringsmöjligheter är begränsade genom att han endast kan kommunicera externt genom sin granskningsrapport över delårsrapporterna samt genom revisionsberättelsen. Ur ett värdepappersrättsligt perspektiv innebär detta att revisorns information når marknaden tidigast efter räkenskapsårets utgång och senast fyra månader därefter. Med hänsyn till marknaden intresse av att få tillgång till relevant information så snart som möjligt är detta naturligtvis för sent. Det finns därmed skäl att ifrågasätta om inte marknaden behov av information bättre tillgodoses genom en mer periodisk granskning av de börsnoterade bolagen. En sådan kan t.ex. tillskapas genom att man uppställer krav på att de börsnoterade bolagens delårsrapportering ska vara föremål för revisors granskning.

Ur värdepappersmarknadens perspektiv kan det ifrågasättas om ett regelverk som ger upphov till asymmetri mellan olika samverkande krav som ska tillgodose samma syften är lämpligt utformat. Information om väsentliga förhållanden grundade på överträdelse av grundläggande krav på den verksamhet som börsnoterade aktiebolag bedriver, och som kan påverka kursen på bolagets noterade aktier, bör komma till marknaden kännedom alldeles oavsett om det rör sig om överträdelse av ABL, annan lag eller övriga normer för bolagets agerande. Samtidigt bör i detta sammanhang påpekas att såväl de associationsrättsliga som



värdepappersrättsliga reglerna utpekar det börsnoterade bolaget som primärt ansvarigt för informationsgivningen. Värdepappersmarknaden bör därför primärt efterfråga relevant information direkt från de noterade bolagen. Men man kan emellertid inte bortse från att revisorns verifierande funktion just ska överbrygga delar av det kunskapsunderläge som de noterade bolagens intressenter har rörande bolagens interna förhållanden. Frågan är därför om det är möjligt att argumentera för att det ändå borde finnas en informationsplikt för de noterade bolagens revisorer rörande bristande efterlevnad av de krav det värdepappersrättsliga regelverket ställer på bolagen.

En alternativ legal grund för revisorns åligganden skulle kunna utgöras av det faktum att revisorns uppdrag är att revidera ett börsnoterat bolag. Det kan nämligen hävdas att revisorns avtal med bolaget påverkas av den omständigheten att bolagsstämman beslutat att börsnotera bolaget. Härigenom läggs en ytterligare handlingsplikt på styrelsen vilket i sin tur påverkar förvaltningsrevisionen. Det är därför möjligt att hävda att det i revisorns uppdrag, såsom det har utformats av stämman, ligger att granska om styrelsen och den verkställande direktören har efterkommit skyldigheterna enligt börsens regelverk och Koden. En utvidgad gransknings- och rapporteringsskyldighet skulle därmed följa av stämmans implicita direktiv. Därmed uppkommer också en skyldighet för revisorn att uttala sig även om efterlevnaden av t.ex. börsens krav.

Argumentet om implicita undantag från revisorers tystnadsplikt kan i och för sig ifrågasättas. Eftersom tystnadsplikten utgör en central del av revisionen är det inte givet att en utvidgning av revisorns rapporteringsskyldigheter baserad på antaganden om implicita direktiv från stämman till revisorn är lämplig. Jag menar därför att en rapporteringsplikt för revisorn rörande andra regelöverträdelser än de ovan behandlade bör komma till tydligt uttryck i det värdepappersrättsliga regelverket. Med hänsyn till den tidigare beskrivna regelstrukturen förespråkar jag att det i börsens regelverk förs in en bestämmelse enligt vilken det noterade bolaget förbinder sig att, med stöd av ABL:s bestämmelser om stämmans rätt att utvidga revisorns uppdrag, i sin bolagsordning föreskriva att revisorn särskilt ska uttala sig om bolagets efterlevnad av börsens regelverk och Koden i de delar som rör den löpande informationsgivningen till marknaden.



# Regleringsteknik på export

*Kerstin Hermansson & Per-Ola Jansson*

I denna artikel förs fram argument för självreglering som en kompletterande regleringsmetod för att få till stånd ett principbaserat och överskådligt europeiskt regelverk för de finansiella marknaderna, vilket kan upprätthållas, efterlevas och utvecklas på ett verkningsfullt och effektivt sätt. Som ett led i detta föreslås att den europeiska regelbildningen tillförs behörighet och resurser för att medverka i och ta ställning till självreglering avsedd att gälla finansiella tjänster i EU eller stora delar av EU.

## Inledning

För den som följt vad som hänt i fråga om reglering av värdepappersmarknaden i Sverige under den senaste tioårsperioden ligger det nära till hands att sätta epitet europeisk på händelseförloppet. Den svenska värdepappersmarknaden i sig själv är måhända i någon mening alltjämt svensk, trots att impulserna och inflytandet i en allt stridare ström passerar våra gränser. I fråga om marknadsregleringen har europeiseringen emellertid kommit för att stanna. Avsikten med den europeiska regleringen är att den skall medverka till att skapa en gemensam och enhetlig europeisk värdepappersmarknad med gränsöverskridande konkurrens till nytta för den europeiska ekonomiska utvecklingen.

Till den här åsyftade europeiska regleringen räknas såväl traditionell lagstiftning som det slag av föreskrifter, vilket i Sverige utfärdas av Finansinspektionen.

Syftet att få till stånd en mera konkurrensutsatt europeisk värdepappersmarknad har till någon del redan uppfyllts och märks exempelvis i den omstrukturering som pågår i fråga om centrala infrastrukturer, hittills kanske mest uppmärksammat på börsområdet men också synbart i fråga om clearingfunktioner. Utvecklingen var på väg redan innan några av de centrala europeiska lagverken kommit på plats, men har underlättats av dessa. Man kan utgå från att den kommer att fortsätta

samtidigt som de utomeuropeiska marknadsinfluenserna kommer att bli allt mera märkbara.

Den globala finansiella kris som råder när detta skrivs har bland annat visat på nödvändigheten av samordnade insatser över gränserna för att komma till rätta med problemen, vilka med stor snabbhet spritt sig över världen som en följd av den finansiella marknadens numera påtagligt internationella prägel. I den fortsatta krisbekämpningen och i de regleringsinsatser som kan förväntas i dess efterföljd kan någon form av korsbefruktning mellan de europeiska, nordamerikanska och asiatisk-australiensiska värdepappersmarknaderna förväntas. Så småningom kan också andra lokala marknader knyts an.

Det finns skäl att anta att krisen kan skynda på en internationellt samordnad reglering även om man alltid har att räkna med en viss tröghet i harmoniseringen mellan de olika blocken. Trots att den moderna europeiska regleringen i många avseenden har påverkats och fortsatt kommer att påverkas av den amerikanska regleringen och i framtiden kommer att påverkas av globalt överenskomna principer, kan vi därför räkna med att tämligen länge få behålla epitet europeisk på vår värdepappersmarknadsreglering.

Den pågående finansiella krisen kan antas komma att medföra åtskillig ny reglering på det europeiska planet sannolikt med ett större inslag än tidigare av globalt överenskomna principer.

## **Europeisk marknadsreglering i ett krisläge**

Den nämnda europeiska lagstiftningen har tillkommit inom ramen för en handlingsplan för finansiella tjänster från början avsedd att vara genomförd år 2005, vilket dock inte helt och hållet lyckades. Den är dock nu i allt väsentligt genomförd. Vi återkommer kortfattat till den längre fram.

Inom EU förbereds en ny handlingsplan för finansmarknaden med inriktning på åren 2010–2015. Det finns därför särskild anledning att nu överväga vägvalen i denna. Sverige kommer att få goda möjligheter att påverka den och utvecklingen i dess spår, eftersom den beräknas bli antagen under hösten 2009, då Sverige är ordförandeland i EU.

Såväl i diskussionerna kring den nya handlingsplanen som i slutfasen av arbetet med den tidigare har från många håll, också från europeiska institutioner såsom den europeiska kommissionen och samarbetsorga-

nisationen för europeiska tillsynsmyndigheter på värdepappersområdet (Committee of European Securities Regulators, CESR), framhållits att självreglering genom marknadsaktörerna borde kunna spela en större roll i den framtida regleringen av den europeiska värdepappersmarknaden än hittills varit fallet. Den reglering som kan komma i den finansiella krisens efterföljd bör rimligen ställa väl så höga krav på marknadsaktörernas deltagande.

I den ganska hätska debatt som förts med anledning av den rådande finansiella krisen har från flera håll hävdats att marknads självreglering inte har fungerat och till och med att en för stark förlitan på den skulle ha varit en medverkande orsak till krisen. Påståendena har dock, såvitt vi kunnat finna, inte beledsagats av någon analys, som kunnat styrka dem. De får snarare ses som led i naturliga ifrågasättanden i en bekymmersam situation.

I det tillskott av regler som, oavsett orsakerna till krisen, helt visst kommer att införas som en följd av den vore det enligt vår uppfattning ett allvarligt fel att inte räkna in självregleringen som en metod att åstadkomma ett mera hållbart regelverk. En reglering utan aktiv medverkan från de närmast berörda är i de allra flesta fall inte tillräddig och skulle i fråga om den aktuella marknaden kunna få långsiktigt ytterst negativa effekter på marknads effektivitet till stor nackdel för samhällets kapitalförsörjning och den ekonomiska utvecklingen. Självreglering medför den mest uttalade formen av sådan medverkan. Om den tillgrips på områden där sanktionsbehov och intressekonflikter inte kräver myndighetsreglering kan den bidra till en sund utveckling av de finansiella marknaderna. Ett korrektiv mot brister i självregleringen finns alltid i att lagstiftaren kan träda in med egen reglering, som tar över från självregleringen.

Mot den angivna bakgrunden vore det naturligt för Sverige som ordförändeland i EU att visa på egna positiva erfarenheter av den inhemska regleringen och av den förhållandevis framgångsrika marknadsutveckling som ägt rum under det senaste kvartsseklet. Under denna tid har självreglering haft en inte oväsentlig roll att spela på värdepappersmarknaden i vårt land. Den senaste tidens negativa utveckling, driven av utomnationella orsaker, ger inte anledning till en principiellt annan syn på den svenska marknaden och dess reglering än den positiva som under lång tid varit rådande. De jämförelsevis goda svenska erfarenheterna av självregleringen som regleringsform borde kunna framhållas som förebilder, när handlingsplanen läggs fast. Detta kan tyckas natur-

ligt då självregleringen, som nämnts, redan fått vissa förordanden från bland annat europeiskt lagstiftarhåll. Även om det svenska ordförandeskapet i första hand måste inriktas på offentliga insatser, är det viktigt att dessa samordnas med privata marknadsinitiativ, exempelvis i fråga om självreglering, så att bästa möjliga totala effekt åstadkoms. Den nya handlingsplanen bör således ge utrymme för självreglering där en sådan kan visa sig mest lämpad för att uppnå ett överskådligt, logiskt och pedagogiskt uppbyggt regelverk. Det kan ske bland annat genom att mandat ges åt CESR att så långt det behövs medverka till självreglering och att därvid tillhandahålla en mekanism som kan behövas för att regleringen ska accepteras i så många medlemsländer som möjligt. Vi återkommer till vad som kan behövas i fråga om ett sådant mandat.

Vi vill således peka på att det i planeringen av regleringen av värdepappersmarknaden inför åren 2010–2015 finns anledning att lyfta fram självreglering som metod att jämsides med andra regleringsformer förfina det nuvarande europeiska regelverket, vilket därigenom skulle kunna ges en mera principbaserad inriktning än det gällande mycket detaljinriktade. Därigenom skulle regleringskostnaderna kunna hållas nere till gagn för marknadsutvecklingen och för att nå de mål om en konkurrenskraftig europeisk värdepappersmarknad, som är det främsta uppsatta målet för den europeiska regleringen på området. Här ligger att den ska vara kostnadseffektiv, trygg och tillförlitlig. För att med framgång kunna gå åt det hållet kan man hävda att självreglering är en viktig ingrediens och en förutsättning för en minskad detaljnivå i det EG-rättsliga ramverket för värdepappersmarknaden. Detta uppfattas på många håll som mycket betungande med alla detaljer och därför ibland svårt att iakttä.

Den globala finansiella kris som råder när detta skrivs har redan resulterat i ett antal akut inriktade åtgärder av myndigheter i olika länder, vilka har samordnats över gränserna för att få bästa effekt. Därjämte har rent nationella åtgärder vidtagits för att komma till rätta med inträffade svårigheter. Vi ska inte här onödigt brådstörtat med anledning av krisen föreslå ny reglering med en mera långsiktig inriktning. Någon tvekan kan dock inte råda om att krisen kommer att analyseras med avseende just på detta behov med trolig följd att en hel del ny reglering mycket väl kan komma till stånd. Analysarbetet har redan inletts, men måste enligt vår uppfattning fördjupas när krisen bättre kan överblickas för att ge bästa möjliga underlag för de marknads- och regeländ-

ringar som kan påkallas. Vissa förslag till långsiktiga ändringar av bestående regelverk har emellertid redan lagts fram.

Den lätt förklarliga kritik, som riktas mot effektiviteten i den finansiella regleringen när marknaden kommit i gungning, får inte i felriktad välmening leda till att en överdos nya regler stöps i rent politiska former. För att den finansiella marknaden ska kunna bidra till återhämtning och ett effektivt framtida kapitalutnyttjande måste den kunskap som finns i dessa marknader tas till vara också i den reglering som blir en följd av krisen.

En lärdom som redan kan dras av den finansiella krisen är vilken genomgripande betydelse för samhället de finansiella marknaderna, däribland värdepappersmarknaden, har. Detta visar att tillgängliga krafter måste sättas till för att vända utvecklingen så att de finansiella marknaderna i framtiden lämnar sitt nödvändiga bidrag till samhället utan att marknadsriskerna får falla ut med så omvälvande följder som nu skett. Alla krafter måste samverka för detta, såväl myndigheterna som ska värna samhällsutvecklingen som de finansiella företagen, vilka för sin fortlevnad är beroende av att deras marknad fungerar. Detta skapar förutsättningar för att de med gemensamma krafter ska kunna angripa problemen. En form för sådan samverkan är att de var och en bidrar med den reglering av marknaden som kan vara påkallad. Därvid kan marknadsaktörerna och deras företrädare bidra med sin form av reglering, det vill säga självreglering.

För att nå framgång med självreglerade inslag till komplettering av den offentliga lagstiftningen förutsätts givetvis att marknadsaktörerna själva är beredda och har möjlighet att på ett trovärdigt sätt ta på sig ett regleringsansvar.

## **Något om självreglering på den svenska värdepappersmarknaden**

Vi avser inte att här i detalj diskutera självregleringen som sådan, utan vill bara ange några ramar som introduktion till den fortsatta framställningen.

En enhetlig definition av vad som menas med självreglering är svårt att finna. Frågan måste emellertid vara om reglering i någon form, beslutad av privata företrädare för den verksamhet eller marknad som regleringen, ska omfatta. I 2006 års JT-föreläsning om självregleringen på

den svenska värdepappersmarknaden (i förkortad form återgiven i Juridisk Tidskrift 2006 s. 553 ff.) har Johan Munck med hänvisning till annan källa beskrivit självreglering så att den avser åtgärder som i systematiserad form vidtas av ett företag, en bransch eller hela näringslivet och som syftar till att förebygga eller lösa problem i förhållande till konsumenter eller andra. Utan att vi här går djupare in på definitionsfrågan kan den beskrivningen här tjäna som ett riktmärke.

Självregleringen på den svenska värdepappersmarknaden har en tämligen lång historia. Även om den skulle kunna härledas längre tillbaka, framför allt med anknytning till äldre tiders börsverksamhet, brukar den i sin moderna internationella form räkna sitt ursprung i den privata reglering under myndighetstillsyn som var, och alltjämt är, ett viktigt komplement till den amerikanska lagstiftningen från början av nittonhundratrettioalet. Denna tillkom i spåren av den stora börskraschen i slutet av tjugotalet.

Den moderna svenska självregleringen är av senare datum, men har likväl fungerat under flera decennier. Dess födelse brukar anges vara när Näringslivets Börskommitté kom till i början av sjuttioalet och senare följdes av Aktiemarknadsnämnden. Därefter har det tillkommit också annan självreglering, exempelvis utförd av Svenska Fondhandlareföreningen, till vilken systemet med licensiering av anställda i den svenska värdepappersmarknaden genom föreningens dotterbolag SwedSec AB hör. Till området för självreglering hör också den svenska Koden för bolagsstyrning. Att den, efter tillkomst i delvis statlig regi, blivit en del av den svenska självregleringen har visat sig värdefullt, då den därigenom successivt kunnat anpassas till praktiska erfarenheter och behov. Därigenom har den accepterats också av dem som från början var tveksamma till den. Den utbredda acceptansen har gjort att den utan tvekan medverkat till att stärka förtroendet för det svenska näringslivet.

Fast en hel del av de områden som omfattas av svensk självreglering nu har täckts in av den europeiska lagstiftningen och gjort den inaktuell eller obehövlig återstår alltjämt så mycket av den att det fortfarande är möjligt att påstå att den svenska värdepappersmarknaden mera än andra nationella marknader förlitar sig på självreglering. Det är mot den bakgrunden man ska se rubriken till denna artikel, varvid tanken knappast kan vara att vidga tillämpningen av den svenska självregleringen till ett europeiskt plan, utan snarare att för andra påvisa de möjligheter som ligger i att utnyttja självreglering som metod för normgivning.



Ett särskilt intressant inslag, på gränsen till den svenska självregleringen, utgörs av en tämligen ny uppgift för Aktiemarknadsnämnden bestående i att på delegation av Finansinspektionen ha som uppgift att fatta beslut i frågor om erbjudandeplikt enligt den på europeisk grund vilande, några år gamla svenska lagstiftningen på området. Att på detta sätt till ett privat organ, som hittills varit helt inriktat på självreglering, delegera en lagstöd uppgift vilken normalt borde ligga på en myndighet kan tas som ett tecken på tilltro till nämnden och till självregleringen. Även om det finns anledning att göra åtskillnad mellan ren självreglering och reglering via ett självregleringsorgan med stöd av delegerad normgivning så markerar detta uppdrag den svenska självregleringens starka ställning.

Självreglering som alternativ och komplement till lagstiftning och annan myndighetsreglering brukar anses ha några särskilt starka sidor. Viktigast är att den formuleras och beslutas av de parter som själva är direkt berörda av regleringen och att den därför anses tillkommen med utnyttjande av expertis med utomordentlig insikt i de förhållanden som ska regleras. Den kan därigenom bli såväl smidig som effektiv. Det förhållandet att aktörerna själva stått bakom dess tillkomst brukar också anföras som ett skäl till att de har en särskilt stark benägenhet att iakttä den. Dessa styrkefaktorer har naturligtvis inte samma dignitet på alla områden, varför det är viktigt att göra klart var självreglering passar in och var den inte gör det.

Ytterligare en styrka hos självregleringen värd att lyfta fram är den snabbhet och effektivitet med vilken den kan genomföras och, vid behov, förändras. I Sverige har det vid flera tillfällen förekommit att uppkommande problem har bemästrats med självreglering, varefter motsvarande regler i ett senare skede tagits över i myndighetsregleringen, vanligen i föreskrifter och allmänna råd av Finansinspektionen. Som ett exempel kan nämnas att den så kallade IT-bubblan och därmed sammanhängande så kallade corporate scandals i USA föranledde en internationell debatt om analytikers oberoende. För att tydligt markera detta i Sverige ställdes år 2002 med snabbt genomförande krav genom självreglering på svenska analytiker bland annat att i samband med publicering av analyser ange sina egna värdepappersinnehav. Först flera år senare införlivades sådana krav i Finansinspektionens regler.

Stundom nämns bristen på tillsyn eller övervakning och stränga sanktioner som en svaghet hos självregleringen. Detta behöver dock inte vara fallet. Många gånger är kontraktuella sanktioner, vilka kan

knytas till vissa former av självreglering, minst lika effektiva som sanktioner baserade på lagstiftning. Det har kunnat ske genom att företag i avtal åtagit sig att följa regleringen, exempelvis i samband med att deras aktier noterats på en börs. Till viss självreglering finns dock inte knuten några direkta sanktioner, utan den förlitar sig på fördömanden i marknaden eller av kunderna vid brott mot regleringen. Av självregleringens tillskyndare brukar också sådana reaktioner anses som effektiva remedier. Vi tror dock inte att detta slag av självreglering kan få någon större betydelse på ett internationellt plan.

I och med sin nära anknytning till den reglerade verksamheten brukar det anses att självreglering fungerar särskilt väl, när den stöds av tydliga affärsmässiga incitament att medverka till att osäkerhet undanröjs och förtroende skapas och vidmakthålls för viss verksamhet, för utövarna av denna eller de tillhandahållna tjänsterna (produkterna) i den. När det här och fortsättningsvis talas om affärsmässiga incitament måste det förstås i ett kollektivt perspektiv, eftersom regleringen regelmässigt utförs, inte av de enskilda affärsdrivande företagen, utan av företrädare för dem som kollektiv. Affärsmässigheten får då anses ligga i att de företag och de marknadssegment som omfattas av regleringen för den långsiktiga verksamheten har en generell nytta av att regleringen får en viss omfattning exempelvis för att upprätthålla förtroendet för marknaden och därigenom erbjuda företagen goda affärsmöjligheter i den.

Det finns, enligt vår uppfattning, anledning att i arbetet med den framtida europeiska regleringen av värdepappersmarknaden påvisa de positiva erfarenheterna av den svenska självregleringen och pröva om motsvarande slag av reglering kan användas också på det europeiska planet.

Skälen till att vi anser att självreglering kan spela en roll också på ett europeiskt plan som den gjort i Sverige är, förutom vad som redan framgått, att ytterligare reglering kan komma att påkallas av strävan efter en samordnad europeisk värdepappersmarknad, jämte den pågående finansiella krisen. För att nå det eftersträvade målet är det då viktigt att de praktiska erfarenheterna av marknadens funktion som finns hos dem som är verksamma i denna marknad tas till vara, såsom har skett där självreglering kunnat ske i Sverige. Detta kan visserligen ske i den formen att de deltar i konsultationsprocessen, men deras bidrag kan rimligen komma marknaden till större nytta vid deras direkta medverkan i regleringsprocessen. De genom lagstiftning angivna ramarna och myn-

digheternas möjligheter att gripa in med egen reglering bör utgöra en tillfredsställande garanti mot att marknadsaktörerna skulle skapa egna fördelar på andras bekostnad.

## **EG-rättslig reglering av värdepappersmarknaden åren 1998–2008**

De senaste årens intensiva europeiska reglering av värdepappersmarknaden har, som nämnts, tillkommit inom ramen för en handlingsplan för finansiella tjänster, vilken för det mesta omnämns vid sin engelskspråkiga beteckning Financial Services Action Plan, eller förkortat FSAP. Den pekade från början ut ett fyrtiotal lagstiftningsprojekt, vilka i stort sett nu alla har genomförts. För svenskt vidkommande kan nämnas att planen bland mycket annat har resulterat i lagstiftning om marknadsmissbruk med bestämmelser riktade mot exempelvis otillåten insiderhandel och prismanipulationer. Sedan slutet av år 2007 finns som en del av planen en omfattande lagstiftning, i Sverige genom lag om värdepappersmarknaden, med bestämmelser om värdepappersrörelse, börsverksamhet, clearingverksamhet med mera. Även om inte allt är nytt i den nya lagstiftningen, utan delar har kunnat tas över från tidigare gällande lagar, har nyheterna varit så många och påfrestningarna till följd av den intensiva lagstiftningstakten varit så stora för alla berörda – europeiska myndigheter, nationella lagstiftare, tillsynsmyndigheter och marknadsaktörer – att en form av utmattning och måttnad har inträtt när planen i allt väsentligt nu har genomförts. För marknadsaktörerna är det nu viktigt att anpassa sig till de nya regelverken och utnyttja dem i sin affärsverksamhet, i linje med det grundläggande syftet att få till stånd en förstärkt och vital europeisk värdepappersmarknad.

Trots handlingsplanens omfattning finns alltså några områden av värdepappersmarknaden, som av de europeiska myndigheterna anses påkalla ytterligare samordnad europeisk reglering. Det gäller exempelvis clearing av värdepapperstransaktioner och krav på information till konsumentkunder, på engelska retail clients. Också från marknadsaktörernas sida har det framförts önskemål om vissa klagoranden sammanhängande med att en stor del av handlingsplanen har genomförts med utnyttjande av direktiv följda av därpå vilande nationell lagstiftning med en del såväl större som smärre skillnader mellan medlemsländerna som en konsekvens. För att underlätta och förbilliga gränsöver-

skridande verksamhet kan därför en ytterligare harmonisering på vissa områden ligga i deras intresse. Vartefter harmoniseringen av själva värdepappersmarknaden går vidare kommer helt säkert krav att ställas på ensartade regelverk också på andra områden. Man kan exempelvis tänka sig sådana krav i fråga om insättningsgaranti och investerarskydd inte minst som en följd av den pågående finansiella krisen.

I den strävan efter fullharmonisering som förekommer må en jämförelse göras med idrottsvärlden, exempelvis fotboll, vars internationella utbredning vore omöjlig om reglerna inte vore desamma i alla länder där klubblag och landslag möts och skördar framgångar. Detsamma kan i hög grad sägas gälla om värdepappersmarknaden. Den nämnda mättnadskänslan har emellertid gjort att såväl europeiska myndigheter som nationella myndigheter i flera medlemsländer liksom många marknadsaktörer – åtminstone innan den pågående krisen blossade upp – har uttalat sig för andra former av reglering än den lagstiftningsmodell på vilken handlingsplanen väsentligen vilat.

I kölvattnet på den rådande oron på de globala finansmarknaderna pågår för närvarande ett omfattande internationellt arbete med avseende på kapitaltäckningsregler, liksom på utformning av krav på ratingföretag och deras verksamhet. Också den finansiella tillsynen berörs av samordningssträvandena till förekommande av framtida kriser och syftande till ordning, reda och öppenhet. Vidare pågår ett europeiskt arbete tillsammans med länder utanför EU inriktat på att olika länder ska kunna godta varandras lagstiftning, liksom andra regler och tillsyn, såsom likvärdiga med de egna, med en engelsk beteckning kallat mutual recognition. Här kan nämnas pågående diskussioner mellan europeiska myndigheter och US Treasury samt Securities and Exchange Commission, SEC, i USA.

## **Principen om bättre reglering**

Grundat på dittills inhämtade erfarenheter av den nu väsentligen fullföljda handlingsplanen för finansiella tjänster utfärdade den europeiska kommissionen mot slutet av år 2005 en så kallad vitbok angående det framtida europeiska arbetet på samma fält, White Paper on Financial Policy 2005–2010. Den innehåller som ett genomgående tema att bättre reglering ska känneteckna framtiden än vad som dittills åstad-

kommits. Ambitionerna uttrycks med sådan kraft att de fått formen av ett program kallat ”the better-regulation-agenda”.

Programmet för bättre reglering inkluderar ett stort antal åtaganden för att uppnå ett väl fungerande gemensamt regelverk inom EU. Det finns med som ett naturligt inslag i de planer som lagts för det fortsatta arbetet och kommer helt visst att ha stor betydelse vid fastställande av den handlingsplan som ska gälla för åren 2010–2015.

Bland åtgärder som ska befrämja en bättre reglering nämns i vitboken särskilt att konsultationsprocessen i arbetet med ny reglering ska avsevärt förstärkas och effektiviseras. Vidare sägs att långt mera djupgående konsekvensanalyser ska genomföras än tidigare. Förmågan att genomföra implementeringen av nya regler hos medlemsländerna ska bättre än tidigare iakttas och samordningen med befintliga regelverk ska bli bättre. Det naturliga konstaterandet gör att allt detta kommer att kräva ett mycket mera aktivt deltagande i processen av praktiskt verk-samma marknadsexperter, det vill säga avsikten är att utnyttja just den främsta styrkefaktorn hos självregleringen.

I vitboken sägs också att det är nödvändigt att för framtiden tillse att den administrativa bördan till följd av regelverken minskar. Detta ligger i linje med vad som tidigare sagts om principbaserad reglering som ett led i att få ner regleringskostnaderna.

Som en fortsättning på vitboken har kommissionen utarbetat en form av manual för konsekvensanalyser. Dessa Impact Assessment Guidelines går längre ner i praktiska detaljer än vitboken. Därvid görs påpekanden i linje med det sagda om att när ett regleringsbehov har konstaterats en bedömning ska göras om självreglering kan och bör vara en metod att använda i stället för lagstiftning. Motsvarande uttalande har gjorts under det fortsatta arbetet.

## **Europeisk självreglering, några erfarenheter och hittills väckta förslag**

För att få till stånd en samordnad och effektiv europeisk värdepappersmarknad är det av stor vikt att clearingen av genomförda värdepapperstransaktioner kan utföras utan stora kostnader och svårigheter betingade av att affärer överskrider nationella gränser. Samtidigt är clearingen en av de tekniskt och praktiskt mest komplexa delarna av den moderna värdepappersmarknaden. I samband med slutförandet av FSAP tog den

europiska kommissionen återkommande upp frågan om en harmonisering av clearingen, men ville på grund bland annat av dess komplexa natur undvika harmonisering genom lagstiftning. Kommissionen var också medveten om den fördel som låg i att en självreglering utförd av marknadsaktörerna skulle kunna genomföras jämförelsevis snabbt, medan ett lagstiftningsinitiativ från kommissionens sida skulle kräva en långvarig behandling också i Europaparlamentet och i Europeiska rådet.

Ett sätt för kommissionen att undvika lagstiftning om clearing var att söka övertyga de närmast ansvariga europeiska företagen, clearinghus och börser, om att i egen regi ta till sig ensartade regler eller principer för verksamheten. Den code of conduct i fråga om clearing som detta resulterade i och till vilka alla dominerande europeiska börser och clearinghus har anslutit sig kom således till under stark påtryckning från kommissionens sida. Om den inte hade antagits är det troligt att ett tvingande direktiv kommit i dess ställe. Uttalanden i den riktningen – en form av hot om en inte närmare preciserad lagstiftning – hade vid ett flertal tillfällen gjorts från kommissionens sida. Denna är således djupt engagerad i koden och medverkar i en grupp med uppgift att bedöma om den på ett tillfredsställande sätt tillgodoser sina syften. Under år 2008 har kritik riktats mot att koden inte tillräckligt snabbt lett till resultat särskilt i fråga om uppkopplingen mellan de centrala motparter (central counter parties, CCP) som verkar i den europeiska värdepappersmarknaden. Skälet till detta dröjsmål kan ha varit att de affärsmässiga incitamenten inte varit tillräckligt starka för de berörda företagen, då de öppningar koden skulle leda till kan bryta upp deras bestående monopol utan att nya attraktiva affärsmöjligheter uppstår för dem. Vad kritiken kommer att leda till återstår att se. Så mycket står dock klart att den aktuella självregleringen är bräcklig och vilar på kommissionens samtida välvilja och svårighet att själv finna fungerande regler.

Detta exempel bestyrker det sagda om att självreglering passar bäst där det ligger i de av regleringen berörda företagens affärsmässiga intresse att medverka till att erforderliga regler kommer till stånd och följs. Den bäst fungerande svenska självregleringen har varit sådan där det legat i de reglerandes egna affärsmässiga intresse att vinna och vidmakthålla förtroende hos marknad och kunder i vid bemärkelse.

Ett annat område där självreglering synes vara på väg på flera håll i Europa, såväl nationellt på vissa håll som på paneuropeisk nivå, avser

det som på engelska kallas retail structured products eller numera också retail investment products, det senare med en något vidare innebörd. På svenska talas vanligen om strukturerade produkter. De kan beskrivas som sammansatta finansiella tjänster tillhandahållna i ”paketerad” form. Behov har påtalats av att normer fastställs för information till särskilt konsumentkunder om risker och andra egenheter hos dessa tjänster. Som ett resultat av detta har nationell självreglering kommit till stånd i form av nationella koder rörande förhållandena mellan dem som tillhandahåller dylika produkter och dem som investerar i dem. En sådana kod finns nu i exempelvis Danmark. Det är möjligt att något liknande kan komma att antas i Sverige.

Vid sidan om den nationella självregleringen har emellertid också ett par sammanslutningar där också europeiska och globalt verksamma organisationer (bl.a. International Swaps and Derivatives Association, ISDA, och International Capital Market Association, ICMA) medverkat till att utveckla en kod på området, vilken i hög grad är baserad på organisationernas erfarenheter av Londonmarknaden, där de har sin bas. Genom organisationernas europeiska inriktning har de gett koden en paneuropeisk prägel. Ett och samma regelverk kan således ha såväl nationell som internationell/europeisk inriktning och en och samma organisation kan vara aktiv i både nationell och europeisk självreglering.

Inledande arbete har, med den europeiska kommissionens stöd, utförts med inriktning på självreglering av ett slag liknande den senast nämnda inriktad på hantering av så kallade kreditderivat, som är icke-standardiserade och icke-clearade derivat.

Det är svårt att se hur sådana koder som nyss nämnts på någon sikt ska kunna förbli nationella. Risken skulle då vara att de skulle skilja sig för mycket åt och därigenom vara svåra eller omöjliga att iaktta i en integrerad europeisk värdepappersmarknad. Om effekten av detta blev att de inte iakttogs skulle de inte medverka till att skapa det förtroende som varit avsikten med dem. Regleringsinitiativet skulle då kunna tas över från marknadsaktörerna och läggas under EG-kommissionens initiativ. På detta område borde därför, mera än på det föregående, finnas en tillräcklig drivkraft hos marknadsaktörerna att visa den handlingskraft som krävs för att genom samordnad reglering över gränserna stärka förtroendet för sina tjänster och finansiella produkter. Detta gäller i synnerhet som det skulle ställa sig mycket dyrt för värdepappersinstitut att tvingas förhålla sig till olika krav, när de marknadsför och salu-

för en och samma tjänst i olika länder med onödig kostnadsbelastning på kunderna.

Londonbaserade branschorganisationer har också utarbetat och antagit regler angående öppenhet i fråga om värdepapperisering. Också dessa har europeisk prägel, eftersom de har kommit till efter påtryckningar av kommissionen. Att påtryckningar har riktats mot Londonorganisationer och inte mot företrädare för värdepappersmarknaden i andra delar av Europa får antas hänga samman med Londonmarknadens dominans i Europa på detta område. Tillkomstsättet och påverkan från den dominerande nationella marknaden ger likväl vid handen att reglerna bör framstå som förebilder också i ett paneuropeiskt perspektiv.

Dessa exempel visar att några försiktiga steg har tagits med inriktning på självreglering i Europa. Med den europeisering av värdepappersmarknaden som äger rum och den inställning som råder hos de europeiska lagstiftande organen bör det finnas ett betydligt större utrymme än så för självreglering i Europa.

Exemplen visar också att i vart fall de försiktiga försök till europeisk självreglering som gjorts har varit mycket mera beroende av inställningen hos myndigheterna än vad fallet oftast varit i Sverige, där självregleringen i varje fall oftast kommit till i mera oberoende och med begreppet självreglering mera samstämmiga former samtidigt som öppenhet rått i förhållande till myndigheterna med deras stöd som en regelmässig följd.

Man torde ha att räkna med en betydligt större tröghet att åstadkomma självreglering på paneuropeisk nivå än i Sverige, eftersom erfarenheter av sådan reglering saknas i många – kanske flertalet – länder och eftersom samordning regelmässigt är svårare att åstadkomma över gränserna än inom dessa. Den europeiske lagstiftaren har dock visat att samordnad reglering är möjlig, exempelvis inom ramen för den nämnda handlingsplanen. Detta borde rimligen kunna mana marknadens aktörer till egen aktivitet på området. Arbetssätten för eventuell självreglering får i så fall givetvis anpassas så att de särskilda svårigheter som betingas av den gränsöverskridande inriktningen kan övervinnas. Vi återkommer längre fram till de organisatoriska former för självregleringen detta kan påkalla och nöjer oss här med iakttagelsen att exemplen visar att det för närvarande inte finns någon utvecklad form att skapa och upprätthålla en samlad europeisk självreglering och inga självklara subjekt som kan ta på sig rollen som regelskapare.



## Tänkbara områden för fortsatt självreglering i Europa

Att göra en fullständig förteckning över områden på vilka reglering kan påkallas i framtiden låter sig erfarenhetsmässigt inte göra. Behoven och kraven skiftar över tiden och på grund av den berörda marknadens utveckling. Det gäller också för självregleringen. De i följande genomgång angivna områdena bör därför mera ses som exempel på områden där självreglering skulle kunna komma i fråga.

Ett första område där självreglering borde kunna prövas i den europeiska värdepappersmarknaden avser de olika former av handelsplatser som finns, det vill säga börser och multilaterala handelsplattformar (multitrading facilities, MTF). De senare har kunnat etableras under den senaste tiden med stöd av europeisk lagstiftning implementerad så sent som år 2007. För närvarande skapas ett stort antal nya marknadsplatser och konkurrensen ökar dem emellan, liksom mellan dem och börserna. På någon sikt borde det vara möjligt att med förebild från USA skapa självreglering, varigenom en gemensam eller i vart fall samordnad marknadsövervakning skulle kunna utformas. Detta kan mycket väl bli nödvändigt med hänsyn till förtroendet för marknaden och därav följande krav på kontroll.

Börserna har en gemensam europeisk samarbetsorganisation, Federation of European Securities Exchanges (FESE), vilken synes lämpad att ta sig an den diskuterade uppgiften för de europeiska börsernas räkning. Däremot finns för närvarande inte något gemensamt organ som representerar de handelsplatser, som står för den nya konkurrensen i denna marknad, det vill säga handelsplattformarna. Erfarenheter från andra områden säger att nystartade, konkurrensinriktade företag inte ser som en prioriterad uppgift att slå sig samman för att skapa normer tillsammans med konkurrenterna. Likväl kan trycket på samordnade insatser komma att bli så stort att denna tröghet kan överbryggas. Kostnadsmissigt bör mycket stå att vinna på att finna ensartade former exempelvis för marknadsövervakning. Den konkurrenssituation som råder bör samtidigt utgöra en garanti för att självreglering utförd av företrädare för dessa företag inte går så långt att konkurrensen och dess positiva effekter träds för när.

Som vi nämnt finns redan viss självreglering i fråga om clearing. Utöver de existerande så kallade koderna förefaller det starkt ökande antalet centrala motparter i kölvattnet på den pågående omstruktureringen av handelsplatserna påkalla samordnande insatser, i fråga om

vilka självreglering med fördel skulle kunna tillämpas. De centrala motparterna torde nämligen ha anledning att sätta miniminormer för sin verksamhet för att underlätta för användarna av deras tjänster att jämföra dessa, vilket till och med kan komma att bli en förutsättning för att de ska kunna konkurrera med varandra på det sätt de önskar och på det sätt andra aktörer i marknaden önskar av dem. De har redan ett samarbetsorgan, vilket skulle kunna ta på sig den reglerande rollen, nämligen European Association of Central Counterparty Clearing Houses, EACH.

De lagreglerade former av investerarskydd som förekommer i Europa uppvisar stora skillnader trots att de alla är anpassade till ett EG-direktiv. Dessa skillnader skapar svårigheter och oklarheter i de gränsöverskridande verksamheter som blir allt vanligare och hämmar den eftersträlvade konkurrensen. Investerarskyddet angår samtidigt det viktiga området för konsumentskydd. Detta har hittills visat sig svårt att samordna. Den pågående finanskrisen har emellertid nödvändiggjort samordnade insatser i fråga om den närliggande insättningsgarantin, dock i form av myndighetsreglering. I en gemensam europeisk värdepappersmarknad kommer bland annat konkurrensskäl att ställa krav också på ett mera likartat investerarskydd i medlemsländerna än för närvarande. Kostnaderna för instituten måste likställas, kostnader för samtidig inordning i flera olika system undvikas och skyddet för investerare i olika länder göras likvärdigt. Här kan knappast självreglering lösa hela problemet, men med stöd av en ramlagstiftning, i vilken ramarna för skyddet anges, skulle utrymme kunna skapas för samordnade försäkringsbetonade lösningar, vilka med tanke på de mycket stora belopp det samlade skyddet avser skulle kunna spara mycket stora kostnader till nytta för marknads effektivitet och därigenom för dess kunder. Kostnaderna i en försäkringslösning skulle dessutom ge incitament för företagen att så långt möjligt skapa trygghet för kunderna i avsikt att hålla kostnaderna nere. I skuggan av den rådande finansiella krisen synes det måhända svårt att få stöd för försäkringsmässiga lösningar, men detta får inte hindra att framtida lösningar ges en utformning så att de skapar starka incitament för en tillförlitlig riskkontroll och riskanpassning, vilket måste vara av största vikt. Politiska och principiella skäl får därvid inte hindra att bästa möjliga lösningar kan åstadkommas.

För det slag av institut som skulle beröras av bestämmelser om investerarskydd och därför borde ha intresse av självreglering finns den euro-

peiska bankföreningen, i vilken de nationella bankföreningarna är medlemmar, och European Forum for Securities Associations (EFSA) för de nationella europeiska branschorganisationerna på värdepappersmarknaden. Härutöver finns några internationella organisationer, vilka mycket väl skulle kunna delta och ge en utfyllande självreglering på området sitt stöd.

Av det som redan sagts följer att det område som förefaller mest lämpat för europeisk självreglering, och där behoven torde vara störst, avser tillämpningsregler för att underlätta gränsöverskridande verksamhet. I första hand berör det intermediärerna på värdepappersmarknaden. I den fortgående internationaliseringen av värdepappersmarknaden kommer det att bli allt viktigare för instituten att sälja sina finansiella produkter och tjänster på samma sätt på allt flera nationella marknader inom EU. Det är därvid orimligt att tänka sig att mera information ska tillhandahållas kunderna i en marknad än i en annan beträffande samma tjänst. I vida kretsar bland intermediärer ser man bland annat därför med oro på så kallad goldplating, varigenom regelverket i ett land inte stämmer överens med det europeiska regelverket eller det som gäller på de dominerande nationella marknaderna inom EU.

På detta område – dit det tidigare angivna exemplet om retail investment products hör – borde en självreglering i första hand röra vägledning om information till kunderna. I Sverige skapas sådan ofta utan direkt medverkan av tillsynsmyndigheten eller annat offentligt organ. I flera medlemsländer i EU, såsom i England, Frankrike och senast Italien, har det skapats metoder för kontakter med tillsynsmyndigheterna och former för deras godkännande eller erkännande av dylik vägledning. Detta utgör exempel på självreglering stödd av myndigheterna. En europeisk samordning av denna form av självreglering i samverkan med berörda myndigheter vore önskvärd. För att ge den full effekt och trovärdighet bör sådana arrangemang vidtas att det mellan de självreglerande organen och myndigheterna överenskomna synsättet – eller den överenskomna formen av vägledning – accepteras inom hela EU. Behov uppkommer då av att samordna självregleringen med tillsynsmyndigheterna på ett paneuropeiskt plan. CESR skulle i det sammanhanget kunna spela en viktig roll för att tillsammans med marknadsföreträdare skapa en sådan med myndighetssfären samordnad självreglering. Detta skulle kunna åstadkommas om CESR av sina i organisationen ingående nationella tillsynsmyndigheter gavs i uppdrag att tillsammans med företrädare för marknadsaktörerna verka för den självreglering som kan

komma i fråga på värdepappersmarknaden. Ett sådant uppdrag måste vara formaliserat, vilket Sverige borde kunna arbeta för under sin tid som ordförandeland i EU. För ett framgångsrikt samarbete på detta område måste givetvis också krävas en samordning hos de europeiska intermediärerna, en uppgift som skulle kunna tas om hand av den nämnda organisationen EFSA och av den europeiska bankföreningen.

En stor del av den europeiska regleringen av värdepappersmarknaden syftar till ett skydd för de svagaste parterna i marknaden, således ett konsumentskydd. Stor försiktighet bör emellertid iakttas med självreglering på konsumentområdet, eftersom konsumentgrupperna i avsaknad av ett tydligt motpartsförhållande i själva regleringen lätt kan komma i underläge. Detta förhållande gör att självreglering i detta fall kan brista i legitimitet. Någon genomarbetad samordning av konsumentskyddet i Europa har inte heller ännu kommit till stånd, vilken skapar en ytterligare svårighet att få till stånd självreglering på området. Flera av de samordnade krav på information, som nämnts i det föregående har emellertid inslag av konsumentskydd. Den rekommenderade försiktigheten utesluter inte att visst utrymme kan finnas för självreglering på konsumentmarknaderna i syfte att stärka dessa och konsumenternas ställning, exempelvis genom sådan produktinformation som nämnts, vilken inte alltid efterfrågas av konsumentkunderna utan av tillsynsmyndigheter och media för deras räkning. Självreglerande insatser på detta område ligger i linje med att nya tjänster utformas så att kunderna, inte minst konsumentkunderna, får en tillfredsställande trygghet. Det kan ligga också i de tjänsteproducerande företagens intresse att konsumentskyddet stärks på detta sätt, varigenom också förtröendet för den marknad de är aktiva i stärks.

Så länge stora delar av konsumentskyddet ännu inte är samordnat i EU kan dock någon långtgående självreglering knappast komma till stånd. Konsumentskyddet brukar dessutom i hög grad anses kräva lagstöd. Vidare skiljer sig sannolikt kundernas behov och efterfrågan ganska mycket åt i olika länder betingat av exempelvis kulturella och traditionella skillnader.

Vid en inventering av möjliga nya områden för självreglering i Europa bör den aspekten tas med att institutionsmarknaden (the wholesale market) får anses vara mera lämpad för självreglering än konsumentmarknaden (the retail market). Det kan ligga nära till hands med självreglering inom den förra inte minst med tanke på att många institutioner driver gränsöverskridande verksamhet och att de därför har ett

behov av samordnade regler för att på bästa sätt tillgodose efterfrågan från deras kunder. Dessa kan också antas ha goda möjligheter att bevaka sina intressen i regleringsprocessen.

En allmän synpunkt är att överreglering givetvis måste undvikas så att inte marknadsfunktionen onödigt störs. Det gäller all reglering. Den måste bygga på behov som inte kan tillgodoses på andra vägar. Genom att självreglering utövas av företrädare för företag som själva omfattas av regleringen bör förutsättningarna vara goda för att den inte ska gå för långt i detta avseende. Detta är viktigt också för att uppnå det övergripande målet med all europeisk reglering inom ramen för den hittillsvarande och den kommande handlingsplanen, nämligen att få till stånd en effektiv och konkurrenskraftig europeisk värdepappersmarknad som kan medverka till det europeiska välfärdsbygget.

Här ska avslutningsvis nämnas att hand i hand med mycket av den självreglering som förekommit på den svenska, liksom på de anglosachsiska värdepappersmarknaderna, går uppbyggandet av system för compliance. Compliance har kommit att få en allt större betydelse för funktionen och tilltron till värdepappersmarknaden. På många håll i Europa har man emellertid inte kommit lika långt som framför allt i den brittiska marknaden, vilken är europeisk föregångare på detta område. I och med att compliance är en intern företagsfunktion kan den till företagsvärlden nära anknutna självregleringen fås att samverka med denna funktion. Inom Europa skulle mycket stå att vinna i om självreglering på sådant sätt skulle kunna medverka till tillkomst och utveckling av compliance.

## Organisatoriska förutsättningar för europeisk självreglering

Som framgår av exemplen och beskrivningarna i det föregående kan självreglering ta sig många olika former. Exempelen visar ett behov att stärka de organisatoriska förutsättningarna för en europeisk självreglering på så sätt att någon eller några tar på sig ansvaret för att få självreglering till stånd.

Eftersom värdepappersmarknaden omfattar många sinsemellan olikartade slag av företag, såsom börser, andra former av handelsplatser, clearingorganisationer och värdepappersinstitut, liksom olika slag av ”underleverantörer” till dessa och det knappast vore vare sig möjligt

eller lämpligt att sammanföra dem alla i en enhetlig organisationsform kan man inte se framför sig en enda privat organisation för självreglering på det europeiska fältet. Initiativen måste rimligen komma från olika håll beroende på deras inriktning. Börsernas och clearingorganisationernas gränsöverskridande verksamhet bör till exempel kunna utnyttjas på vissa regleringsområden.

För att självreglering ska fungera i Europa måste den eller de som tar på sig uppgiften att genomföra sådan reglering svara mot långtgående krav på legitimitet med avseende på uppgiften. Legitimiteten måste uppfyllas på flera plan. För det första måste den som utfärdar regler ha en så omvittnad expertis på området att regleringen i alla avseenden och av alla uppfattas som relevant och effektiv. För det andra måste utfärdaren ha en sådan ställning i förhållande till de officiella europeiska organen att dessa kan godta regleringskompetensen hos utfärdaren och därigenom acceptera regleringen som legitimt tillkommen. För det tredje måste utfärdaren ha legitimitet som sträcker sig över hela Europa. Nationell legitimitet är således inte tillräcklig.

Det senast sagda behöver inte utesluta att vissa nationella organisationer, särskilt med hemort där den aktuella delen av värdepappersmarknaden har en mycket dominant ställning, kan ha en legitimitet som sträcker sig utöver sin nationella. I vissa marknadssegment skulle sålunda Londonbaserade organisationer kunna ha legitimitet att företräda mera än sin lokala marknad i och med Londonmarknadens dominans på vissa områden. Sådan lokal dominans bör dock så långt möjligt undvikas, då den lätt skulle leda till att regleringen dikteras av företrädare för den dominanta nationella marknaden så att dess regelverk får automatisk spridning över hela Europa. En utsträckning av beprövade regler kan mycket väl vara lämplig, men måste i så fall föregås av en noggrann bedömning i varje situation och inte accepteras utan vidare, vilket lätt kunde bli fallet om regelutfärdaren har en allt för stark koppling till ett visst land eller en viss marknadsplats.

För att en europeisk självreglering ska kunna komma till stånd måste följaktligen de olika slagen av aktörer som förekommer i den europeiska värdepappersmarknaden organisatoriskt och administrativt inrätta sig för regleringsuppgiften. Detta är av avgörande betydelse för om självreglering kan bli en praktisk modell för framtida europeisk marknadsreglering på värdepappersområdet.

Arbetet på att åstadkomma självreglering kan delas in i åtminstone två delar. Den ena avser det policymässiga arbetet inriktat på att få för-

ståelse för självregleringen som form för normgivning på områden där den kan passa. I uppgiften ingår att övertyga såväl berörda privata parter som berörda myndigheter att acceptera och sluta upp bakom en sådan reglering. Detta är en närmast politisk uppgift, vilken kan antas bli mera betungande än den varit när nationell självreglering kommit till på vissa håll i Europa. Den ställer krav på kunskaper om värdepappersmarknadens funktionssätt, men också om mottagligheten för det slag av regler som utgörs av självreglering hos allmänhet och myndigheter.

Den andra uppgiften i fråga om självreglering är den mera rättsligt betonade att utarbeta och införa regleringen som sådan. För den måste avsättas expertis med bakgrund i de marknadsområden som ska omfattas av den reglering som är aktuell i de enskilda fallen.

De privata organen måste lämpligen inrätta sig organisatoriskt så att de har kapacitet att utföra båda uppgifterna, vilka ställer olika krav och därför förmodligen inte kan utföras av samma företrädare för marknadsaktörerna.

Såsom framgår av de exempel på europeisk självreglering som angetts i det föregående har denna i hög grad präglats av påverkan från och samverkan med de lagstiftande organen, särskilt EG-kommissionen. Man har att räkna med att detta regelmässigt kommer att bli fallet också i framtiden. De privata organ som vill ta sig an en självreglerande uppgift måste således vara beredda på fortlöpande dialog med de europeiska myndigheterna. För att detta ska fungera bör någon form av fast kontaktorgan gentemot framför allt kommissionen och CESR skapas. Parallellt bör de nationella organisationer som genom sina europeiska företrädare indirekt själva deltar i självregleringen hålla kontakt med sina nationella lagstiftare och tillsynsmyndigheter. På detta sätt kan en kontakt upprätthållas också med Europeiska rådet. Europaparlamentet och ledamöterna i dess berörda kommittéer bör hållas underrättade inte bara av kommissionen utan också av företrädare för de i uppgiften engagerade privata aktörerna.

En avgörande faktor för om en framgångsrik framtida självreglering kan skapas på den europeiska värdepappersmarknaden är om en samordning kan åstadkommas mellan intermediärerna i denna marknad, i svensk terminologi värdepappersinstituterna. De är många och driver sinsemellan olika slag av verksamhet. Några har en strikt nationell inriktning, medan andra verkar i stora delar av Europa, i några fall kanske rent av i alla medlemsländer. Vissa är verksamma endast på institutionsmarknaden, andra är specialiserade på konsumentmarknaden, medan

många har verksamhet på båda fälten. En fråga som kan ställas är om alla dessa kan förenas så att de kan uttrycka en ensartad vilja. Man kan också fråga om det finns resurser i alla länder att medverka i en krävande regleringsprocess. Svaren är att samverkan rimligen kan fås att växa fram vartefter behoven uppkommer.

En viktig samordnande uppgift för de europeiska värdepappersinstitutens del bör kunna spelas av EFSA i samverkan med den europeiska bankföreningen och, i vart fall på penning- och derivatmarknaderna, av ICMA och ISDA. Man kan dock inte bortse från att de institut som agerar gränsöverskridande rimligen har störst intresse av en harmoniserad självreglering. Ansvaret för samordningen – och kanske också för huvudbördan av dess finansiering – kan därför till stor del behöva vila på dem, åtminstone i ett inledande skede. Man måste kunna räkna med att myndighetskontrollen och hotet om ingripanden från den europeiske lagstiftarens sida är tillräckliga som korrektiv mot att de skulle tillskansa sig otillbörliga fördelar.

Som en följdfråga till det senast sagda kan diskuteras om all självreglering redan från början måste omfatta hela Europa. Också om självregleringen bör utföras i samklang med de europeiska harmoniseringssträvandena skulle det ändå kunna visa sig ändamålsenligt om vissa länder går före och i form av självreglering utvecklar normer, vilka successivt kan spridas över Europa. Det råder ingen tvekan om att så de facto varit fallet med den offentliga regleringen, i fråga om vilken vissa nationella lösningar tagits upp och gjorts till europeiska normer. Om detta skulle ske också i fråga om självregleringen får det nyss sagda om att varje sådan utvidgning måste föregås av en prövning om detta är en lämplig väg relevans. Genom att låta självregleringen på detta sätt växa ut, efter noggrann prövning i det enskilda fallet, kan den medverka till en naturlig utveckling av själva marknaden. Det goda med denna ordning skulle vara att regleringen vore beprövad innan den togs an i nationella marknader, vilka kanske är mindre starka och motståndskraftiga mot regleringskostnader. I takt med själva värdepappersmarknadens europeisering skulle, med en sådan ordning, dess reglering kunna harmoniseras på ett någorlunda enkelt och smidigt sätt.

Det senast sagda ger anledning att framhålla att europeisk självreglering på värdepappersmarknaden givetvis måste samordnas med den grundläggande principen i den offentligt beslutade handlingsplan som hittills följts, liksom den som kommer att gälla, om att den europeiska konkurrensrätten ska iakttas och att konkurrensen främjas. Självregle-



ringen måste medverka till detta. Skulle en större börda för den falla på företrädare för ekonomiskt starkare institut med en mera internationellt utbredd verksamhet än andra måste bevakas att de inte missbrukar uppgiften. Konkurrenternas insyn i marknaden och myndighetskontrollen torde skapa garantier för detta.

Som vi pekat på är det anledning att räkna med nära myndighetskontakter vid utformning och antagande av europeisk självreglering. Den intimaste formen av sådan kontakt torde förekomma i den ordning med självreglerande organ under myndighetstillsyn som finns exempelvis i USA, Japan och Kanada och vilka på engelska benämns self-regulatory organisations, eller förkortat SROs. Erfarenheter från senare tid har visat att sådana organisationer tenderar att bli så beroende av tillsynsmyndigheterna i sina hemländer att deras reglering snarast kan ses som en variant på myndighetsreglering. Detta har till och med fått till följd att på flera områden ytterligare rent privat organiserad självreglering kommit till vid sidan av reglering genomförd av dylika SROs. Därigenom uppnås inte den effektivitet som bör vara ett av syftena med självreglering.

Den självreglering i nära samarbete mellan privata organisationer och offentliga organ som vi kan förutse som en möjlig europeisk modell har vissa likheter med SRO-modellen. Vi anser dock att det är viktigt att den privata initiativkraften så långt möjligt kan behållas i Europa för att självregleringens positiva egenskaper ska kunna tas till vara. En formaliserad tillsyn av den eventuella självregleringen bör således undvikas till förmån för en öppen dialog mellan de privata och offentliga företrädarna på lika villkor. Det alltid förekommande hotet om att lagstiftning kan tillgripas om självregleringen misslyckas bör vara tillräckligt för att den senare ska få en balanserad utformning och för att den ska avstå till förmån för lagstiftning när den framstår som bäst lämpad.

## Några avslutande synpunkter

Vi tror att en väl utformad självreglering kan spela en viktig roll i den fortsatta förstärkningen av den europeiska värdepappersmarknaden. Eftersom vi kan se behov av viss reglering, för vilken traditionell lagstiftning passar mindre väl och eftersom europeiska myndighetsföreträdare som princip ställt sig positiva till självreglering finns rimligen förutsättningar för sådan reglering. Den pågående finansiella krisen kan mycket

väl ge anledning till ytterligare reglering i fråga om vilken offentliga och privata insatser skulle kunna medverka för att ge den europeiska värdepappersmarknaden framtida stöd.

Såväl med tanke på sådan reglering som kunde förutses komma redan innan den finansiella krisen bröt ut och med hänsyn till eventuella följder av denna, brådskar det att få till stånd en privat beredskap för självreglerande insatser. Skulle en för uppgiften funktionell privat samordning inte komma till stånd inom kort och om inte initiativ tas till sådan reglering har man anledning att räkna med att den reglerande uppgiften måste tas om hand genom lagstiftning, eller av de marknadsaktörer som trots krisen har kraft nog att diktera marknadens förutsättningar.

Mot bakgrund av den genomgång som har gjorts i det föregående anser vi att Sverige, under sin kommande tid som ordförandeland i EU, bör spela en pådrivande roll i samband med att en ny handlingsplan för finansiella tjänster kommer till stånd. Det bör ske så att en plan för framtida reglering av den europeiska värdepappersmarknaden ställs upp enligt de planer som finns och att i den anges linjer för att hålla nere regleringskostnaderna när den europeiska värdepappersmarknaden ska återhämta sig efter den pågående krisen så att den kan ge bästa möjliga bidrag till den europeiska utvecklingen. Som ett led i detta bör handlingsplanen riktas in på principbaserad reglering kompletterad av självreglering. Därigenom kan de offentliga och privata krafterna samverka för att stärka värdepappersmarknaden. Till främjande av detta bör CESR ges mandat och resurser att verka som de nationella tillsynsmyndigheternas samlade företrädare vid tillkomsten av den självreglering som kan förväntas kräva samverkan mellan privata och offentliga intressen. CESR bör också tilldelas uppgiften att godta vägledande normer antagna i visst land för tillämpning också i andra medlemsländer i EU.

Parallellt med detta måste de privata intressenterna i den europeiska värdepappersmarknaden med skyndsamhet samla sina krafter för att få till stånd en verksam självreglering. Med goda svenska erfarenheter bör svenska aktörer stödja det svenska ordförandeskapet och ta på sig uppgiften att söka få en sådan privat europeisk kraftsamling till stånd.

# Statlig reglering av handel med aktier

*Lars Hörngren & Gustaf Sjöberg\**

Välfungerande aktiemarknader spelar en betydande roll i det finansiella systemet och är därmed viktiga för samhällsekonomin. I en tid av allt mer omfattande och detaljerade statliga regleringar på det finansiella området i allmänhet och vad gäller aktiemarknaden i synnerhet finns det skäl att gå tillbaka till de grundläggande motiven för reglering av handel med aktier. Utan tvekan har regleringarnas utformning betydelse för marknadernas funktion och därmed för ett lands ekonomiska utveckling. Genom att försöka klargöra motiven för regleringen av aktiemarknaden vill vi förbättra förutsättningarna att genomföra en strukturerad analys av de befintliga reglerna och, i förlängningen, deras ändamålsenlighet.

Företag som erbjuder finansiella tjänster av olika slag är sedan länge föremål för särskild reglering och statlig tillsyn. Särskilt när det gäller banker finns det en etablerad bild av varför det är så. Dels finns ett *stabilitetsintresse*; banker spelar en vital roll i betalningssystemet, som i sin tur har en central funktion i samhällsekonomin. Dels finns ett *konsumentskyddsintresse*; alla medborgare behöver banktjänster och sådana innefattar ofta att de har större eller mindre insättningar hos banker. Det är inte rimligt att var och en ska behöva eller ens klara att bedöma kreditvärdigheten hos dessa banker. Därför har staten åtagit sig den uppgiften. Eftersom staten av stabilitetsskäl ändå har tillsyn över banker, kan den tjänsten utföras till liten merkostnad.<sup>1</sup>

\* Vi tackar Jonas Niemeyer och Staffan Viotti samt deltagarna i detta bokprojekt, särskilt Lars Afrell, för värdefulla synpunkter på tidigare utkast. – Åsikterna som förs fram i uppsatsen är våra egna och delas inte nödvändigtvis av de organisationer som vi är anställda av eller verkar i.

<sup>1</sup> För en utförligare genomgång av motiven för reglering av banker, se till exempel Banklagskommitténs betänkande SOU 1998:160.

Handel med aktier är också föremål för särskild reglering. Någon motsvarighet till den enkla och etablerade beskrivning av motiven för reglering som finns på bankområdet är däremot svårare att finna.<sup>2</sup> Bland motiven finns inslag av konsumentskydd, men i och med att aktieägande och aktiehandel – till skillnad från betalningstjänster – inte är något som envar måste befatta sig med är motivet för staten att engagera sig inte lika tydligt. Ofta talas även om vikten av att upprätthålla ”förtroendet för aktiemarknaden”, men det är inte i sig självklart varför det är en uppgift för staten att värna förtroendet för aktiemarknaden i högre grad än för andra marknader.

Redan här kan påpekas att det kan vara motiverat för de inblandade i en marknad att underkasta sig frivilliga begränsningar av olika slag, t.ex. i syfte att öka förtroendet för den aktuella marknaden, utan att det för den skull är motiverat för staten att ingripa med lagstiftningsåtgärder. Man kan också tänka sig att aktörerna vill att staten ska tillhandahålla ett visst regelverk, därför att det ger en högre status – och därmed högre förtroende – än vad frivilliga begränsningar kan uppnå. Svårigheten ligger därvid bland annat i att säkerställa att det statliga regelverket fortlöpande är anpassat till vad som krävs för att marknaden i samhälls-ekonomisk mening ska fungera väl. Till detta kommer att de etablerade företagen kan ha motiv att få statens hjälp att sätta upp tillträdes hinder till marknaden. Statens roll som regelgivare är således inte okomplicerad.

Oavsett detta gäller att utan en klar bild av motiven för staten att reglera är det svårt att ställa upp mål för regelverket. Och utan uttalade mål är det svårt att anvisa lämpliga medel, liksom att avgöra om de medel som är i bruk verkligen är ändamålsenliga.

Syftet med den här uppsatsen är att försöka lägga grunden till en sådan mål/medel-analys genom att analysera motiven för statlig reglering av handel med aktier. Vår ansats är att fråga oss hur en spontant organiserad aktiehandel skulle fungera. För att finna motiv för statlig reglering bör man kunna peka på egenskaper hos den spontant organi-

<sup>2</sup> Trots ämnets stora betydelse tycks det ganska sparsamt berört i litteraturen, se t.ex. Jonas Niemeyers litteraturgenomgång, Niemeyer, J., *An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?* SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, No. 482, 14 December 2001, s. 5.

serade handeln som leder till problem som de berörda aktörerna (kollektivt) skulle vilja rätta till, men i avsaknad av stöd från lagstiftaren inte klarar av att lösa.

Denna utgångspunkt går i sin tur tillbaka på premissen att samhälls-ekonomi gynnas av att ekonomiska relationer grundas på marknads-ekonomiska principer om konkurrens, kontraktsfrihet etc. Intressemot-sättningar finns i alla marknader. Om inte annat har köpare och säljare i varje transaktion motstridiga intressen vad beträffar priset. Bortsett ifrån monopolsituationer gäller också att säljaren måste kunna övertyga köparen om att han har ett prisvärt erbjudande. Förtroende – i vid mening – är således en förutsättning för handel. I marknadsekonomi finns en lång rad mekanismer som gör det möjligt för aktörerna att hantera sådana motsättningar och att skapa förtroende hos sina nuvarande och potentiella kunder.

Av detta följer att det krävs specifika skäl för staten att gripa in i marknadsmekanismerna med regleringsåtgärder som till exempel begränsar kontraktsfriheten eller ålägger aktörer att bete sig på visst sätt. Det ska alltså vara fråga om ett *marknadsmislyckande* i någon form. I sista hand syftar uppsatsen till att identifiera marknadsmislyckanden som kan utgöra grund för särreglering av handel med aktier.

Det torde stå klart att detta är ett ambitiöst mål för en kort uppsats som denna. Utan att ge alla svar hoppas vi dock kunna illustrera ett tanke- och angreppssätt som är fruktbart och kan ge preliminära insikter och peka på hur en mer fullödlig analys av regleringen av aktiehandeln kan läggas upp.

## Disposition och avgränsningar

Uppsatsen är disponerad så att i nästa avsnitt utvecklar vi de motiv som enskilda aktörer har för att handla med aktier. Genom att klargöra dessa motiv visas att handel med aktier fyller viktiga samhälls-ekonomiska funktioner och förståelsen ökar för de drivkrafter som styr aktörerna. I avsnittet därpå diskuterar vi hur handel med aktier kan organiseras och vilka funktioner aktiehandel består av. Analysen förs på en grundläggande och abstrakt nivå i syfte att identifiera de funktionella mekanismer som ligger bakom aktiehandeln. Därefter diskuteras hur marknadsmekanismerna kan ta hand om några av de grundläggande pro-

blem som är förknippade med aktiehandel. Avslutningsvis ges några policysynpunkter.

Några avgränsningar och preciseringar ska anges. Även om vi tar avstamp i förhållanden som inte kan beskrivas som organiserade marknader är uppsatsens huvudsakliga mål att behandla handel på aktiemarknader. Bolag vars aktier är allmänt omsatta på marknader kallar vi öppna bolag. Förhållanden som gäller i slutna bolag, där ägarna inte vill att bolagets aktier ska vara föremål för regelbunden handel, är principiellt olikartade och berörs inte. Vi behandlar både det som kan kallas förstahandsmarknaden och det som kan kallas andrahandsmarknaden för aktier. De särskilda problem som är förknippade med förstahandsmarknaden, alltså de svårigheter som hör samman med emissioner av aktier eller försäljningar av aktier som innebär att man går från ett koncentrerat ägande till ett spritt ägande av ett bolag, är nämligen oupplösligt förbundna med förhållandena på andrahandsmarknaden.

Vi gör även den begränsningen att systemrisk som motiv för reglering inte behandlas. Denna begränsning gör vi av två skäl, dels för att systemriskerna i avvecklingen av aktieaffärer motiverar en annan typ av reglering än den som diskuteras här, dels för att systemriskerna i aktiehandel är mindre än i värdepappershandeln i stort. Systemriskerna i avvecklingen motiverar reglering och tillsyn som inriktas på den ekonomiska stabiliteten hos de företag som verkar i avvecklingssystemen och/eller tekniska lösningar som minskar systemriskerna. Värdepappershandeln fungerar som en viktig källa till kortfristig finansiering för systemviktiga institutioner, vilket gör värdepappershandelns funktion systemviktig, men detta gäller inte eller åtminstone i liten grad för handeln med aktier.

Det är en betydande fördel om hanteringen i samband med affärer och förvaringen av aktier sker i ett standardiserat och säkert system. Här kan noteras att det är en poäng att skilja mellan infrastrukturellt skydd och annat skydd för dem som handlar med värdepapper. Sannolikt är det viktigt och effektivt om infrastrukturen för handel och förvaring är säker i den meningen att värdepapper inte kommer bort vid handel eller vid överföring mellan institut samt att kundernas papper är säkra vid förvaringsinstitutets konkurs. Detta infrastrukturskydd har mycket lite att göra med skyddet av investerare i egenskap av befintliga eller potentiella ägare av företag. Vi kommenterar därför avvecklingsfrågorna endast i förbigående.

En central utgångspunkt för den fortsatta analysen är att de som söker sig till organiserade marknadsplatser för att handla med aktier efterfrågar lösningar som främjar den totala värdetillväxten i bolagssektorn och är mindre intresserade av fördelningen mellan enskilda bolag och ägargrupper (i meningen olika typer av ägare). Ägare i öppna bolag har ofta en diversifierad portfölj av aktier eller har åtminstone möjlighet att skaffa en sådan. De kan därmed sägas ha investerat i bolagssektorn som helhet, vilket i sin tur innebär att de efterfrågar en aktiehandel (och reglering) som främjar den totala värdetillväxten och är mindre intresserade av hur det går för enskilda bolag (aktieinnehav).<sup>3</sup>

Även när det gäller regler som påverkar fördelningen mellan olika ägargrupper bör målet vara största möjliga samlade värdetillväxt. Lösningar som medvetet omfördelar resurser mellan olika grupper på bekostnad av den samlade värdetillväxten skulle innebära att regleringen av handel med aktier används som ett fördelningsinstrument. Det sagda innebär att man kan tänka sig enighet om lösningar som i någon mån gynnar en grupp (t.ex. konsumenter), givet att de inte hämmar den totala värdetillväxten.

Sammantaget är det rimligt att anta en bred enighet bland alla aktörer (befintliga och potentiella aktieägare) om att ha största möjliga totala värdetillväxt som ideal för regleringen av handel med aktier. Här ska dock konstateras att enighet ex ante inte hindrar att det ex post finns drivkrafter för grupper av aktörer eller enskilda aktörer att handla på ett sätt som avviker från vad som är den överenskomna och i kollektiv mening den bästa lösningen. Denna observation leder dock inte omedelbart till annan slutsats än att övervakning av att överenskomna regler följs är viktig. Även ex ante kan enskilda ägare och grupper av ägare ha en uppfattning om reglernas utformning som avviker från den i kollektiv mening bästa lösningen om de har en bestämd uppfattning om vilken roll de avser att inta på en kommande marknad.

En grundläggande förutsättning för den fortsatta framställningen är att aktiebolaget som vi i allmänhet känner det är en effektiv organisationsform för företagsamhet. Även om det är svårt att dra någon gräns

<sup>3</sup> I praktiken är valmöjligheterna än större därför att de potentiella ägarna kan välja att investera i aktier från andra länder. Här finns således ett inslag av konkurrens mellan aktiemarknader och – i förlängningen – mellan regelverk. I den inledande principdiskussionen bortser vi emellertid från den aspekten.

mellan reglering av handel med aktier och reglering av aktiebolag så försöker vi undvika att diskutera den aktiebolagsrättsliga regleringens utformning.<sup>4</sup>

Ett generellt argument för statlig reglering (i jämförelse med lösningar som baseras på avtal mellan aktörerna) som är svårvärderat är att en sådan bidrar till effektiviteten i tillämpningen genom standardisering av reglerna som i sin tur underlättar processer i domstol.<sup>5</sup> Argumentet innebär att även om lagreglerna har samma materiella innehåll som avtal mellan de berörda skulle ha haft så är det effektivare med lagregler eftersom de är lättare att tillämpa. Denna fördel ska vägas mot nackdelar i form av minskad flexibilitet och ökade kostnader för lagstiftaren. Även kriminalisering har fördelar (i jämförelse med lösningar som baseras på avtal mellan aktörerna) i form av att regleringen kan nå sådana som inte är avtalsparter och att tvångsmedel kan användas vid utredningen. Väl medvetna om att de här aspekterna i enskilda fall kan falla avgörandet i frågan om huruvida en fråga ska lagregleras (eller t.o.m. kriminaliseras) eller inte, lägger vi dock inte större vikt vid frågeställningarna i den här uppsatsen.

<sup>4</sup> En möjlig invändning mot vårt upplägg är att beroendeförhållandet mellan å ena sidan regleringen av handeln med aktier, och, å andra sidan, aktiebolagsrättens utformning och övriga förhållanden i ett land, t.ex. tillsynsmyndigheternas och domstolarnas kvalitet, är så starkt att det inte är fruktbart att endast diskutera aktiehandelns reglering utan att beröra de andra. Vi menar dock att det kan vara givande att försöka renodla analysen av aktiehandelns reglering även utan att mer precist ange antaganden rörande de andra förhållandena. Det är rimligt att för den här uppsatsens syften anta att bolagsrätt och övriga institutionella förhållanden är av ungefär vanlig västerländsk utformning. För synpunkter på vilka aktiebolagsrättsliga och institutionella förutsättningar som är viktiga för en väl fungerande aktiemarknad, se Black, Bernard S., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, som den publicerades i *UCLA Law Review*, Vol. 48, pp. 781–855, 2001. Tillgänglig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=182169> eller DOI:10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.182169.

<sup>5</sup> Med standardisering menar vi i det här sammanhanget att lagregler (genom större spridning, publicerade förarbeten, uttalanden i doktrin och praxisbildning) kan underlätta en enhetlig tillämpning.



## Varför handla med aktier?

Det är rimligt att förutsätta att den som i egenskap av stiftare tillskjuter kapital till ett aktiebolag också har en önskan att kunna förändra sina investeringar i framtiden. Därmed uppstår en önskan att kunna överlåta aktier till någon annan. Det finns således skäl att redan vid bolagets stiftande vidta åtgärder som gör det möjligt att överlåta aktier. Det grundläggande skälet för en aktieägare att vilja ha möjlighet att överlåta aktier är att ändrade omständigheter i framtiden kan komma att medföra att hon vill ändra sin tillgångsportföljs sammansättning. Det går att tänka sig två huvudskäl för en sådan önskan; att den egna situationen av någon anledning ändras eller att omvärlden ändras (t.ex. att olika bolag utvecklas olika) så att den befintliga portföljen inte längre stämmer med aktieägarens preferenser och behov. Ett exempel på det första är att aktieägaren får ett behov av att konsumera och därför önskar byta ett aktieinnehav mot pengar. Ett exempel på det andra är att ett visst bolags aktier genom gynnsam utveckling får en, enligt aktieägarens bedömning, alltför stor andel av den totala portföljens värde.

Finns möjlighet att förändra portföljens sammansättning, dvs. köpa och sälja aktier, ökar viljan att satsa pengar i aktiebolag, eftersom möjligheten till överlåtelse reducerar risken att i framtiden bli sittande med en portfölj som inte överensstämmer med de egna preferenserna. Utöver att detta gynnar stiftarna direkt, genom att de själva enklare kan komma ur bolaget, kan de räkna med att få mer betalt för sina aktier om det är möjligt för presumtiva köpare att i sin tur överlåta aktierna.

Det kan alltså konstateras att det finns grundläggande skäl för aktieägare att handla med aktier. Därmed finns det också drivkrafter för stiftare och aktieägare att se till att aktierna i ett blivande eller befintligt bolag kan handlas fritt.

Handel innebär att det etableras priser på aktier. Det ger aktörer incitament att följa bolags utveckling och försöka identifiera bolag som handlas till priser som avviker från aktörens uppfattning om värdet. Detta underlättas om priserna till vilka avslut sker dessutom får bred spridning. Genom den sortens aktivitet, som drivs av strävan att tjäna pengar (köpa billigt och sälja dyrt), skapas förutsättningar för att aktiepriserna ska ge en någorlunda korrekt bild av aktiernas värde. Priserna på aktier i bolag som är framgångsrika, eller förväntas bli det, stiger. Det belönar ägarna till framgångsrika företag och medför att bolagen kan göra nyemissioner till högre kurs. Aktiehandel och existensen av aktörer

som söker få högsta möjliga riskjusterade avkastning förbättrar på så sätt förutsättningarna för en effektiv allokering av kapital, dvs. resurser tillförs de bolag som har (eller åtminstone bedöms ha) de bästa framtidsutsikterna.

De mekanismer som verkar på en effektiv aktiemarknad bidrar inte bara till att allokera kapital utan också till att övervaka företagens skötsel. Priserna på illa skötta bolags aktier faller, vilket medför att bolagen inte kan få tillgång till nytt kapital genom nyemissioner i samma utsträckning. Vidare kan bolagets aktier framstå som relativt billiga för den som ser möjligheter att, genom att köpa aktier i bolaget, ta över kontrollen och förändra bolagets verksamhet till det bättre. Aktiehandel skapar således en marknad för företagskontroll. Det bidrar även indirekt till att förbättra företagets skötsel. Företagsledning (inklusive styrelser) känner ett tryck att sköta bolaget väl för att undvika att bli utbytt av nya ägare. De beskrivna mekanismerna gynnar även samhällsekonomin som helhet genom att de borgar för att företag i gemen är mer välskötta.

Offentliga priser på aktier gör det också lättare att starta fonder. Genom att priserna på de tillgångar fonder innehar är offentliga kan fondandelar köpas och säljas utan nämnvärda svårigheter att fastställa andelarnas värde. Sparare med mindre kapital får på så sätt till (relativt) låg kostnad tillgång till väldiversifierade portföljer med hög likviditet.

Aktiemarknaden bidrar således till att fullgöra några av det finansiella systemets huvuduppgifter, nämligen att reducera risk, omfördela risk och kanalisera sparande till investeringar på ett samhällsekonomiskt effektivt sätt. Vidare bidrar en väl fungerande aktiemarknad till att företag sköts bättre. Allt detta ger starka skäl för alla inblandade, såväl stiftare och befintliga aktieägare som potentiella aktieägare, att göra aktier fritt överlåtbara och försöka se till att överlåtelser kan ske till låga kostnader.

Innan vi går vidare finns det anledning att poängtera att aktier är komplicerade finansiella instrument, vars olika egenskaper har olika attraktionskraft för olika köpare och vars egenskaper dessutom kan förändras genom handel med aktierna. I grunden är en aktie en i tiden obegränsad fordran på en andel av det ekonomiska överskottet från ett bolag. Den långa tidshorizonten gör överskottet osäkert och gör därmed i sig att aktien är svårvärderad.

Till detta kommer att aktier (oftast) medför rätt för innehavaren att vara med och bestämma om bolaget. Det inflytande som är kopplat till

en enskild aktie är i praktiken ofta litet, men det ändrar inte det faktum att den som innehar aktien har inflytande över bolaget (och därmed förknippat ansvar). Inflytandet komplicerar värderingen ytterligare. Dels kan aktien i sig i vissa situationer få ett extra värde som är kopplat till att någon vill köpa den i syfte att aktivt utöva ägarmakt. Dels kan de förändringar som följer i spåren på att någon har skaffat sig dominerade ägarmakt ändra utsikterna för bolaget, vilket i sin tur kan påverka aktiens värde (positivt eller negativt).

Det är oundvikligt att instrumentets komplexitet har betydelse för förutsättningarna att organisera handel. Vi har därmed anledning återkomma till aktiers speciella egenskaper i det följande.

## Hur ordna handel med aktier?

Vi har sett att det finns ett grundläggande intresse av att handla med aktier. I någon slags tänkt ursprunglig värld får de som önskar sälja respektive köpa aktier söka kontakt mer eller mindre oorganiserat. Det finns inte anledning att försöka spekulera i hur detta närmare kan tänkas gå till, men det finns två huvudalternativ. Antingen möts hugade säljare och köpare fysiskt på vissa bestämda platser eller så kommer vissa personer att fungera som mäklare och åta sig att förmedla affärer mellan säljare och köpare utan att dessa träffas. Den avgörande skillnaden mellan dessa lösningar är mäklarens möjlighet att bidra till handeln. En mäklare kan bidra på olika sätt, dels direkt till handeln, t.ex. genom att ställa kurser och genom att ha ett handelslager, vilket gör att kunden kan genomföra sin transaktion direkt, dels genom att för sina kunders räkning sortera och ge information om de olika bolagens verksamhet. Vidare kan en mäklare efter avslut se till så att rätt antal och slag av aktier kommer till rätt köpare och att säljaren av aktierna får betalt.

Redan här kan vi urskilja åtminstone tre funktionellt olika områden, som vi kan kalla *handel*, *listning* och *avveckling*. De rör, enkelt uttryckt, frågorna *hur* handeln ska gå till respektive *vad* som ska handlas samt hur utväxlingen av aktier mot pengar ska gå till. Försättningsvis kommer vi att behandla de två förstnämnda funktionerna betydligt mer utförligt.

När det gäller det vi ovan kallar den fysiska marknadsplatsen är det handelsfunktionen som till att börja med kommer i förgrunden. Givet att marknadsplatsen utvecklas till något mer än en fysisk mötesplats (eller en plats i cyberrymden) för hugade köpare och säljare så finns

behov av överenskommelser om hur handeln ska organiseras och villkoren för den.

Ett generellt problem som möter alla som vill handla med aktier är den informationsasymmetri som föreligger mellan ägare med insyn i ett bolag (insiders) och sådana som står i begrepp att köpa in sig som ägare i bolaget (outsiders). Problemet är störst innan det hunnit etableras en egentlig marknad i bolagets aktier, dvs. när ägandet ska gå från en sluten krets till en vidare krets. På en marknadsplats där inga andra mekanismer eller aktörer än säljare och köpare finns, har köpare ingen annan möjlighet att utvärdera de erbjudna aktierna än säljarens uppgifter om bolagets verksamhet och ställning. Som vi kommer att utveckla senare skulle det innebära att priset på aktier som introduceras liksom kurserna på noterade bolag reduceras på grund av osäkerhet om bolaget och därmed om aktierna värde. I förlängningen innebär ett sådant läge att det inte finns förutsättningar för aktiehandel. Aktörerna har således ett intresse av att skapa institutioner, utforma avtal etc. som kommer tillrätta med den informationsasymmetri som finns. Som sagt återkommer vi till detta s.k. lemons-fenomen senare.<sup>6</sup>

Intresset hos befintliga ägare av att kunna få bra betalt för sina aktier skapar således efterfrågan på metoder och system för att verifiera att aktierna håller det som utlovats såväl vid introduktioner som senare. Vilka aktörer som ska fullgöra denna funktion är inte givet. Marknadsplatser och mäklare har en given roll i detta sammanhang, men även ytterligare förtroendeskapande mellanhänder (mellan säljare och köpare) kan tänkas.

Av det ovan sagda kan man dra slutsatsen att det parallellt med bestämmelser om handeln sannolikt relativt snabbt uppkommer bestämmelser om villkor för tillträde till marknaden och om verifiering av att kraven efterlevs. Institutionellt har handels- och listningsfunktionerna varit nära sammankopplade i så måtto att det vi traditionellt kallar en börs svarat för båda uppgifterna.<sup>7</sup> Men den aktuella utvecklingen anty-

<sup>6</sup> Begreppet är hämtat från den amerikanska benämningen på dåliga bilar; se Akerlof, George A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q.J. ECON. 488 (1970).

<sup>7</sup> Begreppet börs är i lagstiftningen ersatt med "organiserad marknadsplats". I den här artikeln använder vi båda begreppen utan att någon betydelseskillnad är avsedd.

der att de åtminstone delvis kan vara separerbara. Principiellt finns det således inget hinder för att en aktör åtar sig att sköta listningen (utforma och övervaka krav på bolagen) och att själva handeln sedan organiseras av en eller flera börser. I synnerhet är det lätt att tänka sig att någon erbjuder handel utan att själv ta ansvar för till exempel den granskning som ingår i listningsfunktionen, så länge det finns andra aktörer som sköter denna. Möjligen är det mer tveksamt hur listning utan koppling till handel skulle fungera. I vart fall skulle problemet att skapa trovärdiga incitament för att den granskning som ingår i listningstjänsten ska skötas väl vara större om inte listningsföretaget också är berett att sätta upp aktien på en börslista vars rykte påverkar börsens egen lönsamhet.<sup>8</sup>

Det kan noteras att i vissa avseenden liknar börser och mäklares uppgifter varandra funktionellt – en mäklare som har omfattande kontakter med både säljare och köpare kan sägas utgöra ett nav för handeln på samma sätt som en börs. Det är således ingen slump att börser traditionellt ofta startades som icke vinstdrivande medlemsföretag där medlemmarna var de företag som ägnade sig åt att handla aktier som ombud för andra. Skapandet av en börs kan i detta perspektiv ses som en förlängning och effektivisering av mäklarnas egen verksamhet.<sup>9</sup>

### *Handelsfunktionen*

Överenskommelser om hur själva handeln ska gå till kan tänkas avse en lång rad frågor. Ett område där det sannolikt förekommer överenskommelser mycket tidigt i utvecklingskedjan är ordningsregler och praktiska frågor. Hit hör frågor rörande öppettider, enhetlig terminologi, handelsposter, offentliggörande av affärer och senare kanske gemensamma tekniska system. Med utgångspunkt i antagandet att en effektiv

<sup>8</sup> Ett aktuellt exempel är de intressekonflikter som förefaller kunna drabba ett ratingföretag, som ägnar sig åt granskning (och dessutom kreditvärdering) utan att göra några direkta åtaganden med koppling till det granskade värdepapperet.

<sup>9</sup> För närvarande pågår en liknande utveckling där mäklare går samman genom att starta handelsplattformar vid sidan av börserna. Tanken med dessa är att mäklarna ska kunna handla direkt med varandra och till exempel utnyttja varandras handelslager. Drivkraften är att sänka kostnaderna i förhållande till att göra affärerna över den traditionella börserna. Det är värt att notera att denna utveckling följer i spåren på att börser slutat vara medlemsföretag och i stället sköts på konventionellt vinstdrivande basis.

handel är ett gemensamt intresse för såväl befintliga som potentiella aktieägare bör det finnas rimligt goda förutsättningar att nå enighet i dylika praktiska frågor.

Att mäklare som skapat en börs önskar begränsa tillträdet till börsen för andra mäklare och för direkthandel är inte heller svårt att förstå. Det gäller exempelvis om handeln är organiserad så att det uppstår motpartsrisker. Även mer kartellartade motiv kan förekomma, t.ex. en strävan att hålla nya konkurrenter ute. Motiven i detta avseende är särskilt starka om den egna börsen uppnått en dominerande ställning.

Frågan om offentliggörande av affärsavslut och priser förtjänar några ytterligare kommentarer. Här finns en latent intressesmetsättning mellan investerare och mellanhänder. Från investerarens synpunkt är snabb information om hur mycket som handlas och till vilka priser en fördel, t.ex. genom att handeln kan signalera att ny information om en viss aktie kommit ut i marknaden. För en mellanhand, särskilt en som handlar mot eget lager, gör ökad genomlysning emellertid att riskerna ökar, eftersom denne då tvingas avslöja sina egna positioner. Ökade risker för mellanhänder betyder (allt annat lika) att investerarnas kostnader för att anlita sådana stiger. Investerarna har således skäl att inte kräva total genomlysning. I princip finns här således en balanspunkt där genomlysningen av handeln beaktar såväl mellanhandens intresse av att fördröja information som investerarnas intresse av snabb pris- och omsättningsinformation.

### *Listningsfunktionen*

Grundfrågan här är vilka kvalitativa minimikrav som ska ställas på de bolag vars aktier ska introduceras och handlas på marknaden. Nästa fråga är i vilken mån övervakning och andra mekanismer kan bidra till att kraven uppfylls.

Som vi sett är en bakomliggande drivkraft för listningsfunktionen de befintliga ägarnas intresse av att skapa ett informationsläge där aktier kan introduceras och handlas till kurser i närheten av vad de verkligen är värda utan alltför stora avdrag för osäkerhet rörande bolagens ställning. Behovet av att komma till rätta med informationsasymmetrier mellan insiders och outsiders kombinerat med ett behov av standardisering utgör grunden för listningsfunktionen. Standardisering kan vara önskvärd av flera skäl och i flera dimensioner.

Information om bolagen är en viktig förutsättning för den som överväger att köpa aktier. För att nå många potentiella aktieägare kan de befintliga ägarna antas vara beredda att vidta åtgärder för att sänka informationskostnaderna. Ett område som är av grundläggande karaktär kan tas som exempel, nämligen verifiering och standardisering av ekonomisk och annan information. En ägare som har intressen i olika bolag är intresserad av att kunna jämföra de olika bolagens utveckling. Det underlättas till exempel av att de har samma system för redovisning av rörelsens gång och ställning. Även potentiella ägare har intresse av att det är lätt att jämföra olika investeringsobjekt. Med andra ord finns det ett starkt intresse av att införa gemensamma standarder för redovisning och om sådana införs är det ganska lätt att tänka sig att även presentationen av den standardiseras, liksom annan information från bolagen. Det underlättar jämförelsen och informationskostnaderna minskar. Kraven på information bör kunna drivas så långt att vinsten för dem som ska fatta investeringsbeslut uppväger kostnaden att producera och följa reglerna för den standardiserade informationsgivningen.<sup>10</sup>

Det är också rimligt att (ägarna till) de noterade bolagen ålägger sig att följa andra beteenderegler, som på olika sätt underlättar för potentiella ägare att värdera aktierna. Även här kommer standardisering in i bilden. Ett villkor för listning kan således vara att bolagsordningen i ett noterat bolag ska uppfylla vissa grundkrav. Listningskraven bör också kunna omfatta faktorer som påverkar förutsättningarna för handel, t.ex. bolagets storlek och mängden utestående aktier.

Rimligen finns förutsättningar att tillämpa listningskrav som skiljer sig åt mellan olika listor. Alla aktörer kan inte förutsättas göra samma bedömningar av vad som är en lämplig nivå på krav av olika slag. Det räcker att anta att det finns någon grad av heterogenitet i gruppen av

<sup>10</sup> Informationsproblemen är typiskt sett störst när aktier för första gången ska säljas till en vidare krets. I praktiken kompletteras därför börsens listningsfunktion av granskning av andra aktörer som specialiserar sig på att verifiera information om företag, i första hand värdepappersinstitut. Även dessa har till uppgift att gå i god för att bolaget lämnar korrekt information. De kan i vissa fall markera sin tilltro till bolaget genom att garantera att aktierna kommer att placeras, i sista hand genom att själva köpa upp dem. I samma syfte väljer ägarna till ett bolag aldrig att försöka sälja ut hela bolaget på börsen i samband med en första börsintroduktion. De måste markera sin tilltro till bolagets framtid genom att behålla en (ofta) dominerande ägarandel. Funktionen att motverka lemons-problemet är på nytt tydlig.

nuvarande och potentiella aktieägare för att det ska vara rimligt att förutsätta motsatsen. Här finns således utrymme för en sorteringsmekanism där ägare som är beredda att acceptera hårdare krav skiljs ut från dem som av olika skäl inte är beredda att ålägga sig lika hårda krav. Motsvarande sorteringsmekanism finns inom gruppen potentiella aktieägare, där vissa kan tänkas ställa högre krav på ett bolag för att överväga att köpa dess aktier än andra. Man kan även tänka sig specialisering på grund av de noterade bolagens verksamhet, som t.ex. att olje- och gruvbolag söker sig till en handelsplats med listningskrav anpassade till dem. Genom sådana olikheter skapas förutsättningar för att det ska uppstå flera börser (eller flera börslistor hanterade av samma börsföretag) där sinsemellan olika men inom varje börs likartade krav ställs på de listade bolagen.

Kraven för listning måste, för att inte bli meningslösa, kombineras med övervakning av att de följs. Det är dock inte nödvändigt att det är den som bestämmer listningskraven som också svarar för övervakningen. Viktigt är dock att den som sköter övervakningen har trovärdiga incitament att sköta uppgiften bra. Som vi nämnt ger den koppling mellan listning och handel som normalt sker på börser incitament att sköta granskningen väl eftersom börslistans rykte påverkar börsens egen lönsamhet. Det är fullt möjligt att övervakningsuppgiften delas mellan olika aktörer. Erfarenhetsmässigt delegeras en hel del av övervakningen från den som anger listningsvillkoren till andra institutioner, vilka har det gemensamt att de har god inblick i de noterade bolagen och att de sätter framtida egna intäkter på spel genom att garantera uppgifter om bolaget. Exempel på sådana aktörer, som vi kallar förtroendeskapande mellanhänder, är revisorer, investmentbanker och advokatbyråer. Vi återkommer nedan till frågan hur ägare som vill introducera aktier på en börs kan skapa trovärdighet för sitt erbjudande med hjälp av icke lagreglerade lösningar.

Standardisering och sortering kombinerad med övervakning är listningsfunktionens centrala innehåll.

### *Avvecklingsfunktionen*

Som nämnts går det att urskilja även en tredje funktion när det gäller handel med aktier, nämligen avvecklingen, där mellanhänderna kan tänkas ha en funktion. Det är dock inte nödvändigt att den som gör upp en affär också ser till att aktier utväxlas mot pengar. Även vid en



relativt outvecklad börshandel kan man tänka sig att det är ett ganska intrikat och viktigt arbete att se till så att rätt aktier och rätt summa pengar hamnar hos rätt person. Förutom att hantera risken för felaktigheter och ohederlighet innefattar funktionen att hantera insolvens hos motparter. Ytterligare en uppgift kan vara att förvara aktier och vederlag för åtminstone aktiva investerare. Systemrisker kan motivera reglering av dem som är inblandade i avvecklingen av aktieaffärer, men detta regleringsmotiv behandlas som nämnts inte närmare här.

Avveckling och förvaring har drag av infrastruktur. Det sammanhänger bland annat med att det finns stordriftsfördelar. Detta skapar konkurrensproblem som i sin tur kan leda till låg såväl effektivitet som innovationsförmåga. En preliminär bedömning är därför att eventuella regleringsmotiv på detta område snarare finns på områden av konkurrensrättslig natur och att det som är specifikt för aktie- och värdepappershandel är av mindre vikt.

### *Mäklarnas funktioner*

Vi har sett att mäklare fyller en viktig roll genom att antingen själva förmedla affärer mellan säljare och köpare av aktier eller att göra detta via en börs. Mäklarna förekommer i flera relationer som kan vara aktuella ur ett regleringsperspektiv. Mäklare förekommer som ägare till börser, vilket gör att de kollektivt har ett inflytande över handels- och listningsvillkoren samt över villkoren för att bli börsmedlem. Därutöver måste de reglera sina inbördes relationer vad avser avveckling och liknande, men det behandlas som nämnts inte här. Mäklarna har därutöver självklart en relation till sina kunder, de som önskar köpa respektive sälja aktier.

Mäklare driver ofta även verksamhet av annat slag än att förmedla aktieaffärer, nämligen rådgivning om vilka aktier som en investerare bör köpa respektive sälja, rådgivning och praktiskt biträde till bolag och ägare som önskar genomföra olika aktierelaterade transaktioner samt egen handel med aktier. De här verksamheterna utgör separata funktioner. Genom att de kan ge upphov till intressekonflikter där en kund eller kundkategori ställs mot en annan kund eller kundkategori är kombinationen av funktioner inom samma företag särskilt svårhanterliga. Sett endast ur detta perspektiv borde kunderna efterfråga mellanhänder som enbart förmedlar aktieaffärer och inte sysslar med de andra funktionerna. Så tycks emellertid inte vara fallet i dagens verklighet. Slutsat-

sen av detta kan vara att fördelarna med att kombinera de olika verksamheterna sammantaget uppväger nackdelarna i form av att vissa kunder riskerar att medvetet behandlas illa, åtminstone med de regleringar som finns i dag. Huruvida marknaden skulle ge andra lösningar utan reglering går inte att säga. För oss som endast diskuterar regleringen av aktiehandel gäller det att försöka bortse från de regleringsmotiv som kommer från att sådan kombineras med de andra verksamheterna.

För att komma längre i analysen av mäklarnas funktion vid aktiehandel (alltså relationen mellan mäklare och kunder) är det nödvändigt att definiera vilka tjänster de erbjuder vad avser handeln. Det ligger i mäklarnas roll att dessa tjänster är relativt subtila. Ett exempel är att när en aktie väl passerat hela vägen från säljare till köpare har den samma egenskaper som innan den överläts.<sup>11</sup> Mäklarens tjänster är således kopplade till transaktionen, snarare än till det som överläts. Av detta följer emellertid inte att mäklarna är oviktiga. Tvärtom är de (hitom ett system med direkthandel mot en öppen orderbok) en förutsättning för effektiv aktiehandel.

Kärnan i en mäklares verksamhet är att hjälpa kunder som är säljare av aktier att finna köpare och kunder som är köpare att finna säljare. Analysen kompliceras av att dessa uppgifter kan skötas på en rad olika sätt. Med utgångspunkt i att det är fråga om mäklare som agerar på en börs är den mest näraliggande varianten att mäklaren finner en motpart genom att låta ordern passera via börsens orderbok. Men för en kund som är intresserad av att till exempel omvandla aktier till kontanter kan det spela liten roll om mäklaren i stället tar aktierna i egen bok eller förmedlar affären till en köpare vid sidan av börsen. Det avgörande är att försäljningspriset för aktierna minus transaktionskostnaden blir så stort som möjligt. För en aktör som mer regelbundet handlar aktier är det viktiga att utfallet blir så bra som möjligt inte bara i en enskild transaktion utan sett över samtliga (förväntade) transaktioner.

Detta exempel räcker för att illustrera att en mäklare inte enbart är ett ombud som sätter den som vill handla aktier i kontakt med börsen. I vissa avseenden är mäklaren även en konkurrent till börsen eller, om

<sup>11</sup> Ett undantag är om överlåtelsen är en del i ett kontrollskifte, där den nye ägaren avser att förändra bolagets verksamhet. Denna aspekt är dock inte specifik för mellanhandens roll i transaktionen och vi lämnar den därför därhän i detta sammanhang.

man så vill, en alternativ marknadsplats.<sup>12</sup> Likväl finns det skillnader. En är att börser inte har direkt kontakt med köpare och säljare av aktier. Deras primära kundförhållande är med de noterade bolagen. Det faktum att börser typiskt sett har mer omfattande handel gör också att standardisering är ett viktigare element i deras verksamhet.

Omvänt gäller att mäklare, åtminstone i typiska fall, inte har direkt kontakt med bolagen.<sup>13</sup> I stället är det aktörer som handlar med aktier som är deras primära kunder. Det kan finnas skäl för kunden att bygga upp en varaktig relation och kanalisera flertalet aktieaffärer till en (eller ett fåtal) mäklare. Från mäklarens sida innebär det i sin tur att det finns incitament att vårda kundrelationer; en missnöjd kund innebär minskade framtida intäkter.

I grunden är relationen mellan kunden och mäklaren inte olik den som finns på andra tjänsteområden. Den framstår i vissa avseenden till och med som enklare än en kunds relation med till exempel en bank eller en försäkringsgivare, bland annat därför att de kapitalvärden som är utsatta för risk inte är direkt beroende av mäklarens beteende samt oftast är små (eller i vart fall av kortfristig natur).

Ett institutionellt faktum är att börsmedlemmar icke desto mindre är föremål för stor uppmärksamhet från både börserna, i form av detaljerade avtalsvillkor, och lagstiftaren, via lagar och föreskrifter. Notabelt är också att lagstiftarens intresse inte primärt rör deras inbördes relationer, utan deras relationer till dem som köper och säljer aktier. För att närma sig frågan varför det är så krävs en mer djupgående diskussion av vad som kännetecknar dessa investerare och vilka svårigheter de kan tänkas ha att hävda sina intressen i en aktiemarknad byggd på frivilliga överenskommelser. Vi återkommer till den frågan i nästa avsnitt.

<sup>12</sup> En mellanhand kan även tänkas tillhandahålla ett slags listningstjänster genom att välja att ställa priser i vissa aktier men inte i andra. Även i detta avseende är således gränsen mellan en marknadsplats och en mellanhand flytande.

<sup>13</sup> Här är det fråga om mellanhänder som verkar på en mer utvecklad marknad (och via en marknadsplats) och inte de mellanhänder som vi diskuterade lite tidigare. Vi bortser vidare från att mellanhänder i många fall även är aktiva som rådgivare m.m. i primärmarknaden för aktier, dvs. i samband med notering av nya bolag. Detta är fundamentalt en annan tjänst utan tydlig funktionell koppling till deltagande i handel på sekundärmarknaden.

### *Summering*

I det här avsnittet har tre separata funktioner identifierats som alla är mer eller mindre nödvändiga för att en effektiv börshandel med aktier ska kunna äga rum, nämligen listning, handel och avveckling. Diskussionen har vidare identifierat ett antal hållpunkter för hur aktiehandel spontant skulle kunna organiseras. I institutionella termer har vi lyft fram att handel underlättas av skapandet av börser och mäklare som har möjlighet att handla direkt på dessa. Utan att gå in på detaljerad nivå har vi konstaterat att det bör finnas förutsättningar för att nå fram till överenskommelser om vilka regler som ska gälla för aktiehandeln.

En premis är att det finns ett gemensamt intresse för alla berörda att skapa en väl fungerande handel, eftersom det gynnar alla aktörer i egenkap av potentiella aktieägare i alla bolag. Detta innebär inte att det inte finns heterogenitet inom gruppen av aktieägare och potentiella aktieägare eller att det inte finns intressekonflikter mellan olika delgrupper, vilka kan aktualisera statlig reglering. Innan det är berättigat att överväga statliga regleringar bör man dock förvissa sig om att det inte finns förutsättningar för aktörerna själva att skapa lösningar. Här ska vi gå vidare och undersöka hur aktörerna själva kan lösa några av de grundproblem som är förknippade med handel med aktier.

## **Marknadslösningar**

I det här avsnittet ska vi således undersöka förutsättningarna för marknadens aktörer att lösa några av de problem som vi identifierat ovan. Genomgången ska ses som exemplifieringar, snarare än som en uttömmande lista.

### *Lemons-problemet*

Som vi varit inne på är ett av de grundläggande problemen att skapa förtroende för nyintroducerade aktier. Utan mekanismer som gör detta saknas helt enkelt förutsättningar för en fungerande aktiehandel. Problemet att komma till rätta med den informationsasymmetri som föreligger mellan insiders och outsiders är störst vid introduktion av aktier på en marknad men ungefär samma problematik gör sig gällande även senare.

Vid en introduktion har potentiella köpare anledning att oroa sig för att säljarna ska ge en överdrivet positiv bild av företaget. För att skydda sig kommer de att reducera det pris de är villiga att betala. Det betyder att seriösa säljare, även om de ger en korrekt bild av sitt företag, inte kommer att få fullt betalt för sina aktier. De är därmed obenägna att sälja. Köparna inser detta och reducerar det pris det är villiga att betala ytterligare, eftersom de måste räkna med att endast mindre seriösa säljare kommer att vara villiga att notera sina aktier. I förlängningen innebär detta att det saknas förutsättningar för att etablera handel med aktier. En aktiehandel utan stöd av institutioner och aktörer som åtar sig att försöka validera den information som insiders lämnar skulle således falla offer för ett klassiskt s.k. lemons-fenomen.

Intresset hos befintliga ägare av att kunna få bra betalt för sina aktier skapar således efterfrågan på ett system för att verifiera den information säljarna lämnar om bolaget. En lösning är att det etableras aktörer som tar på sig uppgiften att granska säljarnas påståenden om företagen. För att trovärdigt kunna tillhandahålla denna tjänst måste aktören skapa ett förtroendekapital underbyggt av incitament som innebär att den riskerar att förlora framtida intäkter om den bidrar till att ordna handel i aktier i företag som inte lämnar korrekt information. Tjänsten kan tillhandahållas av en börs eller (åtminstone i teorin) av en enskild mäklare, men kompletteras i praktiken av en rad olika typer av förtroendeskapande mellanhänder. Gemensamt för dessa är att de har insyn i det bolag som ska noteras/är noterat och att de sätter framtida intäkter på spel genom att garantera uppgifter om bolaget. Vid introduktioner är det främst inblandade revisionsbyråer, investmentbanker och advokatbyråer som har denna roll. Dessa aktörer är beroende av framtida intäkter från liknande affärer och skulle om de avslöjas med felaktiga uppgifter riskera dessa intäkter. Potentiella köpare av aktier får inför investeringsbeslut värdera vilken tilltro de sätter till olika förtroendeskapande mellanhänder.

Som ytterligare markör av tilltro till bolaget kan en mellanhand garantera att de introducerade aktierna kommer att placeras, i sista hand genom att själva köpa upp dem. I samma syfte väljer ägarna till ett bolag aldrig att försöka sälja ut hela bolaget på börsen i samband med en första börsintroduktion. De måste markera sin tilltro till bolagets framtid genom att behålla en (ofta) dominerande ägarandel. Det finns alltså en betydande uppsättning åtgärder som aktörerna kan använda sig av för att motverka lemons-problemet. Oundvikligen kommer en

del lemons att slinka igenom systemet, men det gäller även ett lagreglerat system.

Risken finns ändå att vinsten med att luras i ett enskilt fall är så stor att den uppväger bortfallet av framtida intäkter. Förtroendeskapande mellanhänder har byggt upp ett kollektivt förtroendekapital, vilket gör att en enskild aktör, t.ex. en nystartad investmentbank, kan försöka dra nytta av detta för att hjälpa till med en introduktion som bygger på felaktiga uppgifter. Här kan man således tänka sig att det uppstår en slags extern effekt i så måtto att en enskild aktörs agerande kan skada förtroendet för de övriga och därmed, åtminstone tillfälligt, försämra marknadens funktionssätt. Risken för sådana spridningseffekter är uppenbart inte begränsad till aktiemarknaden. Frågan ur ett regelsperspektiv är huruvida följderna av detta slags beteende inom just aktiemarknaden föranleder särskilda åtgärder från statens sida. Den bedömningen bör också påverkas av i vad mån staten genom regler och tillsyn riskerar att bygga upp tillträdes hinder till marknaden som på sikt höjer kostnaderna för att använda sig av dessa mellanhänders tjänster.

### *Insiderinformation*

De problem som gör sig gällande vid introduktioner finns även, om än möjligt i mildare form och av något annan nyans, under den tid som ett bolags aktier är noterade. Även om det överordnade gemensamma intresset är en aktiemarknad som genom en korrekt prisbildning underlättar handel och därigenom fullgör funktionerna att allokera kapital och övervaka bolagens drift så finns incitament för enskilda aktörer att i syfte att själva tjäna pengar se till att prisbildningen på aktier blir felaktig. Den som vill öka sitt aktieäggande i ett bolag vill att kursen går ned och den som vill minska sitt ägande vill att kursen går upp. Prisbildningen kan störas genom att sprida felaktig information eller genom annan kursmanipulation.

De här drivkrafterna gäller generellt för alla investerare. Även en investerare som inte äger aktier i ett bolag kan tänkas sprida felaktig information om bolaget. Självklart är risken störst för att den felaktiga informationen ska få allvarliga konsekvenser när det är de som kontrollerar ett bolag som sprider den via officiella kanaler (t.ex. felaktig redovisning). Stora befintliga ägare i ett bolag kan av olika skäl önska att informationen om bolaget inte är korrekt eller fullständig. Det kan bero på att de önskar driva bolaget på ett sätt som aktiemarknaden inte för-

väntas uppskatta och att de genom sin dominerade ställning inte är intresserade av att aktiemarknadens övervakningsfunktion fullgörs (de privata vinsterna är större än förlusterna till följd av utebliven övervakning).

En reglering som generellt syftar till så god information som möjligt tar i idealfallet hand om de berörda problemen och det är rimligt att tänka sig att den som utformar reglerna tar hänsyn till att det finns intresse hos aktörer att vilseleda marknaden.

### *Insiderhandel*

En särfråga som ligger nära informationsgivning och kursmanipulation är insiderhandel. Regleringen av insiderhandel är mycket omfattande och övervakningen ges betydande resurser. Att närmare gå in på insiderproblematiken här och nu skulle föra för långt, men något kan sägas.

En del aktörer lägger ned betydande resurser på analysarbete i syfte att upptäcka felvärderade bolag. Som vi sett bidrar denna verksamhet såväl till effektiv kapitalallokering som till övervakningsfunktionen. Liksom andra aktörer är dessa beroende av tillförlitlig information om de potentiella investeringsobjekten. Kanske mer än andra aktörer är de emellertid beroende av att andra inte har ett informationsövertag; då hjälper det nämligen inte att man lägger stora resurser på analys av allmänt tillgänglig information.

Det här talar för att befintliga ägare är beredda att se till att alltför stora informationsövertag inte uppstår eller i vart fall inte utnyttjas för handel. Alla ägare är mer eller mindre intresserade av detta men passiva ägare i mindre grad eftersom dessa inte har kostnader för analys och väljer att förlita sig till marknads övervakning och prissättning. För den som säljer och köper utan att göra en egen analys spelar det ingen egentlig roll om det förekommer insiderhandel. Ibland kommer insidern att höja värdet på aktien och ibland att sänka det. Det genomsnittliga resultatet av insiderhandel torde vara nära noll för en aktieägare som enbart handlar av likviditetsskäl (eller väljer aktier slumpmässigt).

En del talar ändå sammantaget för att det finns ett gemensamt intresse hos ägarna till de noterade bolagen av att de som har ett informationsövertag inte ska få utnyttja det alltför mycket. Samtidigt ska man komma ihåg att insiderhandel tillför marknaden information. Det här är inte bara ett fenomen i relationen mellan befintliga ägare och tillkommande ägare utan också i relationen mellan t.ex. företagsledning

och alla investerare. Eftersom det här är fråga om svåra avvägningsfrågor (som det knappast finns något rätt svar på) kan man mycket väl tänka sig att överlämna frågan om insiderreglering till respektive marknadsplats, som kan lösa frågan genom avtal med de noterade bolagen, mäklare och andra som kan nås av börsens regler. Olika lösningar kan därvid prövas och någon form av regleringskonkurrens uppstå.

En annan aspekt av insiderhandel är den kontraktuella, alltså när anställda eller uppdragstagare utnyttjar information som egentligen tillhör någon annan. Ett uppenbart exempel är när en anställd hos ett företag som förbereder ett bud på ett annat företag utnyttjar kunskap om det kommande budet för att själv köpa aktier eller tipsa någon annan. Detta tillför marknaden information som fördyrar huvudmannens bud, vilket kan betecknas som illojalt i en kontraktsrelation. Ett annat exempel är en journalist som handlar i förhand på de rekommendationer som tidningen publicerar. Genom ett sådant handlade riskerar journalisten att minska läsarnas vilja att betala för de analyser tidningen publicerar och skadar på så sätt tidningens lönsamhet och rykte. Här finns alla skäl för huvudmannen att binda berörda att inte handla på eller avslöja känslig information.

Följaktligen finns motiv för olika aktörer att med avtalsmässiga medel motverka olika former av insiderhandel. Att kriminalisering likväl blivit den internationellt valda lösningen är ett faktum. Som vi noterade inledningsvis finns det skäl som talar för en kriminaliseringslösning, nämligen standardiserade regler och möjlighet att nå aktörer som inte är kontraktsbundna, som är svåra att väga mot fördelarna med alternativa lösningar. Att här försöka närmare analysera det rimliga i den gällande ordningen med mycket omfattande kriminalisering skulle föra för långt.

### *Handelsfunktionen*

Som vi varit inne på måste det till reglering, dock inte nödvändigtvis statlig, för att handelsfunktionen ska kunna fullgöras. Det behövs regler för att deltagarna i systemet ska kunna fungera tillsammans och gemensamma regler om information om handeln. Hur reglerna ska se ut är långt ifrån givet och det kan antas att det föreligger ett behov av att söka sig fram till de bästa lösningarna genom "trial and error".

Ett mål för regleringen av handeln på en marknad är att handeln ska resultera i offentliga priser på de aktier som handlas som reflekterar till-



gänglig relevant information. Genom att priserna blir bärare av information som är tillförlitlig underlättas en effektiv kapitalallokering och övervakningsfunktionen stärks. Även om målet är lätt att formulera är medlen inte självklara.

God likviditet anses vara ett kännetecken för en välfungerande marknad. Likviditet är emellertid ett begrepp som kan sönderdelas ytterligare. Vanligt är att dela in begreppet likviditet i omedelbarhet, bredd, djup och återhämtningsförmåga.<sup>14</sup> En marknad som kännetecknas av hög grad av omedelbarhet, liten bredd, stort djup och hög återhämtningsförmåga brukar betraktas som likvid och priserna på en sådan marknad kan därmed antas ha stort informationsvärde. De olika dimensionerna av likviditet kan emellertid stå i konflikt med varandra. Ett kontinuerligt handelssystem kan ge upphov till god omedelbarhet men vara ofördelaktigt i fråga om bredd, djup och återhämtningsförmåga.

Utgångspunkten måste dock vara att det finns ett starkt intresse att utforma handelssystemet så att det får bästa möjliga kombination av egenskaper. Särskilt gäller detta eftersom god likviditet tenderar att attrahera ytterligare aktörer, vilket ger mer omsättning och därmed större intjäning för den som ansvarar för handelssystemet. Detta är även en drivkraft för ökad konsolidering. Även de skalfördelar som finns i handeln med aktier driver på mot ökad konsolidering.

Ökad konsolidering kan alltså leda till minskade transaktionskostnader och ökad likviditet men kan också hämma den långsiktiga effektiviteten genom minskad konkurrens och innovationskraft. Konkurrerande handelssystem kan således vara bra för den långsiktiga effektiviteten även om det i någon mening temporärt leder till minskad effektivitet.<sup>15</sup>

En övergripande regleringsfråga, som inte kan överlåtas åt aktörerna, är om lagstiftaren anser att konsolidering är så viktig att konkurrerande handelssystem inte tillåts. Det är dock svårt att i dag tänka sig att lagstiftaren i avvägningen mellan fördelarna med konsolidering och fördelarna med fragmentisering entydigt skulle ta ställning för det första och

<sup>14</sup> Se vidare t.ex. SOU 2006:50, s. 152 f.

<sup>15</sup> Detta motsvarar vad som på ekonomjargong brukar betecknas som statisk respektive dynamisk effektivitet och där den senare egenskapen är långt viktigare.

helt enkelt inte tillåta konkurrens. Tvärtom talar ju MiFID entydigt för att ökad konkurrens är eftersträvat.

### *Mäklare*

Regleringen av mäklarna kan ses ur olika vinklar.<sup>16</sup> Utgångspunkten är att mäklarna är till för att tillgodose investerarnas intressen av en effektiv handel. Relationen mellan sådana som köper och säljer aktier och mäklare skiljer sig strängt taget inte från liknande relationer på områden där andra varor handlas. Visst finns det möjlighet för mäklare att behandla kunder illa och ibland gynna vissa kunder på andras bekostnad, men att det skulle vara någon principiell skillnad mellan mäklare som sköter handel med aktier och andra mellanhänder är svårt att se. De befintliga ägarna av bolagen som handlas på börsen har ett intresse av att mäklarna sköter sin uppgift så effektivt som möjligt. För att locka till sig fler bolag kan börsen därför tänkas sätta upp regler som de mäklare som får tillträde till börsen ska följa. Kartellbildning och liknande konkurrensbegränsning är emellertid inte bra för marknadens funktionsduglighet och därmed inte heller för de listade bolagens ägare. De får bära en del av kostnaden genom att värdet på deras aktier blir lägre. De vill därför inte ha regler ägnade att skapa alltför höga tillträdesbarriärer.

### *”Best execution”*

Information om aktuella kurser är väsentlig inte minst för den som är i färd med att köpa och sälja aktier. Här uppstår ett problem som ligger i skärningen mellan hur handelssystemet är organiserat och hur relationen mellan kunden och mäklaren fungerar. I den senare relationen finns en möjlig informationsasymmetri i och med att det kan vara svårt för kunden att avgöra huruvida hennes order genomförs till ett i förhållande till marknaden rättvisande pris. Hur svårt beror bland annat på hur information om handeln och aktuella priser sprids till allmänheten.

Principiellt finns det inte något uppenbart skäl att se annorlunda på denna del av relationen mellan kunden och mäklaren än på frågor som

<sup>16</sup> Att börser ägda av mäklare ger upphov till särskilda incitament i regelgivningen, t.ex. av konkurrensrättslig karaktär, bortser vi från i det följande.

rör till exempel priset på olika tjänster som kunden köper av mäklaren. I ett läge med avtalsfrihet bör det vara möjligt för kunden att välja vilka krav på dokumentation etc. som ska åtfölja en viss transaktion.

Lagstiftaren har valt en annan väg via kravet på ”best execution” eller bästa utförande av kundorder som är den svenska termen.<sup>17</sup> Mäklaren åläggs av lagstiftaren att söka reda på de bästa villkoren för sin kund samt att ge information till kunden, att klassificera kunden och att dokumentera gjorda affärer. Kravet på bästa utförande av kundorder är i lagtexten uttryckt så att mäklaren (värdepappersinstitutet) vid utförande av kundorder ska vidta alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för kunden med avseende på pris, kostnad, snabbhet, sannolikhet för utförande och avveckling, storlek, art och andra för kunden väsentliga förhållanden.<sup>18</sup> Undantag görs endast för jämbördiga motparter och om en kund gett specifika instruktioner om hur affären ska genomföras.<sup>19</sup> Mäklare ska också dokumentera alla genomförda affärer på ett sådant sätt att Finansinspektionen har möjlighet att övervaka att kraven är uppfyllda.<sup>20</sup>

Uppsåtet synes här vara gott, men det finns åtminstone två (sammankopplade) problem med detta krav. Dels är det svårt att vid varje tidpunkt ta reda på vad som är de bästa tillgängliga villkoren för en order, dels bortser kravet från de kostnader som mäklaren oundvikligen har för att leta reda på de bästa villkoren samt för dokumentation.

Om det finns en rad olika möjligheter att genomföra en aktieaffär, t.ex. därför att aktien är noterad på flera handelsplatser, och mäklaren åläggs att alltid söka upp det för kunden bästa alternativet är detta förbundet med kostnader, både direkt och för att bygga upp beslutssystem som gör det möjligt för mäklaren att styrka att bästa kurs har uppnåtts. Det är fullt tänkbart att dessa kostnader är högre än vinsten med att välja det (i någon mening) fördelaktigaste alternativet för att genomföra en affär. I så fall förbyts den tänkta vinsten med lagregleringen i en merkostnad. Övervägande skäl talar för att det är mäklarens kunder som får bära dessa kostnader. I ett system där bästa orderutförande är ett lag-

<sup>17</sup> Kravet på bästa orderutförande finns i artikel 21 i MiFID och i 8 kap. 28–32 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LVM).

<sup>18</sup> 8 kap. 28 § första stycket LVM.

<sup>19</sup> 8 kap. 20 § och 28 § andra stycket LVM.

<sup>20</sup> 8 kap. 12 § LVM.

stadgat krav saknar placeraren dessutom möjlighet att avgöra huruvida hon anser att dessa merkostnader är motiverade. Regeln får därmed en effekt som närmast liknar en skatt på aktiehandel.

På nytt finner vi ett exempel på att lagstiftaren förhindrar investeraren att göra ett självständigt val. En mall ska gälla för samtliga, så länge de inte uppfyller kraven för att räknas som en professionell aktör. Men även när det gäller dessa krav är det lagstiftaren som styr; någon möjlighet att på eget bevåg välja vilken kategori man tillhör erbjuds inte den enskilde investeraren.

## Några policysynpunkter

Vår analys av behovet av statlig reglering av handel med aktier ger utrymme för ett annat synsätt än den policy som ligger bakom den regim som styr den svenska lagstiftningens utformning. Även om det inte sägs rent ut så tycks idealet bakom EU:s policy vara att alla människor utan specialistkunskaper och ansträngning ska kunna direkt handla alla typer av aktier utan särskilda risker.<sup>21</sup> Detta innebär att reglerna i hög grad anpassas till dem som är *minst* lämpade att delta i handeln och att det som kallas konsumentskydd är starkt utvecklat.<sup>22</sup> Konsumentskyddsperspektivet innebär bl.a. att aktieägaren, som i dessa

<sup>21</sup> Se t.ex. punkt 2 i ingressen till MiFID, Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004, som lyder som följer. "Under senare tid har antalet aktiva investerare på de finansiella marknaderna ökat, och dessa erbjuds ett allt mer mångfacetterat och vittomfattande utbud av tjänster och instrument. Med hänsyn till denna utveckling bör gemenskapens rättsliga ramar omfatta hela skalan av verksamheter som riktar sig till investerarna. Det krävs därför föreskrifter som skapar den grad av harmonisering som krävs för att sörja för en hög nivå på skyddet av investerarna och för att på grundval av hemlandstillsyn ge värdepappersföretagen möjlighet att erbjuda tjänster inom hela gemenskapen, som utgör en inre marknad."

<sup>22</sup> Vi är naturligtvis medvetna om att MiFID gör skillnad mellan kunder beroende på deras bedömda professionalitet, men regleringsansatsen präglas ändå av ett skyddstänkande. Det är intressant att notera att skälet till att räntemarknaden inte reglerats på samma sätt som aktiemarknaden är just att den domineras av professionella investerare. För en analys av den svenska räntemarknaden och MiFIDs krav se Statsobligationsmarknaden – behovet av reglering och tillsyn, rapport från Finansinspektionen den 12 juli 2007 nr 2007:14.

sammanhang oftast kallas investerare, framställs som skyddslös i förhållande till de noterade bolagen och till mäklarna. Vidare innebär det att i den mån förhållandena avviker från vad som skulle gälla på en mer eller mindre perfekt fungerande marknad så är ambitionen att det ska rättas till genom statliga regleringar.

Varför regleringen utformats på det här sättet står inte klart; det kan knappast räknas som ett självändamål att anpassa reglerna för de minsta aktieägarna. Någon analys som ger vid handen att de minsta investerarnas direktplaceringar i aktier är väsentliga för företagsamheten eller tillväxten i ekonomin presenteras inte och inte heller argument som ger stöd för tanken att små aktieägare bidrar till aktiemarknaden på ett sätt som gör deras närvaro oundgänglig sett i ett samhällsekonomiskt perspektiv.

Ett alltför omfattande regelverk riskerar också att blir kontraproduktivt i den meningen att mindre kunniga aktörer invaggas i en falsk trygghet. I stället för att till exempel läsa och försöka förstå allt som står i det tjocka prospektet ligger det nära till hands att de nöjer sig med att notera att dokumentet är granskat och godkänt av en statlig tillsynsmyndighet. Likaså finns risken att de alltför okritiskt accepterar råd och rekommendationer från mellanhänder som enligt lag är skyldiga att se till kundens intresse framför sitt eget. Sådan godtrohet lägger grunden för händelser som kan rubriceras som ”skandaler”, eftersom inget regelverk och ingen tillsyn kan ge den trygghet som placerarna förespeglas.

En följd av den här regleringsansatsen är således att det förr eller senare uppstår upplevda missförhållanden som regelgivaren känner sig förpliktad att försöka rätta till med nya, och skarpare, regler. Inget talar för att en sådan process ger ett ändamålsenligt regelverk. Tvärtom ligger det i farans riktning att regelverket får en sådan utformning att aktiemarknadens förmåga att fullgöra sina samhällsekonomiskt viktiga uppgifter långsiktigt undergrävs.

Här berör vi en återkommande fråga vid en analys av det här slaget, nämligen i vilken mån de som intagit fundamentalt okloka positioner ska skyddas. Det finns en interaktion mellan individens agerande och lagstiftarens; ju mer skyddsåtgärder som sätts in av lagstiftaren, desto mindre oklok framstår individens position, vilket i sin tur kan leda till krav på ytterligare skyddsåtgärder. Här kommer man in på värderingsfrågor, t.ex. rörande vad som är en skälig grad av paternalism. Men även med en hög prioritering av skyddet för den enskilde finns det utrymme för en medelsdiskussion. Kanske det är effektivare att införa förbud för

dem man vill skydda än att söka utforma systemet som helhet så att de har förutsättningar att klara sig?

Enligt vår mening bör reglerna för handel med aktier utformas så att de främjar den totala värdetillväxten. En följd av detta är att lösningar i syfte att gynna en typ av aktieägare, men som hämmar den totala värdetillväxten bör undvikas. Det bör ifrågasättas om inte konsumentskyddsambitionerna som kommer till uttryck i gällande regler gått för långt i detta avseende. Fysiska personer som direkt äger små poster av aktier utgör en liten del av aktiemarknaden. Om reglerna i alltför hög grad anpassas till denna grupp medför det alltså en sämre värdeutveckling för övriga ägare. I den missgynnade större gruppen ingår också de privatpersoner som valt att dirigera sitt aktieäggande via professionella mellanhänder såsom aktiefonder eller investmentbolag.

Även den grupp som regelgivaren avsett att skydda, nämligen småspararna, får således betala ett pris för en reglering som gör det alltmer kostsamt för företagen att notera sina aktier på organiserade marknadsplatser. Nya företag avstår från att notera sig och andra avnoteras av storägare som finner det mer lönsamt att stå utanför de organiserade marknadsplatserna. Riskkapitalbolag och –fonder ("private equity") kommer därigenom att spela en allt större roll för kapitalförsörjningen. Följden blir att de småsparare som regelverket var tänkt att skydda inte längre får samma tillgång till aktieplaceringar, inte ens via aktiefonder. Den förväntade avkastningen på deras sparande kan därmed antas bli lägre. Exemplet illustrerar att mycket talar för att småspararna får vara med att betala kostnaderna för det skydd de erbjuds av lagstiftaren. Att konsumentskydd är gratis är och förblir en illusion.

En allmän avvägning för dem som bestämmer reglerna för listning är att sänka de aggregerade kostnaderna för kollektivet av befintliga och potentiella investerare så långt att vinsten uppväger företagens kostnader att följa reglerna. Här kan noteras att storföretag med spritt ägande hittills varit en framgångsrik form att organisera företagsamhet. Företagen fungerar effektivt trots att små resurser läggs ned av ägarna för att övervaka deras drift. De skandaler (verkliga eller inbillade) som inträffar leder ofelbart till skärpta krav i olika avseenden. Det kan mycket väl hända att detta är en felsyn. Förluster för enskilda personer i vissa fall kan vara priset för en effektivt fungerande marknad där avvägningen mellan övervakningsinsatser och risken för omotiverad resursanvändning är ändamålsenlig sett i ett bredare perspektiv.

Stora investerare som har egen analyskapacitet behöver inte rådgivning från mellanhänder och kan antas vara väl medvetna om de risker som är förknippade med att mellanhänderna har flera uppgifter som riskerar att ge upphov till intressekonflikter. Hur och till vilka villkor sådana investerare handlar upp sina handelstjänster och hur de prissätts synes inte behöva bli föremål för lagstiftarens intresse. Här kan tilläggas att dagens reglering av förhållandet mellan investerare och mellanhänder i hög grad styrs av konsumentskyddsintressen. Man måste ifrågasätta om det är ändamålsenligt att samma reglering ska gälla för dessa helt skilda typer av relationer.

En grundläggande fråga i detta sammanhang är om det ens är lämpligt att tala om *konsumentskydd* i dessa sammanhang. Som synes av den föregående analysen har denna dimension inte förts in där och det kan ifrågasättas om den som ger sig in som direktägare av aktier ska betraktas som konsument. Att den nuvarande regleringen har en annan utgångspunkt är uppenbart. Där är ett centralt inslag att även relativt oinformerade aktörer ska kunna agera tryggt på värdepappersmarknaderna, i sista hand genom att mellanhänder och rådgivare ser till att de inte gör affärer som framstår som ”olämpliga”. Bakom detta ligger delvis en politisk bedömning. Icke desto mindre måste det gå att diskutera och analysera vilka kostnader som är förknippade med att ha som ambition att handel avseende småposter i enskilda aktier ska hanteras på samma marknad och i samma system som mångmiljonposter. På inget annat område blandas detalj- och grosshandel på motsvarande sätt. Att penetrera motiven för särordningen på aktiemarknaden i detta avseende torde bli en huvuduppgift i den fortsatta analysen.

I vad mån en sådan analys kan komma att påverka den framtida regelgivningen är en öppen fråga. Tydligt är att de senaste årens strida ström av EG-direktiv producerats med helt andra utgångspunkter, där det – mer eller mindre uttalat – framstått som ett axiom att ju fler investerare som deltar direkt i handeln på aktiemarknaderna, desto bättre. Mot bakgrund av vår beskrivning ovan av den pågående regelgivningsprocessens inneboende logik finns risken att regleringsskruven kommer att dras åt ytterligare några varv. Den pessimistiskt lagde skulle säga att först när det förloppet gått så långt att skadeverkningarna på aktiemarknadernas funktionsförmåga blir uppenbara kommer det att finnas förutsättningar för ett nytt och annorlunda angreppssätt.

I ett kortare tidsperspektiv bör det dock finnas möjligheter för Sverige som enskilt land att försöka påverka regelarbetet inom EU i en annan riktning. Visst handlingsutrymme finns även vid implementering av direktiv i svensk lagstiftning, liksom i de val och prioriteringar som görs av Finansinspektionen inom ramen för sin tillsynsuppgift. En fortsatt och fördjupad diskussion av regleringen av aktiemarknaden är därför väsentlig på både kort och lång sikt. Denna artikel är vårt försök att provocera fram en sådan.



# Ökar den nya redovisningstillsynen förtroendet för börsföretagens finansiella rapportering?

*Claes Norberg & Per Thorell*

Ett börsföretags finansiella rapportering utgör själva fundamentet för handeln med värdepapper på kapitalmarknaden. Utan en sådan rapportering har en utomstående bedömare ingen information att tillgå om företaget och det kan inte bli någon handel. Samtidigt får kvaliteten i rapporteringen betydelse för det sätt på vilket handeln genomförs. En kvalitativt god rapportering påverkar inte bara förtroendet för bolaget utan för hela marknaden. En bra finansiell rapportering utgör m.a.o. en förutsättning för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv kapitalmarknad. Den hjälper investerarna att övervaka ledningen, dvs. att utvärdera dess prestationer, och underlättar prissättningen av en aktie, vilka anses vara de två viktigaste funktionerna som redovisningen har på kapitalmarknaden.

För att uppfylla ett av sina grundlägganden syften – att skapa jämförbarhet mellan företag – måste den finansiella rapporteringen standardiseras.<sup>1</sup>

Inom EU, liksom i många andra delar av världen, gäller att alla börsföretag ska tillämpa internationella redovisningsstandarder (IFRS) när de upprättar koncernredovisning.<sup>2</sup> Med undantag för USA har man

<sup>1</sup> Jfr vad Hörngren och Sjöberg skriver i sin uppsats om den finansiella rapporteringens roll som en del av övervakningen av företagets skötsel. Rapporteringen är en del av vad de kallar listningsfunktionen. Syftet är att verifiera och standardisera den ekonomiska informationen för att underlätta dels jämförelser mellan företag, dels en prissättning av aktien så nära det rätta värdet som möjligt. För att regelverket ska gå att försvara måste kostnaden för att efterleva regelverket understiga vinsten för investerarna.

<sup>2</sup> Standardisering är ett av de grundläggande motiven bakom IFRS, se t.ex. förre IASB-ledamoten Whittington, *European Accounting Review*, 2005, s. 127–154.

härigenom lyckats skapa en global redovisningsstandard. Genom att alla börsföretag tillämpar samma regelverk skapas förutsättningar för en global konkurrens på lika villkor om tillgängligt kapital.

Regler är till för att efterlevas. Ju viktigare reglerna är för marknaden desto viktigare blir kontrollen av regelefterlevnaden. Överträdelser av viktiga regler måste beivras på något sätt. Men regler är av många olika slag och sanktionerna vid regelöverträdelser varierar.

EU:s medlemsstater är skyldiga att kontrollera efterlevnaden av IFRS i noterade företag. En sådan tillsyn anses av EU vara av avgörande betydelse för investerarnas tilltro till finansmarknaderna.<sup>3</sup> Man har därför utarbetat en gemensam strategi för denna tillsyn inom ramen för Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR).

I denna uppsats ska vi diskutera hur de krav på tillsyn över den finansiella rapporteringen som EU pålagt medlemsstaterna bidrar till tilltron till börsföretagens redovisning. Vi kommer att diskutera tillsynens roll och inriktning bl.a. mot bakgrund av redovisningsregleringens särdrag och de specifika problem som finns när man rättsligt ska sanktionera redovisningsfrågor. Vi börjar därför med att ge en bakgrundsbild av den rättsliga problematiken.

En viktig utgångspunkt för vår diskussion är att tilltron till den finansiella rapporteringen i ett specifikt företag ”står och faller” med att rapporterna är reviderade och att (väsentliga) regelöverträdelser framgår av revisorns rapportering. Revisionen är således det enskilt viktigaste instrumentet för övervakningen av regelefterlevnaden. Tillsynen måste enligt vår mening ses som ett komplement till revisionen och frågan om på vilket sätt tillsynen kan tillföra tilltro till rapporteringen diskuteras med denna utgångspunkt.

Det finns en mycket begränsad ekonomisk och juridisk doktrin kring regelefterlevnaden på redovisningsområdet.<sup>4</sup> Ska man kort sammanfatta det som tidigare gjorts inom forskningen kan följande sägas.

<sup>3</sup> Se punkt 16 i preambeln till Europaparlamentets och rådets förordning 1606/2002 (IAS-förordningen).

<sup>4</sup> Man ska här vara uppmärksam på att det varit ovanligt med offentligt föreskriven tillsyn förutom i USA och England. I de länder tillsyn finns är det som regel privata organ – som tillkommit och organiserats inom ramen för självregleringen – som utför denna uppgift. Den av EU föreskrivna tillsynen blir därför något nytt i de flesta länder (med viss frihet att införa den på ett sätt som är lämpligt).

Det finns ekonomisk forskning om hur enskilda tillsynsorgan arbetar.<sup>5</sup> Vidare finns analyser av hur tillsynen antas påverka revisorernas arbete och oberoende.<sup>6</sup> En tredje inriktning avser relationen mellan träffsäkerheten i analytikers bedömningar, graden av information i finansiella rapporter och tillsyn i ett komparativt perspektiv.<sup>7</sup> I samma spår går studier avseende ”earnings management” och investerarskydd.<sup>8</sup> Det kan också nämnas att det finns en del forskning om sambandet mellan den finansiella rapporteringen och kursställningen på aktien.

## Den finansiella rapporteringens särdrag

IFRS har vuxit fram inom ramen för självregleringen på marknaden. Syftet har varit att utveckla en global standard för finansiell rapportering, dvs. ett gemensamt ”finansiellt språk” som alla investerare i hela världen förstår. EU:s annektering av regelverket genom IAS-förordningen har utan tvekan varit det avgörande steget i denna utveckling. Därefter har stora delar av världen anslutit sig till IFRS. I dag ser också USA ut att snart göra detta. En starkt bidragande orsak har varit det internationella normgivningsorganet IASB:s reformering av regelverket.

Som allt internationellt harmoniseringsarbete på ett regelområde orsakar gemensamma redovisningsregler en rad problem. Inte minst gäller detta när det nya regelverket ska börja tillämpas. Det är svårt att tänka sig ett mer gigantiskt projekt i detta avseende än IFRS. Det beror dels på att det har blivit ett globalt projekt, dels på att det påverkar vardagen i alla företag som tillämpar regelverket. Eftersom kvartalsrapporter och bokslut ska levereras löpande måste företagen tillämpa regelverket varje dag. Det finns inte den tid att inhämta erfarenheter som finns

<sup>5</sup> Se bl.a. Zeff, *Accounting Horizons*, 1995, s. 52–70, Dao, *Accounting in Europe*, 2005, s. 107–136, Brown och Tarca, *European Accounting Review*, 2005, s. 181–212 samt Brown och Tarca, *Abacus*, 2007, s. 438–473.

<sup>6</sup> Se t.ex. Fearnley m.fl., *British Accounting Review*, 2002, s. 109–139.

<sup>7</sup> Se t.ex. Hope, *Journal of Accounting Research*, 2003, s. 235–272 och Pope, *Journal of Accounting Research*, 2003, s. 273–283.

<sup>8</sup> Se t.ex. Leuz m.fl., *Journal of Financial Economics*, 2003, s. 505–527.

på många andra områden där tillämpningsfrågorna ofta kan övervägas under en längre tid.

Internationella regelverk brukar präglas av tämligen ”öppna” regler av ramkaraktär med oklara sanktioner. Det är priset för att komma överens. Men det finns också en annan förklaring till problemen, nämligen att de institutionella förutsättningarna ofta är olika. Verklig harmonisering kan inte åstadkommas enbart genom regelharmonisering. Det krävs också att de institutionella förutsättningarna harmoniseras, något som ofta är svårare och mer krävande. Det tar m.a.o. tid att få till stånd en enhetlig regeltillämpning.

Genom att föra in IFRS i det egna regelverket har EU försökt bemästra dessa svårigheter. Reglerna har gjorts tvingande och avvikelser ska sanktioneras. Det förändrar dock inte det faktum att IFRS inte är ett färdigutvecklat regelverk. IASB tog över ett kvalitativt undermåligt regelverk som bara delvis reformerats innan det trädde i kraft inom EU. Kvar är ett stort antal ”öppna” regler och standarder utan närmare vägledning för tillämpningen.<sup>9</sup> Men vi lämnar denna fråga med detta konstaterande. Vår ambition är inte att diskutera kvaliteten på IFRS utan svårigheterna att sanktionera standarderna. Förekomsten av öppna regler av olika slag är då viktigt.

Redovisning är ingen exakt vetenskap. Det handlar i betydande utsträckning om bedömningar hos den som svarar för rapporteringen. Ju mer komplicerade transaktioner desto mer omfattande bedömningar. Upplysningar om på vilka grunder bedömningarna gjorts är därför viktiga. Därför är det inte särskilt förvånande att IFRS innehåller mycket omfattande upplysningskrav.<sup>10</sup>

Det bör också anmärkas att det är den sammantagna bilden av företagets finansiella ställning och resultat som är det viktigaste målet med

<sup>9</sup> IFRS brukar sägas vara ett principbaserat regelverk. Med detta måste menas att ett antal principer ska vara vägledande för tillämpningen och (förhoppningsvis) geomsyra hela regelverket. Med öppna och oreglerade frågor avser vi frågor som inte i första hand kan lösas utifrån vissa principer utan som är ofullständigt reglerade.

<sup>10</sup> Förekomsten av upplysningar ska också ses i ljuset av att sådana kan användas för att kompensera avsaknad av regler på ett område. Ett skäl till det senare kan vara att normgivaren inte lyckats hitta en materiellt gångbar lösning på frågan. I stället för att uppställa krav på en viss slags redovisning ställer man krav på upplysningar som gör att läsaren själv kan bilda sig en uppfattning om alternativa sätt att redovisa transaktionen på.

den finansiella rapporteringen. Detta mål uttrycks ofta i termer av att rapporteringen ska ge en rättvisande bild av företaget. Helheten är således viktigare än detaljerna. Ett potentiellt problem med tillsynen är att den alltför mycket kan komma att inriktas på detaljerna, dvs. att det blir regelöverträdelser på detaljnivå som saknar betydelse för helheten som blir sanktionerade. Hur beaktar man exempelvis detaljbrister på ett område som kanske kompenseras av information på ett annat område?

Slutligen ska något sägas om vilka problem den finansiella rapporteringen står inför och förväntas lösa. Som vi konstaterat inledningsvis syftar regleringen till att hjälpa investerarna. Den finansiella rapporteringen gör detta genom främst två funktioner; 1) underlätta för investerarna att utvärdera ledningens prestationer och 2) prissätta aktien. Den grundläggande uppgiften för regelverket är således att förse investerarna med bästa möjliga underlag om företaget (risker och möjligheter i verksamheten) inför deras investeringsbeslut. En kritisk fråga i detta sammanhang är om företagen lever upp till detta krav enbart genom att tillämpa regelverket eller om det ställs ytterligare krav (oskrivna eller outtalade regler). Ett regelverk av det slag som IFRS utgör har ambitionen att vara heltäckande. Med detta menar man nog som regel att ca 90 procent av alla frågor är reglerade. Det ska m.a.o. räcka för ett företag att efterleva IFRS för att uppfylla kravet på bra finansiell information. Krav därutöver kan inte sanktioneras. Det är sedan en annan sak att många regler är ”öppna” och ger utrymme för olika tolkningar.

Ett sätt att belysa den finansiella rapporteringens uppgift är att ställa frågan om när man kan säga att den klart har misslyckats. Om ett företag går i konkurs, vilket är ovanligt bland börsbolag, och/eller det finns stora hål i balansräkningen är det ett *företagsmisslyckande*. Erfarenheten visar att ett företagsmisslyckande som regel är återspeglat i kurs sättningen på aktien. Det är ett problem för den finansiella rapporteringen först om investerarna inte i tid känt till förhållandena. Bristen på *transparens* är således ett allvarligt misslyckande för den finansiella rapporteringen, inte att affärerna misslyckats i sig.

Transparens är ett övergripande krav på redovisningen som inte bara aktualiseras vid företagsmisslyckanden. Så är t.ex. transparens rörande ledningens ersättningar och förmåner något som har särskild relevans i börsföretag. Det kan vara värt att särskilt notera att dessa krav inte uppställs p.g.a. ersättningsarnas ekonomiska konsekvenser – med några få

undantag – utan för att de anses ha stor betydelse för bolagsstyrningen.<sup>11</sup>

Ett förhållande som också brukar framhållas som ett problem för den finansiella rapporteringen är *kreativ redovisning*. Problemet har sin grund i att regelverket blir svårt att tillämpa på transaktioner som är finansiellt komplicerade. Lösningen anses ligga i tydliga regler och en effektiv granskning och övervakning. Men ett ”principbaserat” regelverk som IFRS föranleder en mängd subjektiva bedömningar vilket skapar ett utrymme för olika tolkningar när en transaktion görs i uppenbart syfte att kringgå regelverket. Det är en stor utmaning vid tillämpningen att rapportera och informera om sådana transaktioner. En liten tröst kan vara att de flesta hittills kända redovisningsskandaler endast innefattar ett begränsat antal frågeställningar, som t.ex. närstående-transaktioner, icke konsoliderade dotterföretag och felaktigt redovisade intäkter. Möjligheten att komma till rätta med problemen torde därmed öka.

Till sist, den finansiella rapporteringen är inte den enda källan som står investerarna till buds för att få insyn i ett företag. Den utgör närmast vad man skulle kunna kalla grunddata (företagsspecifik information). Den utgör bl.a. basen för analyser av hur makroekonomiska förhållanden (omvärldsfaktorer) påverkar företaget. Härtill spelar media en viktig roll för den finansiella genomlysningen av ett företag. En kvalificerad journalistkår som bevakar börsbolagen har stor betydelse för övervakningen av dessa företag.

## Regleringens rättsliga särdrag

Lagstiftningen på redovisningsområdet innehåller inga rättsliga sanktioner vid regelöverträdelser.<sup>12</sup> Sanktionerna kan därför sägas vara endast indirekta, dvs. kan komma i fråga vid överträdelser av annan lag-

<sup>11</sup> Det som står i årsredovisningen om dessa ersättningar har dels sin grund i krav som uppställs i ABL och den svenska bolagsstyrningskoden, dels de mer redovisningstekniska lösningarna i IFRS 2 (Aktierelaterade ersättningar).

<sup>12</sup> En sådan lösning är ingen självklarhet, vilket bl.a. framgår av den engelska aktiebolagslagen (Companies Act) som utöver redovisningsregler också innehåller sanktioner vid regelöverträdelser.

stiftning eller ingångna avtal.<sup>13</sup> Exempel på sådana rättsområden är skatterätten, bolagsrätten och straffrätten. Exempel på sådana avtal är kreditavtal (covenantvillkor) och kontrakt med en marknadsplats. Hur sanktionerna för redovisningsreglerna är utformade är viktigt att känna till när man diskuterar den nya tillsynens roll och uppgift.

Inte heller IFRS innehåller sanktioner. Ej godtagbara avvikelser innebär att företaget inte får säga att man tillämpar IFRS. Men vad som händer om företaget ändå gör det är oreglerat. IFRS förutsätter således precis som lagstiftningen att sanktionerna hanteras i särskild i ordning. Det blir upp till den som väljer att föreskriva att IFRS ska tillämpas att bestämma vilka sanktioner som ska aktualiseras vid regelöverträdelser. Det har EU gjort i IAS-förordningen och i det s.k. öppenhetsdirektivet, som i svensk rätt kommer till uttryck bl.a. i den nya lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LVPM). Noterade företag som tillämpar IFRS ska stå under tillsyn och regelöverträdelser ska sanktioneras.<sup>14</sup>

Det som skiljer tillsynssanktioner från andra sanktioner på redovisningsområdet är således att de förstnämnda är direkta sanktioner. Redovisningen är inte som i andra fall tolkningsdata vid tillämpningen av annan lagstiftning. Vid tillsynen är tolkningsfrågorna renodlat redovisningsmässiga, och hänsyn får inte tas till t.ex. ändamål och syften med annan lagstiftning. Här är det redovisningens ändamål och syften som ska identifieras och ligga till grund för den rättsliga bedömningen. Med några få undantag inom EU saknar medlemsstaterna erfarenhet av en sådan rättslig bedömning av redovisningsregler.

Ett särdrag vad gäller sanktioner av redovisningsregler är den nära kopplingen mellan redovisnings- och revisionsreglerna. Reglerna skulle kunna beskrivas som olika sidor av samma mynt.<sup>15</sup> Den tilltro som en oberoende revision tillför företagets finansiella rapportering kan man inte vara utan i ett börsbolag. När IFRS införs påverkas därför också revisionen. CESR beskriver revisionen som en första linjens försvar mot

<sup>13</sup> Se mera om detta i Thorell, Redovisningsreglernas rättsliga ställning, Juridisk Tidskrift 2007–08 s. 81 ff., särskilt s. 105 ff.

<sup>14</sup> För att belysa systematiken kan konstateras att onoterade företag som frivilligt väljer att tillämpa IFRS inte är underkastade samma tillsyn och sanktioner.

<sup>15</sup> Revisionsreglerna förutsätter, implicit eller explicit, att revisionen beaktar redovisningsreglerna på så sätt att regelöverträdelser ska föranleda anmärkningar av det ena eller andra slaget.

en olämplig tillämpning av IFRS.<sup>16</sup> Därmed blir tillsynen andra linjens försvar. Vi ska utveckla hur den är tänkt att genomföras och de problem som uppkommer när regelöverträdelser ska beivras. Först ska vi säga något om hur IFRS tolkas i teori och praktik.

## Tolkningen av IFRS

Inom en rättsordning anses det vara av stor vikt att den som skriver reglerna inte samtidigt är den som tolkar dem.<sup>17</sup> Inom det finansiella området råder visserligen i teorin denna ordning, men i Sverige är det i praktiken tillsynsmyndigheten, Finansinspektionen (FI), som både skriver och tolkar reglerna. Detta möjliggörs bl.a. genom lagstiftningens många ”öppna” regler, myndighetens föreskriftsmakt och kraftfulla arsenal av sanktioner. Möjligheten för den enskilde att överklaga får mer ses som en ventil för uppenbara misstag i tillämpningen.

På redovisningsområdet är regelverket i stor utsträckning ett resultat av en självreglering av privata organ, som tillkommit utanför lagstiftningen. Inledningsvis sköttes normgivningen av revisorsorganisationerna. Genom att branschen skrev reglerna och revisorerna samtidigt var de primära uttolkarna var regelgivning och tolkning samlade på en hand. För ca 20 år sedan ändrades normgivningen i många länder och regelgivningen övergick till bredare sammansatta organ. Sverige fick exempelvis Redovisningsrådet (RR). Revisorernas inflytande över regelgivningen minskade, men knappast deras roll som uttolkare, även om det bildades tolkningsorgan (RR:s akutgrupp) hos regelgivaren.

Strukturen för IFRS liknar den senare ordningen. Normgivande organ (IASB) har också ett tolkningsorgan (IFRIC), som trots mängder av tolkningsfrågor har varit sparsamt med tolkningsuttalanden. Men EU:s annektering tillför en särskild dimension till regelverket. EU:s godkännandemekanism innebär att EU har visst praktiskt inflytande över regelgivningen, även om förfarandet som sådant får beskrivas som

<sup>16</sup> CESR, Standard no 1 (2003) (CESR/03-073), A. Context and scope of the standard.

<sup>17</sup> Tanken kan härledas till läran om maktindelning mellan olika organ (lagstiftare, myndigheter och domstolar).



i första hand en politisk process.<sup>18</sup> Det faktum att IFRS är ett globalt regelverk gör dessutom att tolkningen bör vara enhetlig i de länder som använder sig av detta regelverk. Utrymme för en nationell IFRS bör inte finnas. Följden har t.ex. blivit att RR omvandlats till ett nytt organ (Rådet för finansiell rapportering; RFR) som inte är normgivare vad gäller IFRS utan endast ett svenskt remissorgan. RFR:s normer rör bara specifikt svenska förhållanden med koppling till IFRS (redovisningen i moderföretaget och vissa specifika svenska upplysningar). För EU:s del innebär också kravet på tillsyn att man skapat en organisation fristående från IASB/IFRIC som oundvikligen kommer att få betydelse för hur regelverket ska tillämpas. Här är det relevant att nämna SEC:s starka roll som uttolkare av det amerikanska regelverket. I takt med att IFRS och US GAAP under senare år har harmoniserats i allt större utsträckning har också SEC:s roll och inflytande över tolkningen av IFRS stärkts. Det är inte en särskilt vågad gissning att man inom EU har ambitionen att inte tillåta SEC att vara det i praktiken enda tolkningsorganet i världen rörande IFRS på tillsynsnivå.

Konsekvenserna av den nya ordningen har hittills varit att, i avsaknad av uttalanden från IFRIC, revisorerna fått ett stort inflytande över tolkningen. Deras inflytande i förhållande till åren före IFRS måste sägas ha stärkts i praktiken. Det beror bl.a. på följande. De stora revisionsbyråerna har alla infört mycket strikta interna regler för hur tolkningen av IFRS ska gå till, och bl.a. inrättat byråinterna tolkningsorgan (s.k. deskar) globalt som i princip ska godkänna alla kontroversiella redovisningsfrågor som uppkommer på nationell nivå.<sup>19</sup> Orsaken är enkel. Revisorer från samma byrå som granskar företag som tillämpar samma regelverk kan inte ha olika uppfattningar om tolkningen. Det sker dessutom ett omfattande samarbete mellan de olika revisionsbyråerna på global nivå i syfte att försöka undanröja olikheter i tolkningen. Det är väl känt att IASB varit pådrivande i denna utveckling. Förmodligen har man velat att frågorna i första hand skulle lösas på "golvet" samtidigt som man inte haft resurser att hantera alla tolkningsfrågor.

Den beskrivna utvecklingen har lett till att utrymmet minskat väsentligt för regelöverträdelser och s.k. opinion shopping bland reviso-

<sup>18</sup> Se Thorell, Juridisk Tidskrift 2007–08 s. 92 ff.

<sup>19</sup> Se angående detta Tokar, Accounting in Europe, 2005, s. 47–68.

rerna på nationell tillämpningsnivå. Revisorns ställning har således stärkts i detta avseende. Hand i hand går det ökade praktiska inflytandet över tillämpningen.

Inom IASB har framför allt teoretikerna fått ökat inflytande. På regelnivå har revisorernas ofta mer pragmatiska syn på regelverket fått vika (vilken man kan ta igen i tillämpningen). Företagens inflytande får nog anses vara ungefär som förut, dvs. ganska litet. Till stor del beror detta på att de är dåligt organiserade. Goda kortsiktiga enskilda insatser i en värld där regler i betydande utsträckning är resultatet av mångårigt utrednings- och lobbyarbete kommer ofrånkomligen till korta. Liksom tidigare är inflytandet för den främsta målgruppen – investerarna – ytterst begränsat. Investerarnas dokumenterade ointresse för dessa frågor är en av de stora bristerna i normgivningen på området. Det blir de andra intressenterna som får försöka uttolka dessa önskemål.

Tillsynen kan komma att förändra den beskrivna ordningen. Den stora potentiella fördelen är att den kan bli en motvikt till normgivarnas och revisorernas praktiska åsiktsmonopol i tolkningsfrågor. CESR anger också som ett motiv för tillsynen att det behövs en oberoende institutionell tillsyn.<sup>20</sup> Vi delar denna uppfattning. Problemet är att få en sådan ordning att praktiskt fungera, både i tillsynen och vid en eventuell överprövning i domstol. Det är ju väl känt att domstolar har svårt att hantera ekonomiska mål.

## Tillsynen över den finansiella rapporteringen

### *Utvecklingen i Europa*

Historiskt sett har tillsynen över börsföretagens redovisning inom EU varierat. Vissa länder har inte haft någon tillsyn alls. I de länder som har haft tillsyn har den genomförts på olika sätt. Sedan 2005 ställs i öppenhetsdirektivet krav på obligatorisk tillsyn över börsföretagens redovisning i EU:s medlemsländer.<sup>21</sup> Hur den ska ske och vilka åtgärder som ska vidtas vid överträdelse av redovisningsreglerna är inte föreskrivet i EG-direktivet, utan detta avgörs av varje medlemsland. I syfte att ut-

<sup>20</sup> Se not 16 ovan.

<sup>21</sup> Artikel 24 punkt 4 h) öppenhetsdirektivet (2004/109/EG).

veckla en gemensam strategi för tillsynen samarbetar kommissionen med medlemsstaterna, i synnerhet genom CESR. Detta organ är en samarbetsplattform för de organ som utövar tillsyn över värdepappershandeln i medlemsländerna. CESR kan inte besluta om bindande regler för redovisningstillsynen men kan utfärda vägledande standarder. CESR har utfärdat två principbaserade standarder som syftar till att göra tillsynen mer likformig och säkerställa utbyte av information mellan tillsynsorganen.

### *Den svenska utvecklingen*

Historiskt sett har NASDAQ OMX Stockholm (Stockholmsbörsen) utövat tillsyn över redovisningen i de företag som varit noterade där inom ramen för den allmänna tillsynsverksamheten vid börsen. Den rättsliga grunden har varit inregistreringskontraktet mellan börsen och företagen. Under åren 2003–2006 sköttes tillsynen av företag noterade vid Stockholmsbörsen av Övervakningspanelen (Panelen), som var ett från börsen fristående organ och en del av den svenska självregleringen. Inom ramen för sin verksamhet offentliggjorde Panelen uttalanden där överträdelse av redovisningsreglerna kritiserades. Panelen saknade andra sanktionsmöjligheter. Sanktioner i form av varning eller vite har med stöd i inregistreringskontraktet kunnat beslutas av börsens disciplinnämnd.

Sedan 2007 gäller nya regler för redovisningstillsynen. Huvuddragen är följande. Börsen övervakar de noterade företagens informationsgivning. Om en börs finner att ett företag överträtt redovisningsreglerna ska en anmälan lämnas till tillsynsmyndigheten FI. Detta behöver dock inte ske om företaget på börsens uppmaning offentliggjort rättad eller kompletterad information. Vidare ska börsen regelbundet lämna rapporter till FI om övervakningen.<sup>22</sup> FI utövar i sin tur tillsyn över börsens redovisningstillsyn enligt reglerna i LVPM.

### *Urval och granskning*

Redovisningstillsynen inom EU är tänkt att omfatta ett urval av de börsnoterade företagens finansiella rapporter. Urvalet förutsätts ske uti-

<sup>22</sup> 16 kap. 13–15 §§ LVPM.

från en riskbedömning, i huvudsak grundad på två faktorer, kapitalmarknadsfaktorer och företagsspecifika riskindikatorer.<sup>23</sup> Exempel på de förstnämnda är enligt CESR börsvärde, aktiens indexvikt, volatilitet och omsättning. Exempel på företagsspecifika faktorer är finansiella problem, orena revisionsberättelser, klagomål, tidigare rättstvister eller överträdelse av regelverk, omfattande omstruktureringar, komplexa transaktioner och omfattande närstående transaktioner.

De svenska reglerna för börsens tillsyn utgår från CESR:s principer om riskbaserat urval. Övervakningen i Sverige ska vidare bedrivas med beaktande av den utveckling som sker inom ramen för EU-samarbetet, dvs. med målsättningen att få till stånd en enhetlig tillämpning av IFRS.<sup>24</sup>

Metoderna för att genomföra tillsynen kan variera mellan länderna. För svensk del saknas det föreskrifter från FI om hur granskningen ska gå till. Stockholmsbörsen baserar sin granskning på en genomläsning av de finansiella rapporterna (delårsrapporter och årsredovisningar) och på skriftväxling med företagen. FI kan företa platsundersökningar hos noterade företag, men det får antas att det endast blir aktuellt om börsens tillsyn är otillräcklig.<sup>25</sup>

En viktig fråga är vad man kan upptäcka vid tillsynen. Generellt kan den aldrig bli lika djupgående som en revision. En första begränsning ligger i att en avsaknad av information enligt IFRS kan bero på flera saker. Bolagen har t.ex. ingen skyldighet att upplysa om en standard eller regel är tillämplig i företaget, dvs. om det över huvud taget finns något att rapportera. Inte heller om informationen utelämnats därför att den är oväsentlig vet läsaren detta. Det är därmed ofta svårt att veta om utelämnad information beror på förbiseende/underlåtenhet, att redovisningsfrågan inte är aktuell, att företaget har ansett att informationen är oväsentlig eller om det är fråga om en regelöverträdelse. Utgångspunkten måste dock vara att om inget finns rapporterat så finns det inget väsentligt att rapportera. En ytterligare begränsning består i att det ofta är svårt att ta ställning till om bolaget följt tillämpliga värde-

<sup>23</sup> CESR, Standard no 1 (2003) (CESR/03-073), princip 11–15. Se angående tillämpade urvalsgrunder i medlemsländerna CESR, CESRs review of the implementation and enforcement of IFRS in the EU, November 2007, s. 9 f.

<sup>24</sup> 5 kap. 13–16 §§ FFFS 2007:17.

<sup>25</sup> Se 23 kap. 4 § LVPM angående platsundersökningar.

rings- och periodiseringsregler. För att kunna utreda sådana frågor räcker det inte med att läsa de finansiella rapporterna. Det krävs ytterligare kommunikation med bolagen.<sup>26</sup> Kvaliteten på tillsynen blir därmed beroende bl.a. av hur stora resurser som läggs ned på att genomlysna bolagen.

### *Inriktningen på tillsynen*

Tillsynen är inriktad på att upptäcka och beivra överträdelser av redovisningsreglerna. Enligt CESR ska bedömningen av vad som är en väsentlig överträdelse vara densamma både vid upprättande av finansiella rapporter och vid tillsyn. Detta innebär konkret att bedömningen grundas på definitionen av väsentlighet i IASB:s Föreställningsram.<sup>27</sup>

Det saknas en klart uttalad inriktning på tillsynen i de svenska reglerna, bortsett från att det av LVPM framgår att en börs ska övervaka att företag upprättar finansiella rapporter i enlighet med gällande bestämmelser.<sup>28</sup> I sak torde CESR:s principer vara vägledande också för Sverige, dvs. börsen ska inom ramen för ett riskbaserat urval av rapporter kartlägga och beivra väsentliga regelöverträdelser.

### *Sanktioner*

Sanktioner vid regelöverträdelser bör enligt CESR ta sikte på att säkerställa att korrekt information lämnas till marknaden.<sup>29</sup> Varje medlemsland bestämmer sedan vilka åtgärder som ska vidtas.<sup>30</sup> Sanktionerna är med andra ord inte harmoniserade och det föreligger därför skillnader mellan EU-länderna. Man kan tala om tre huvudformer av sanktioner. Den första är åtgärder i form av krav på företagen att lämna tilläggsinformation eller rättelse av finansiella rapporter när överträdelser konstaterats vid tillsynen. Den andra formen är kritik från tillsynsorganen,

<sup>26</sup> Jfr Dao, *Accounting in Europe*, 2005, s. 128 ff.

<sup>27</sup> CESR, Standard no 1 (2003) (CESR/03-073), princip 16 med kommentar samt IASB:s Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter punkt 29 och 30.

<sup>28</sup> 16 kap. 13 § LVPM.

<sup>29</sup> CESR, Standard no 1 (2003) (CESR/03-073), princip 16 med kommentar.

<sup>30</sup> Ett medlemsland ska vidta lämpliga åtgärder när en överträdelse upptäcks, artikel 24 h) öppenhetsdirektivet.

t.ex. i form av varningar eller påpekanden om vilka överträdelser som begåtts. Den tredje formen är böter, viten och i särskilt allvarliga fall avnotering.

I Sverige gäller följande. Enligt det regelverk för emittenter som gäller vid Stockholmsbörsen fr.o.m. 2009 ska noterade bolag upprätta och offentliggöra finansiella rapporter i enlighet med gällande lagstiftning och relevanta redovisningsstandarder, dvs. IFRS.<sup>31</sup> Om ett noterat företag avviker från börsens regelverk får börsen besluta om avnotering om överträdelserna är allvarliga och i andra fall besluta om ett vite motsvarande högst 15 årsavgifter. Är åsidosättandet mindre allvarligt eller ursäktligt kan i stället börsen besluta om en varning.<sup>32</sup> Besluten fattas av börsens disciplinnämnd och offentliggörs på börsens hemsida.

FI har också möjlighet att ingripa genom att kräva rättelse om ett noterat företag underlåtit att offentliggöra information eller om informationen är ofullständig eller innehåller väsentliga fel. Vidare ska FI meddela företaget en erinran vid överträdelser från reglerna. Detta gäller dock inte om överträdelserna är ringa eller ursäktliga eller om en börs vidtagit tillräckliga åtgärder mot företaget. Om ett företag meddelats en erinran får FI besluta om en straffavgift om lägst 50 000 kr och högst 10 miljoner kr.<sup>33</sup> Beslut om rättelse, erinran och straffavgift kan överklagas till domstol.<sup>34</sup>

Det är således börsen som primärt har ansvaret för tillsynen och fattar beslut om sanktioner. Det svenska sanktionssystemet förefaller skilja sig åt från det som tillämpas i flera andra EU-länder, där tonvikten ligger på att bolagen ska lämna information eller vidta ändringar i de finansiella rapporterna p.g.a. beslut av offentliga tillsynsorgan.<sup>35</sup> Det finns således ett betydande inslag av självreglering i det svenska systemet.

Men börsen agerar även informellt, och gjorda iakttagelser vid tillsynen resulterar antingen i a) ingen åtgärd, b) brev till bolaget med krav på att iakttagelserna ska beaktas i kommande rapportering eller c)

<sup>31</sup> NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, punkt 3.2.1.

<sup>32</sup> NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, punkt 5.

<sup>33</sup> 25 kap. 18–23 §§ LVPM.

<sup>34</sup> 26 kap. 1 § LVPM.

<sup>35</sup> Jfr Brown och Tarca, *European Accounting Review*, 2005, s. 181 ff.

anmälan till disciplinnämnden. Dessutom har börserna en generell genomgång av sina iakttagelser från granskningen vid seminarier med börsbolagen och andra intressenter. Detta sätt att arbeta väcker flera frågor, bl.a. hur man från börsernas sida bestämmer skillnaden mellan en (ej offentlig) iakttagelse och en regelöverträdelse. Det svenska tillsynssystemet förefaller således innehålla både formella och informella sanktioner.<sup>36</sup>

Ett sådant sätt att bedriva tillsyn på kan kritiseras för bristande transparens. En tänkbar förklaring är att iakttagelserna avser oväsentliga överträdelser och att påpekandena om framtida ändringar är av ordningskaraktär. Men det är också tänkbart att iakttagelserna kan ha en annan funktion, nämligen att förbättra kvaliteten på rapporteringen i allmänhet utan en direkt koppling till tillsynsuppdraget, dvs. att identifiera regelöverträdelser. Tillsynen används här som plattform för kvalitetsförbättrande åtgärder som bedöms vara till nytta för investerarna. Detta arbete kan vara väl motiverat för en börserna men kan skapa osäkerhet kring om en regelöverträdelse föreligger.

## Vilka regelöverträdelser är värda att sanktionera?

Utgångspunkten i IFRS är att det är investerarna som är de primära användarna av de finansiella rapporterna. Regelverket är således skrivet utifrån deras behov. Målet med tillsynen är att upptäcka och åtgärda väsentliga regelöverträdelser i de finansiella rapporterna. Utgångspunkten för bedömningen av vad som är väsentligt är densamma i redovisningen, vid revisionen och vid tillsynen, dvs. att felet kan påverka användarens beslut.<sup>37</sup> Men detta kriterium är vagt och kan tillämpas på olika sätt. Ur ett europeiskt tillsynsperspektiv skapar detta problem eftersom bedömningen kan skilja sig åt mellan olika länder. Vi ska här diskutera frågan utifrån ett övergripande perspektiv mot bakgrund av läget i Sverige.

<sup>36</sup> Detta förekommer även i andra länders tillsyn, jfr Dao, *Accounting in Europe*, 2005, s. 127 ff.

<sup>37</sup> Både i CESR:s standard no 1 och i RS 320 punkt 3 hänvisas till definitionen av väsentlighet i IASB:s Föreställningsram punkt 29 och 30.

*Vad är en regelöverträdelse?*

En första fråga är vad som är en regelöverträdelse. Detta måste analyseras mot bakgrund av regleringstekniken i IFRS. Det finns här anledning att skilja på värderingsfrågor och krav på tilläggsinformation.

När det gäller värderingsfrågor så innehåller IFRS en mängd olika typer av regler. Många har karaktären av öppna regler som behöver tolkas. Detta leder till – från fall till fall – varierande utrymme för olika tolkningar av de som tillämpar reglerna, dvs. företagen. Även om reglerna sätter vissa gränser är det ofta svårt att utesluta tolkningar som inte uppenbart strider mot en regel. ”Sämré” tolkningar inom ramen för regeln är inte en regelöverträdelse. Värderingsfrågor är således ett område där gränsen mellan regelöverträdelser och önskvärda förbättringar av rapporteringen riskerar att bli särskilt oskarp i tillsynsarbetet.

Reglerna för tilläggsinformation är ofta mer preciserade. Man kan säga att ju högre grad av precision i regeln desto lättare är det att ta ställning till om företaget överträtt regeln eller inte.

Till detta ska också läggas förhållandet att IFRS inte är ett uttömmande regelverk. I oreglerade fall kan det vara svårt att tala om regelöverträdelser över huvud taget. Man blir då hänvisad till de grundläggande principer på vilka regelverket grundas (IASB:s föreställningsram). Men här måste stor försiktighet iakttas eftersom frågan gäller om det föreligger en regelöverträdelse inom ramen för ett formaliserat tillsynssystem.

*Vad är en väsentlig regelöverträdelse?*

Tanken om att endast väsentliga regelöverträdelser ska sanktioneras fungerar i praktiken som ett filter för vilka fall som bör sanktioneras. Bedömningen av väsentlighet kan ske på olika sätt, beroende på valet av utgångspunkt.

En grundläggande skiljelinje går mellan en bedömning som utgår från regelöverträdelsens betydelse i förhållande till den samlade kvaliteten på företagets information i det enskilda företaget kontra en bedömning som tar sikte på väsentligheten i den enskilda regelöverträdelsen.

Typfallet som bör sanktioneras med det förstnämnda synsättet är fall där kursen på aktien kan påverkas av regelöverträdelsen. Men hur en överträdelse av en redovisningsregel konkret påverkar prissättningen är



svårt att empiriskt belägga. Vi vet genom forskning att redovisningen påverkar börskurser, men det är ofta svårt att isolera redovisningens effekter från andra kurspåverkande faktorer i ett konkret fall. Detta gäller också vid överträdelser av reglerna. Man måste därför schablonisera bedömningen. Skulle kursstämningen på aktien, och därmed investerarnas beslut, typiskt sett ha påverkats om informationen varit känd? En särskild svårighet är att det i praktiken kan gå lång tid från det att informationen om det aktuella förhållandet borde ha offentliggjorts till när regelöverträdelserna bedöms.

Vi har tidigare slagit fast att helheten i en finansiell rapport är viktigare än detaljerna. Det övergripande kravet på rapporten är att den ska bidra till transparens av förhållandena i företaget. Om företaget bryter mot en redovisningsregel men lämnar sådana upplysningar som innebär att överträdelserna kan upptäckas och analyseras behövs med detta synsätt i princip ingen sanktion, därför att investeraren är fullt informerad. Tilltron till rapporteringen har inte blivit påverkad. Däremot kan tilltron till regelverket och regel efterlevnaden ha skadats.

Det förstnämnda synsättet innebär således att man måste göra antaganden om hur en användare typiskt sett påverkas av regelöverträdelserna. Här är det inte överträdelserna i sig som är avgörande utan om användaren ändå kan genomlysna företaget.

Det andra synsättet innebär en form av "juridifierad" prövning. Det är väsentligheten av den enskilda regelöverträdelserna i sig som ska bedömas. Motivet för att utgå från det juridifierade synsättet skulle kunna vara ett behov av allmänprevention. Även om ingen användare blir vilseledd i det enskilda fallet är det viktigt att reglerna efterlevs. Hotet om sanktioner är ett medel för att förmå företagen att göra rätt från början. Detta synsätt tar således sin utgångspunkt i den grundläggande tanken om värdet av standardiserade finansiella rapporter. Sådana rapporter anses nämligen leda till ökad transparens och användbarhet. Avvikelser från regler sker t.ex. ofta i syfte att påverka centrala nyckeltal som om avvikelserna accepteras begränsar nyttan av ett gemensamt regelverk. Genom att upprätthålla kravet på standardisering även på detaljnivå minskar bl.a. transaktionskostnaderna.

Vilken betydelse har valet av ansats? Utan tvekan kommer fler fall att sanktioneras med det juridifierade synsättet. Som vi har uppfattat läget tycks redovisningstillsynen i flera EU-länder grundas på det juridifierade

rade synsättet, dvs. om regelöverträdelsen i sig är väsentlig.<sup>38</sup> Det sammanfattande intrycket av ärendena i den svenska Panelen är att även den tillämpade detta synsätt. Tillsynsarbetet på detta område tenderar således att inriktas på en granskning av regelefterlevnaden på detaljnivå. Huruvida kursstämningen på aktien och investerarnas beslut kan ha påverkats av regelöverträdelsen påverkar i princip inte bedömningen.

Annorlunda förhåller det sig emellertid på börsen. I Sverige förefaller börsens disciplinnämnd vid bedömningen av om en regelöverträdelse föreligger på redovisningsområdet i första hand ha utgått från den samlade informationskvaliteten i det enskilda företaget. Detta visar sig bl.a. i att endast ett av tjugoåtta fall där Panelen uttalade kritik mot ett företags redovisning under åren 2003–2006 togs upp i disciplinnämnden.

Ett genomgående drag för de fall som varit uppe i disciplinnämnden synes vara att nämnden som regel föredrar att behandla frågan om överträdelse av redovisningsreglerna och brott mot den generella informationsplikten i generalklausulen tillsammans. Man ser således primärt till om det förelegat brister i möjligheterna att genomlysna företagen för investerarna utifrån ett helhetsperspektiv, dvs. det första synsättet ovan. Man uttalar inte annat än i undantagsfall direkt kritik mot redovisningen utan nöjer sig med att kritisera informationsgivningen till marknaden.<sup>39</sup> Det är begripligt om bolaget redan på denna grund har brutit mot börsens regelverk.

Skillnaden i synsätt kan åskådliggöras med de fall i vilka Panelen uttalade kritik rörande goodwillredovisning. Två svenska storbolag kritiserades två gånger av Panelen för uppenbara överträdelser av reglerna

<sup>38</sup> Det gäller t.ex. Frankrike och England, se vidare Dao, *Accounting in Europe*, 2005, s. 107–136 samt Brown och Tarca, *European Accounting Review*, 2005, s. 181–212. Detta är också läget i Danmark, se [www.fondsraadet.dk/sw17523.asp](http://www.fondsraadet.dk/sw17523.asp). CESR har offentliggjort ett antal tillsynsfall från de europeiska tillsynsorganen från sin databas. Genom att varken kriterierna för bedömningen av vad som är en väsentlig avvikelse eller sanktionsåtgärderna offentliggjorts är det svårt att bilda sig en uppfattning om vilka fall som är "sanktionsvärda" eller vilken ansats som använts i ett land. Eftersom omständigheterna är kortfattat beskrivna bör man vara försiktig med att dra generella slutsatser av de offentliggjorda fallen.

<sup>39</sup> Se sedan 1994 beslut 1996:3 (Getinge), beslut 1997:1 (Frontec), beslut 1998:1 (Prosolvia), beslut 2001:1 (Wilhelm Sonesson) och beslut 2002:4 (Feelgood Svenska), beslut 2005:2 (Karolin Machine Tool), beslut 2007:9 (Carnegie och Carnegie Investment Bank) samt beslut 2008:5 (Digital Vision).

för redovisning av goodwill (avskrivning på 40 i stället för 20 år).<sup>40</sup> Kritiken ledde emellertid inte till disciplinåtgärder från börsens sida. Det är något oklart varför. Ett skäl kan vara att det ändå gick att genomlysna bolagen eftersom de lämnade tilläggsinformation om avvikelserna. I övervägandena kan också ha legat att det var gamla försyndelser som var väl kända och att reglerna var på väg att ändras (även om det senare knappast är en godtagbar grund för avsteg). Det är enligt vår mening inte troligt att dessa bolag med dagens tillsynsorganisation skulle ha undgått sanktioner för dessa regelöverträdelser. Fallen skulle därför kunna förklaras med att de bedömdes i en övergångstid under vilken tillsynsarbetet höll på att utvecklas.<sup>41</sup>

För att belysa den tidigare berörda frågan om möjligheten att utdöma sanktioner när det saknas uttryckliga regler i IFRS eller när en tolkning uppfattas som ”mindre bra” men inte direkt i strid med en regel kan nämnas att börsens disciplinnämnd i det enda fall som berört tillämpningen av IFRS kritiserat ett företag som redovisat en nedskrivning av ett förvärvat företag på en egen rad i finansnettot och inte som en del av rörelseresultatet.<sup>42</sup> Det intressanta är att nämnden kritiserar bolaget för ett fel i uppställningen av resultaträkningen, trots att det i stort sett saknas regler för hur resultaträkningen ska ställas upp enligt IFRS. I princip fanns det således ingen regel att överträda! Grunden för kritiken måste därför vara att redovisningen ändå var olämplig och stred mot någon mer grundläggande princip för presentation av resultatet.<sup>43</sup> Det kan nämnas att frågor om hur resultatet ska presenteras i resultaträkningen, bl.a. mot bakgrund av dess påverkan på nyckeltalen, ofta diskuteras i tillsynssammanhang. Det är m.a.o. ett angeläget om-

<sup>40</sup> Utlåtanden 2004:2 och 2005:1 (Electrolux) samt utlåtanden 2004:1 och 2005:2 (Atlas Copco).

<sup>41</sup> Samma förklaring skulle kunna lämnas till varför Panelen över huvud taget inte fann anledning att ta upp fallet när ett noterat företag redovisade börsaktier till dubbla börskursen. Detta framgår tydligt av årsredovisningen och är enligt vår mening en väsentlig regelöverträdelse.

<sup>42</sup> Beslut 2008:5 (Digital Vision).

<sup>43</sup> Disciplinnämnden noterade dock att en läsare inte hade kunnat missförstå redovisningen. Kritiken av redovisningen var en del av en sammantagen bedömning. Om överträdelserna hade bedömts isolerat skulle den enligt disciplinnämnden ha betraktats som mindre allvarlig och ursäktlig och därför endast ha föranlett en varning.

råde och berör själva hjärtat av en standardiserad rapportering. Det är därför anmärkningsvärt att IASB ännu inte lyckats utarbeta en uppställningsform för resultaträkningen.

Sammanfattningsvis kan följande sägas. Valet av angreppssätt får avgörande betydelse för vad som anses vara en väsentlig regelöverträdelse som är värd att sanktionera. Bedömningen i Sverige har skett på olika sätt beroende vem som prövat frågan. Börsen förefaller dock vara på väg att ändra uppfattning om vilka regelöverträdelser som ska sanktioneras. Efter att tidigare ha underlåtit att ingripa mot uppenbara regelöverträdelser har börsen under senare tid t.o.m. kritiserat företag för olämplig redovisning utan stöd i uttryckliga regler. Det är för tidigt att dra några slutsatser om vad de nya formerna för tillsyn från 2007 kommer att innebära för svensk del, bl.a. är det osäkert vilket synsätt som kommer att tillämpas av FI.

På ett övergripande plan är det två synpunkter som är viktiga när man ska bestämma vad som är en väsentlig regelöverträdelse. Det ena är att inte tillsynen och sanktionerna inriktas på detaljfrågor angående tilläggsinformation. Det finns dock en risk för detta eftersom reglerna ofta är relativt preciserade. Det är därmed lätt att avgöra om det föreligger en regelöverträdelse eller inte. Av detta följer dock inte med automatik att det är en väsentlig överträdelse. Den andra är att göra tydliga ställningstaganden till behovet av sanktioner för att säkerställa en standardisering av rapporteringen. Här finns förmodligen förklaringen till varför olika tillsynsorgan ser på frågan om väsentlighet vid överträdelser på olika sätt.

## **Vilken roll kan tillsynen fylla?**

Som följer av framställningen ovan har den nya redovisningstillsynen inom EU tillkommit utan närmare överväganden om vilken roll tillsynen ska spela. Utgångspunkten synes ha varit att det är självklart att ha en tillsyn över regelfeftlevnaden på detta område. Arbetet inom CESR och medlemsstaterna synes inte heller ha lett till någon närmare precisering av i vilka fall man bör ingripa. Frågan är således: vilken funktion har tillsynen och hur bör den utformas för att bäst fylla denna funktion?

### *Förhållandet mellan revision och tillsyn*

Vår utgångspunkt är att revisionen är det främsta redskapet för att stärka investerarnas tilltro till företagets finansiella information.<sup>44</sup> Så frågan är varför revisionen behöver kompletteras med tillsyn? Något svar finns inte i regelverket. Tillsyn och revision framstår som två parallella men separata funktioner med en oklar inbördes relation.

I litteraturen har man framhävt att förekomsten av redovisningstillsyn fungerar som ett påtryckningsmedel på revisorer. Man skulle därigenom få bättre kvalitet på revisionen.<sup>45</sup> Mot detta kan man invända att frågor om revisionskvalitet i första hand bör hanteras inom ramen för normgivningen på detta område och tillsynen av revisorer. Det är inte givet att tillsyn över bolagens redovisning är den mest relevanta åtgärden för att förbättra revisionskvaliteten. Om man bortser från denna allmänna påtryckningsfunktion på revisorerna kan följande sägas.

Som vi tidigare sagt är utgångspunkten densamma vid revisionen och tillsynen, dvs. att upptäcka och åtgärda väsentliga regelöverträdelser som kan påverka de beslut som fattas av användaren av de finansiella rapporterna.

Målet för revisionen är att göra det möjligt för revisorn att bl.a. uttala sig om årsredovisningen i alla väsentliga avseenden har upprättats enligt tillämpliga regler. Bedömningen av vad som är väsentligt är en fråga om professionellt omdöme.<sup>46</sup> Med en sådan ”öppen” regel för revision kan kravet på väsentlighet i förhållande till regelöverträdelser i praktiken komma att bedömas på olika sätt vid revisionen och vid tillsynen. Vid revisionen används ofta beloppsschabloner relaterade till storleken på poster i redovisningen eller nyckeltal som utgångspunkt för vad som är väsentliga fel (regelöverträdelser) som behöver åtgärdas av företaget. Någon motsvarande uttalad eller outtalad regel finns inte i redovisningsreglerna (IFRS).

Det finns således en viss risk för att revisionen inte fångar upp alla avvikelser från IFRS i ett företag som är av betydelse för kapitalmarknaden (även om det i teorin borde vara så). Ett motiv för tillsyn skulle då

<sup>44</sup> Se t.ex. Diamant, Revisors oberoende, 2004, s. 77 ff.

<sup>45</sup> Fearnley m fl., British Accounting Review, 2002, s. 109–139.

<sup>46</sup> RS 320 punkt 4 SE.

vara att filtrera fram och åtgärda regelöverträdelser som inte tas om hand av revisionen. Men värdet av tillsynen reduceras av vagheten i väsentlighetskriteriet. Det framstår därför som tvivelaktigt om tillsynen kan tillföra något utöver revisionen utifrån detta perspektiv, särskilt som tillsynen inte heller kan bli annat än ganska ytlig.

Anmärkningar från revisorerna vid regelöverträdelser kan dock ha lämnats utan åtgärd av företaget. Revisionen har fungerat men inte haft någon effekt på företagets beteenden. Sådana fall torde regelmässigt granskas av tillsynsorganen. Motivet för tillsyn skulle då vara att upprätthålla och sanktionera den grundläggande ordningen – att det är revisionen som ska vara den centrala kontrollfunktionen för regel efterlevnad.

Ett tredje motiv för tillsyn kan vara att identifiera revisionsmisslyckanden (audit failures). Om uppenbara regelöverträdelser har passerat opåtalade vid revisionen när de borde ha föranlett kritik finns det ett behov av att inom ramen för tillsynen kunna rikta direkta sanktioner mot företagen. Tanken är med andra ord att skapa ett säkerhetsnät som fångar upp fall där revisionen misslyckats. Tillsynens möjligheter att kompensera för sådana misslyckanden förefaller dock vara begränsade.

### *Tillsynen som tolkningsfunktion*

Ett ytterligare motiv för en oberoende institutionell tillsyn kan vara behovet av att ha en aktiv tolkningsfunktion som motpol till framför allt revisorernas tolkningar. Tillsynsorganen skulle då inom ramen för tillsynen på ett mer generellt plan engagera sig i tolkningen och tillämpningen av IFRS. Att ett sådant motiv skulle vara för handen motsägs dock av CESR:s inställning att avsikten inte är att skapa gemensamma tolkningsanvisningar inom tillsynen. Det skulle också på ett anmärkningsvärt sätt utvidga arbetsområdet för tillsynen; i princip utan gränser för vad denna skulle kunna omfatta. Det som gör frågan komplicerad är att det i praktiken är svårt att utöva tillsyn utan att ha uppfattningar i generella tolkningsfrågor. En tillsyn som endast inriktar sig på klara regelöverträdelser blir utan värde. Därför får man räkna med att såväl medlemsländerna som CESR, inom ramen för tillsynen, kommer att på

olika sätt lägga stor vikt vid generella tolkningsfrågor i syfte att hitta gemensamma och auktoritativa tolkningar av reglerna.<sup>47</sup>

### *Förbättring av det enskilda företags redovisning*

I tillsynen kan också ligga en strävan efter att utveckla redovisningens kvalitet i enskilda företag, trots att det ligger utanför tillsynsuppdraget. Informella kontakter mellan börsen och noterade företag förekommer ju bl.a. i Sverige. Föreställningen om att redovisningen ska vara så bra som möjligt är stark och detta kan också smitta av sig på tillsynsorganen.

### *Förbättring av regelverket*

Vidare skulle ett bakomliggande motiv för tillsyn kunna vara behovet av att förbättra regelverket. Detta är ett motiv som ligger nära tolkningsfunktionen ovan. Det kan noteras att CESR:s utvärdering av tillsynen bl.a. är inriktad på att ge uppslag till förbättringar av IFRS.<sup>48</sup>

### *Sammanfattning*

Sammanfattningsvis förefaller det finnas flera tänkbara funktioner för redovisningstillsyn: a) fånga upp regelöverträdelser som inte fångas upp av revisionen; b) säkerställa behovet av en oberoende institutionell tolkningsfunktion; c) bidra till förbättringar av det enskilda företags redovisning samt d) bidra till förbättringar av redovisningens regelverk. Man kan argumentera för att samtliga funktioner på ett eller annat sätt hjälper användarna av de finansiella rapporterna. Till detta kan också läggas en ytterligare funktion, nämligen allmänprevention. Tillsynen kan öka trycket på företagen att efterleva reglerna. Hur väl allmänpreventionen fungerar beror bl.a. på hur omfattande och djup tillsynen är och vilka överträdelser som kan och bör beivras.

<sup>47</sup> Detta ligger i linje med hur den amerikanska tillsynsmyndigheten SEC agerar i USA, se Zeff, *Accounting Horizons*, 1995, s. 52–70.

<sup>48</sup> Se CESR, *CESRs review of the implementation and enforcement of IFRS in the EU*, November 2007, s. 13 ff.

## Utvärdering

Vi har ställt oss frågan hur den nya redovisningstillsynen över börsföretagens finansiella rapportering inom EU bidrar till förtroendet för företagens redovisning. Vad har vi då funnit? Utan tvekan är den finansiella rapporteringens kvalitet viktig för en väl fungerande marknad och aktiehandel. Men regelverket innehåller särdrag som gör regelöverträdelser svåra att identifiera och sanktionera. IFRS är mycket omfattande, inte särskilt heltäckande och innehåller därtill ett stort antal öppna regler som förväntas tolkas utifrån vissa angivna principer (principbaserat regelverk).

Regelöverträdelser och sanktioner bör alltid bestämmas utifrån lägsta godtagbara standard på redovisningen. Men en betydande del av normgivningen och den praktiska tillämpningen är inriktad på motsatsen, dvs. att bästa möjliga information ska lämnas. Detta kan dock knappast vara en utgångspunkt för tillsynen. Vilken information kan inte bli bättre? Tillsynen måste därför inriktas på om tillräcklig information lämnats. En bedömningsfråga naturligtvis, som inte sällan prövas lång tid efter det att företaget bedömt frågan (och kanske med facit i hand hos granskaren).

Hitillsvarande erfarenheter är att CESR:s och medlemsstaternas arbete med tillsynen lika mycket inriktats på tolknings- och förbättringsfrågor som regelöverträdelser. Det ger bilden av en tillsyn som har en högre ambition än att bara sanktionera överträdelser. Man vill helt enkelt vara en aktör som påverkar utvecklingen i stort. Nuvarande reglering verkar inte kunna hindra en sådan utveckling.

Eftersträvas förbättringsåtgärder är enligt vår mening två åtgärder särskilt viktiga. Den ena är att man inför en slags ”förhandsgodkännade (preapproval)” för företagen, dvs. att de ska kunna vända sig till tillsynsorganen och få besked om vad som är en acceptabel redovisningsprincip. Så fungerar det i betydande utsträckning i USA och funktionen finns även i vissa – men inte alla – EU-länder.<sup>49</sup> Intresset för detta från svensk sida verkar dock begränsat och kanske frågan har blivit svårare att lösa nu med en myndighetstillsyn. Den andra åtgärden är att man gör genomgångar av årsredovisningarna och gör kritiska iakttagelser om

<sup>49</sup> Zeff, *Accounting Horizons*, 1995, s. 52–70 samt Brown och Tarca, *European Accounting Review*, 2005, s. 181–212.



(generella) brister som behöver åtgärdas till nästa år. Det blir således ingen omedelbar sanktion. En sådan funktion får nog sägas redan delvis vara på plats.

Vad gäller regelöverträdelser och vilka av dessa som bör sanktioneras är nog tillsynens bidrag till tilltron för den finansiella rapporteringen begränsat. Den kan fylla en funktion i att den rättar till s.k. revisionsmisslyckanden, dvs. när uppenbara feltolkningar på väsentliga områden passerat revisionen utan åtgärder. Den har också en roll för fall då anmärkningar gjorts utan att de beaktats av företagen, men dessa fall är ytterst begränsade. Tilltron till den finansiella rapporteringen ”står och faller” således också i framtiden i allt väsentligt med en fungerande revision.

Om det finns en funktion för tillsynen i frågor som kanske inte fångas upp vid revisionen är svårbedömt. Synen på vad som är väsentligt ska ju vara densamma enligt CESR. Det kan knappast vara motiverat med en tillsyn som inriktas på ”checklistefrågor”, t.ex. om alla upplysningar lämnats.

Inte heller är det särskilt motiverat med en tillsyn som i första hand träffar företag i kris, vilka är fall som historiskt sett varit frekventa i redovisningstillsynen. Huruvida man följt IFRS eller inte i ett läge när förhållandena är mycket oklara är av mindre intresse än hur den löpande rapporteringen har fungerat till marknaden under tiden. Som regel är förhållandena i krisföretag ganska bra genomlysta (och återspeglade i kurs sättningen). Huvuduppgiften för tillsynen bör således vara att komma till rätta med systematiska brister i regeltillämpningen i ett normalläge.

Samtidigt vill vi understryka att redovisningen är ett problematiskt område med en ständig regelutveckling där drivkrafterna för vissa lösningar hos företagen och revisorerna kan vara starka. Det saknas enligt vår mening alldeles klart en motvikt till dessa aktörer och normgivaren själv (IASB). Men den hittillsvarande tillsynen inger viss oro då det ser ut som att tillsynsorganen bara blir ännu en i raden av aktörer bland de redan befintliga.

Rättelser, kompletterande information vid regelöverträdelser eller andra sanktioner lång tid efter offentliggörandet av rapporterna har oftast liten eller ingen betydelse för prissättningen på aktier i det enskilda företaget. Men tillsynen och sanktionerna har en viktig allmänpreventiv effekt. En viktig funktion för tillsynen är att säkerställa standardiseringen av finansiella rapporter. Tillsynen främjar ordning och reda och

utgör ett påtryckningsmedel på företag att efterleva regelverket. Värdet av det senare ska inte underskattas. Men det är svårt att göra juridik av redovisning och det blir en svår balansgång vid tillsynen att angripa rätt regelöverträdelser. För det är med den finansiella rapporteringen som många andra regler på marknaden. Det är dynamiken i regelverket som driver utvecklingen. Kvaliteten i helheten är viktigare än brister i detaljer. Det är lätt att gå fel och det finns risk för att tillsynen blir kontra-produktiv.

Först om något år lär vi kunna se vart utvecklingen är på väg. Det finns dock skäl att redan nu höja ett varningens finger. Det finns enligt vår uppfattning risk för att kostnaderna för redovisningstillsynen kan komma att skena i väg. Det finns närliggande exempel som avskräcker. Ökade krav på intern kontroll och revision i noterade företag (SOX) och därtill utökad offentlig tillsyn har kostat jättelepp för såväl företagen som samhället men kan fråga sig om det verkligen blivit så mycket bättre. Kostnaderna måste i alla lägen kunna försvaras med ökad nytta hos användarna.

# Corporate Governance-tvister och deras ”ägare”

*Eric M. Runesson*

## **Inledning**

Det övergripande målet med reglerna på corporate governance-området kan antas vara att etablera en ordning där de som investerar kapital i ett företag ska kunna känna tilltro till att de kan få en avkastning på sin investering även om de inte tar aktiv del i företagets dagliga drift och ledning.<sup>1</sup>

Denna ordning åstadkoms genom regler eller normer. Somliga regler är upphöjda till att vara lagar medan andra mest kan karakteriseras som avtalsrättsligt förpliktande eller grundade på bolagsordningar. Gemensamt för dessa regler är teorin att regelefterlevnad kan framtvingas på rättslig väg genom hänvändelse till domstolar eller skiljenämnder.

Men om inte tvistlösningsmekanismerna fungerar tillfredsställande, spelar det inte någon roll om reglerna för investerarskydd är aldrig så bra.

Många investerare upplever att tvistlösning i domstol eller genom skiljeförfarande inte fungerar optimalt. Dessa judiciella tvistlösningsmetoder anses ofta leda till en besvärande tidsutdräkt. De anses också onödigt kostnadskrävande.

Det förefaller som om internationella investerare i hög grad uppmärksammar hur corporate governance-reglerna ser ut och i vilken mån olika länders rättsordningar är effektiva när det kommer till att säkra att

<sup>1</sup> Se t.ex. Shleifer, Andrei & Vishny, Robert, A Survey of Corporate Governance, 52 Journal of Finance, s. 737 (1997).

reglerna efterlevs.<sup>2</sup> Ett effektivt system för tvistlösning på detta område framstår därför som en konkurrensfördel för de länder som vill attrahera riskkapital.

I ljuset av detta är det intressant att notera det ökade intresset för de konsensuella tvistlösningsmetoderna, särskilt förhandling och olika former av medling. Flaggskeppet i denna utveckling är *The International Institute for Conflict Prevention and Resolution* som grundades 1979 av ett stort antal Fortune 500-företag och ett flertal större advokatbyråer.

De konsensuella tvistlösningsmetoderna öppnar för en snabb och kostnadseffektiv tvistlösning. Inte bara rättsligt sanktionerade normer kan beaktas, utan även s.k. *soft law* och andra regler av uppföranderegeltyp kan beaktas av de inblandade parterna, vilket kan leda till lösningar som framstår som mer tillfredsställande än de typiskt sett binära lösningar som kommer ur de judiciella tvistlösningsmetoderna.

Man kan säga att den grundläggande skillnaden mellan de judiciella och de konsensuella tvistlösningsmetoderna är att bestämmanderätten eller ”ägandet av tvisten” överläts till en utomstående domare med de judiciella metoderna medan parternas ägande av och *ansvar* för tvisten ligger kvar hos dem med de konsensuella metoderna.

Häri ligger ett problem. Det kan finnas incitament att använda suboptimala tvistlösningsmetoder just därför att en beslutsfattare hos en av parterna vill slippa ta ansvar för hur tvisten löses. Vilken företagsledning vill ta ansvar för sitt beslut att lösa en tvist genom en förlikning – som kan komma att kritiseras av vissa ägare – när man kan låta advokater och domare ta ansvaret och skylla på deras oförstånd eller sin egen otur om domen inte faller en i smaken?

I detta bidrag till föreliggande skrift ska jag försöka att lyfta fram på vilket sätt val av tvistlösningsmetod har betydelse. Jag ska också försöka peka på några möjligheter att, om inte lösa så i vart fall minska, vissa problem som sammanhänger med sättet att lösa olika tvister.

<sup>2</sup> Berglöf, Erik and Claessens, Stijn, Enforcement and Corporate Governance, The World Bank Research Observer Advance Access, ursprungligen publicerad online den 21 februari, 2006, 21 The World Bank Research Observer, 123 (2006); doi:10.1093/wbro/lkj005. En tidigare version (september 2004) återfinns hos SSRN: <http://ssrn.com/abstract=625286>.

## Corporate Governance-tvister

När man talar om corporate governance-tvister ska man bära i minnet att det är en heterogen grupp tvister. Utan anspråk på att försöka göra en fullgången systematik skulle man kunna tala om följande fyra parts-konstellationer:<sup>3</sup>

- Tvister mellan företagsfunktionärer;
- Tvister mellan investerare;
- Tvister mellan investerare och företag;
- Tvister mellan företag och någon av dess funktionärer.

Som exempel på tvister mellan företagsfunktionärerna kan nämnas en konflikt mellan styrelse och revisor och konflikter rörande jäv.

Som exempel på tvister mellan investerare kan nämnas konflikter kring aktievärdering, *take over-bids* och M&A-frågor.

Som exempel på tvister mellan investerare och företag kan nämnas konflikter kring rösträttsfrågor och utdelningsrätt.

Som exempel på tvister mellan företaget och någon av dess funktionärer kan nämnas konflikter kring kvalitén på styrelseledamots arbete och konflikter kring lön och andra förmånder.

I det sista fallet presenterar sig tvisterna ofta som en *actio pro socio* där en eller flera aktieägare driver tvisten mot en funktionär i bolagets namn.

När man försöker ställa upp hypoteser om tvisternas orsaker och om hur antagna mål bakom existerande regelverk effektivt ska kunna tillgodoses gör man klokt i att ha denna heterogenitet i minne.

Man kan här till lägga den strukturella heterogeniteten i ovanstående tvister.

Somliga tvister är centrerade kring en enda dominerande fråga. Ett exempel är en tvist om styrelseledamots ansvar mot bolaget. Den dominerande frågan är hur stor ersättning styrelseledamoten ska utge.

Andra tvister är polycentriska. En tvist mellan investerare kring ett företagsförvärv eller ett take over-bud kan innefatta ett flertal sammanflätade frågeställningar. Hur den ena frågan löses påverkar utrymmet

<sup>3</sup> Typologin baseras på Questionnaire On Corporate Governance Related Dispute Resolution, OECD DAF/CA; 03/01/06.

för hur den andra frågan kan lösas. Frågorna i tvisten hänger samman som i en spindelväv. Drar man i den ena änden hamnar hela nätet i obalans.<sup>4</sup>

## Val av tvistlösningsmetod

Det har hävdats att förlikning – med eller utan inblandning av en medlare – är den bästa tvistlösningsmetoden och att judiciell tvistlösning bara borde komma ifråga för *egentliga* rättstvister.

*Egentliga* rättstvister angår en principfråga; det ekonomiska utfallet är av underordnad betydelse.

*Oegentliga* rättstvister är sådana där parternas positioner vid en närmare undersökning dikteras av underliggande behov och intressen, men de döljs bakom en stilig dräkt av rätt och plikt.

Det har också hävdats att valet mellan förlikning och rättsprocess bör göras med beaktande av fyra kriterier:<sup>5</sup>

- Lösningens grad av slutgiltighet;
- Tvistlösningsprocessens effekt på den framtida relationen mellan parterna;
- Tillfredsställelsen med den potentiella utgången;
- De relativa transaktionskostnaderna.

Dessa kriterier kan utvärderas mot bakgrund av de huvudsakliga processuella skillnaderna mellan förlikning och judiciell tvistlösning.

Det förefaller som om de som verkar som medlare i affärstvister är beredda att hålla med om att varje tvist har minst tre dimensioner. Det finns en juridisk dimension och en kommersiell dimension. Det finns också en emotionell dimension.

Förlikningsförhandlingen är tredimensionell medan det judiciella tvistlösningsförfarandet är endimensionellt.

Förhållandet att parterna anförtrott en domare makten att fatta bin-

<sup>4</sup> Fuller, Lon L., *The Forms and Limits of Adjudication*, 92 *Harvard Law Review*, s. 353 (1978).

<sup>5</sup> Ury, William, Brett, Jeanne and Goldberg, Stephen, *Getting Disputes Resolved: Designing Systems to Cut the Costs of Conflict*, Jossey-Bas Publishers (1988).

dande beslut om hur tvisten ska lösas framtvingar ett antal skillnader mellan judiciell och konsensuell tvistlösning.<sup>6</sup>

Främst står det oeftergivliga kravet på domarens/beslutsfattarens objektivitet – inte bara i processuellt hänseende utan också i materiellt hänseende.

Den materiella objektiviteten ska kunna demonstreras i synnerhet när beslutet ska förklaras för parterna. Den materiella objektiviteten blir svår att verifiera om diverse kommersiella och emotionella diffusa hänsyn ska tas.

Objektivitetskravet medför att den judiciella tvistlösningen i huvudsak styrs av normer som bygger på parternas handlingar eller status. Exempel på sådana aktorierade normer är regeln i 29 kap. 1 § aktiebolagslagen (2005:551) ABL om bolagsfunktionärs ansvar mot bolaget och regeln i 28 kap. 11 § ABL att innehavare av 1/10 av aktierna har rätt till viss utdelning.

Normer som bygger på parternas personliga relationer är ofta rättsligt irrelevanta även om parterna tillmäter dem betydelse. Ett exempel på en sådan relationsorienterad icke-rättslig norm är:

”Allt vad I viljen att människorna skola göra eder, det gören I ock dem.”

Eller för att formulera det omvänt och mer praktiskt:

”Den som har varit ogin får finna sig i att själv bli ogint behandlad.”

Det råder ingen tvekan om att relationsorienterade icke-rättsliga normer påverkar vid förlikningsförhandlingar.

En annan skillnad är att normkollisioner löses genom att den ena normen underordnas den andra i den judiciella tvistlösningen. Regeln om yttrandefrihet i 1 kap. 1 § yttrandefrihetsgrundlagen kolliderar och underordnas tystnadsplikten i 6 § lagen (1990:409) om företagshemligheter (FHL), vilken i sin tur underordnas regeln i 2 § andra stycket FHL om att företagshemligheter får röjas för att avslöja allvarliga missförhållanden.

<sup>6</sup> Eisenberg, Melvin A., *Private Ordering Through Negotiation. Dispute-Settlement and Rulemaking*, 89 *Harvard Law Review*, s. 637 (1976).

I förlikningsförhandlingar kan kolliderande normer beaktas genom att parterna kommer fram till lösningar som beaktar bägge normerna.

När vi kommer till behandlingen av de faktiska omständigheterna i tvisten kan en liknande skillnad påvisas. Det judiciella förfarandet bygger på att ett påstående antingen betraktas som sant – i bemärkelsen att påståendet är styrkt – eller falskt – i bemärkelsen att påståendet inte har bevisats. I förlikningsförhandlingar är det vanligt att giltigheten av faktapåståenden inrangeras på en gråskala och att lösningarna utformas med utgångspunkt i att ett påstående kan vara halvsant.

Ytterligare en principiell skillnad ska framhållas. I det judiciella tvistlösningsförfarandet är urvalet av remedier starkt begränsat. I princip rör det sig om fullgörelse eller skadestånd. I ett konsensusbaserat förfarande är urvalet av remedier i princip bara begränsat av parternas fantasi.

Alla dessa skillnader gör att parterna ofta kan komma till lösningar som framstår som mer tillfredsställande än vad som kan bli följden av en rättsprocess. Det har också påtalats att den binära karaktären hos det judiciella förfarandet bidrar till ett krigsliknande förhållningssätt hos parterna, vilket tenderar att skada de framtida relationerna.

Jag skulle vilja tillfoga att det judiciella förfarandet inte är adekvat för lösning av polycentriska tvister. På det området förefaller det vara särskilt angeläget att forska kring hur konsensusbaserade tvistlösningsmetoder kan utformas så att utfallen blir optimala och transaktionskostnaderna låga.

## Hinder mot konsensusbaserad tvistlösning

Även om parterna anser att en konsensusbaserad tvistlösningsmetod skulle ha fördelar framför ett judiciellt förfarande, kan de finna att det senare är den enda realistiska möjligheten.

Detta kan bero på ekonomiska överväganden. Parterna kan tänkas göra upp bara om resultatet ger ett utfall som överträffar det förväntade nyttoutfallet med en rättegång.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Se Landes, William L., *An Economic Analysis of the Courts*, 14 *Journal of Law and Economics*, s. 61 (1971); Posner, Richard A., *An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*, 2 *Journal of Legal Studies* (1973); Gould, John P., *The Economics of Legal Conflicts*, 2 *Journal of Legal Studies* (1973).



För att kunna mäta den förväntade nyttan krävs att man beaktar parternas riskaversion. Det leder till en komplikation som det för alltför långt att behandla här.<sup>8</sup> Låt oss istället tills vidare låtsas att alla aktörer är riskneutrala och tala om det förväntade värdet av en rättegång. Värdet kan vara positivt eller negativt.

Värdet är en funktion dels av de odds för framgång som parterna sätter för käranden, dels av förväntat utfall vid framgång.

Anta att A kräver 100 av B och att de ersättningsgilla rättegångsutgifterna (vilka typiskt sett är betydligt lägre än rättegångskostnaderna) beräknas bli 10 per part. Om förloraren betalar rättegångskostnaden och oddsen för att A ska vinna är 50/50 är väntevärdet:

$$0,5 \cdot 100 + 0,5 \cdot -20 = 40.$$

A agerar rationellt om han träffar en förlikning som innebär att A får minst 40 av B.

För B är utsatt för en förväntad risk motsvarande

$$0,5 \cdot -100 + 0,5 \cdot -20 = 60.$$

B agerar rationellt om han träffar en förlikning som innebär att B utger högst 60 till B.

Förlikningsutrymmet – skillnaden mellan väntevärdesbeloppet 40 och den förväntade riskens belopp 60 – är 20. Bägge parter kan "vinna" lika mycket genom att göra upp på 50.

Närmare besett korresponderar förlikningsutrymmet mot de totala transaktionskostnaderna för tvistlösningen!

Utgångspunkten i den ekonomiska teorin är att tvister går till rättegång när parternas bedömning av väntevärdet divergerar.

En samsyn på väntevärdet är dock inte en tillräcklig betingelse för förlikning. Strategiska överväganden kan göra att en förlikning uteblir trots att det finns ett ekonomiskt utrymme. I grund och botten förklaras detta med att en part i konkurrensen om förhandlingspotten missuppfattar motpartens bud som förhandlingsbart trots att det var ett slutbud.

Inom psykologin har sedan påvisats att frånvaron av strategiska hin-

<sup>8</sup> För ett enkelt resonemang kring betydelsen av riskaversion och förlikning, se Runesson, Eric M., *Avtals- och tvistlösningsförhandling*, s. 242 ff. (2003).

der inte heller är en tillräcklig betingelse för att en förlikning ska kunna resultera i ett existerande ekonomiskt utrymme.<sup>9</sup>

Man har att räkna med att beslutsfattarna inte alltid kan hantera sina kognitiva begränsningar och att de lätt hamnar i psykologiska fällor som förhindrar ett rationellt beslutsfattande.

Jag vill påstå att konsensusbaserade tvistlösningssystem inte kan utformas utan en gedigen förståelse för hur ekonomiska, strategiska och psykologiska faktorer samverkar hos de beslutsfattare som företräder de tvistande parterna.

## Transaktionskostnaderna

Transaktionskostnaderna är som nyss påpekades en viktig faktor att beakta i valet av tvistlösningsmekanism.

Transaktionskostnadsbegreppet är vitt och hänför sig inte endast till direkta utgifter (som i exemplet ovan), utan innefattar även tidsvärdeförluster, kostnaden för oro och bristande fokus hos de personer som är inblandade i tvisten, dålig PR, etc.

Transaktionskostnaden är ett mått på vad en rationell part skulle vara villig att betala en trollkarl för att trola fram ett omedelbart slutresultat av tvisten – må så resultatet vara bra eller dåligt.

En blick på statistiska data rörande tidsutdräkt och rättegångskostnader i olika delar av världen gör väl att en investerare kan fråga sig om möjligheten att genomdriva corporate governance-reglerna på rättslig väg verkligen är ett praktiskt gångbart alternativ.

Snittkostnaden i OECD för ett sedvanligt indrivningsmål är 11,2 % av fordringen; tidsutdräkten är 351,2 dagar. I sydasien är tidsutdräkten 968,9 dagar. I ostasien är snittkostnaden 52,7 % av fordringen.<sup>10</sup>

Det förefaller vara rimligt att anta att tidsutdräkt och kostnader ökar med tvistens komplexitet och att detta medför att efterfrågan på alternativa tvistlösningformer ökar.

Min erfarenhet av att vara aktiv i olika roller i olika tvistlösningssmodeller är att de direkta kostnaderna sammanhänger med behovet att

<sup>9</sup> Se t.ex. Korobkin, Russell and Guthrie, Chris, Psychological Barriers to Litigation Settlement: An Experimental Approach, 93 Michigan Law Review, s. 107 (1994).

<sup>10</sup> Se <http://www.doingbusiness.org/ExploreTopics/EnforcingContracts>.

bearbeta och överföra information om fakta i tvisten till motparten och domaren. I vissa alternativa tvistlösningsformer som underlättande medling minimeras behovet av att överföra information till en utomstående. Kostnadsfördelarna med sådana tekniker blir naturligtvis som störst i tvister där parterna vet lika mycket om tvisten; där *informationsasymmetrierna* är små.

Förhållandet att judiciell tvistlösning drar stora transaktionskostnader påverkar incitamenten för att driva svaga saker.<sup>11</sup> Det påverkar också incitamenten att förlikas.

Hur detta påverkar sammanhänger förmodligen med vilket ansvar förloraren har för vinnarens kostnader.

En tänkbar regel är att parterna ska bära sina kostnader oavsett utgången i tvisten. Det är den amerikanska utgångspunkten. En annan tänkbar regel – som gäller i de flesta länder – är att förloraren ersätter vinnaren för hans kostnader. Det har sagts att den regeln leder till att färre svagt underbyggda krav drivs. För den amerikanska regeln talar å andra sidan att den underlättar tidiga förlikningar.

Ett särskilt problem är att en part kan hota med att inleda och fullfölja en rättegång trots att den rättsliga positionen är svag för att uppnå en förlikning. Utsikterna till en förlikning ökar om motparten är riskaversiv. Utsikterna ökar också ju mindre andel av de verkliga kostnaderna som parten kan få ersätta vid framgång.

Rättsordningen kan utnyttjas i ett förstörelsespel; genom att förstöra en del av sin förmögenhet kan en part tvinga sin motpart att förstöra ännu mer om motparten inte förlikas.

En enkel illustration visar hur detta kan verka:

Anta att A tror att han har en chans på 10 % att kunna utkräva 100 av B. Anta att den ersättningsgilla rättegångsutgiften är 10 per part.

A:s väntevärde är  $0,1 \cdot 100 + 0,9 \cdot -20 = -8$ .

B:s väntevärde är  $0,1 \cdot -120 = -12$ .

Genom att riskera 8 kan A förlikningsvis vinna upp till 12.

<sup>11</sup> Se Polinsky, Mitchell A. & Rubinfeld, Daniel L., Does the English Rule Discourage Low-Probability-of-Prevailing Plaintiffs?, 27 Journal of Legal Studies, s. 517 (1998).

Reduceras A:s personliga ansvar för B:s rättegångsutgifter genom försäkring eller lagregler ökar incitamenten för A att driva svaga saker i hopp om att kunna preja till sig en förlikning. Verkningarna av en regel liknande den som finns i 22 kap. 23 § och 25 kap. ABL om att majoritetsaktieägare ska svara för transaktionskostnaderna för tvist vid tvångs-lösen kan alltså antas förstärka minoritetens incitament att driva för-störelsespel.

Man kan ställa sig frågan om B skulle kunna minska risken för att bli utsatt för kostnader för att försvara sig mot svaga krav genom att på för-hand anta och synliggöra en policy som säger att förlikningar aldrig ska ingås om motparten enligt B:s advokat bedöms ha sämre chanser till framgång än 50/50. Ett sådant åtagande kan göras högst trovärdigt om B t.ex. åtar sig att utge ett belopp motsvarande förlikningslikviden till sin värste konkurrent om policyn inte följs.

I många fall kompliceras övervägandena av att parterna har svårt att bedöma oddsen i ett tidigt skede av tvisten. Genom att förbereda och driva en rättegång kan parterna få fram information som gör att de får allt bättre underlag för att bedöma oddsen. Möjligheten att driva en rättegång kan då ses som en realoption. Rättegångskostnaderna kommer inte med en gång, utan gradvis. Käranden har alltid möjligheten att backa ur om oddsen bedöms vara för dåliga eller investera mer i sin option och gå vidare. Den information som en part utvinner kan ha ett värde som vida överstiger kostnaderna för att få fram informationen.<sup>12</sup>

Det finns ett flertal studier som syftar till att identifiera och mäta de direkta och indirekta tvistlösningskostnaderna för företag i tvister mellan företag. Jag känner dock inte till någon studie som avser tvister inom företag – till vilka de flesta corporate governance-tvister hör.

Med denna reservation i minne, visar de flesta studierna att utbrottet av ett judiciellt tvistlösningsförfarande leder till värdeförluster netto för parternas ägare.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Se Grundfest, Joseph A., & Huang, Peter H., *The Unexpected Value of Litigation: A Real Options Perspective*, 58 *Stanford Law Review*, s. 1267 (2006).

<sup>13</sup> Bhagat, Sanjai & Romano, Roberta, *Empirical Studies of Corporate Law* i Polinsky, Mitchell A. & Shavell Steven [red.], *Handbook of Law and Economics*, augusti 2004, tillgänglig på <http://leeds-faculty.colorado.edu/Bhagat/EmpiricalStudiesof-CorporateLaw.pdf>. Se dock Haslem, Bruce, *Managerial Opportunism during Cor-*

En känd studie avsåg tvisten mellan Pennzoil och Texaco i mitten av 1980-talet. De processuella framgångarna för Pennzoil medförde inte en värdeökning på bolagets aktier som motsvarade nedgången på Texacoaktierna. Två år efter det att en jury tilldömt Pennzoil 11 120 000 000 USD i skadestånd, hade parterna tillsammans tappat 30 % av det värde de hade innan tvisten bröt ut.<sup>14</sup>

Detta är inget vidare bra perspektiv för en investerare som vill se avkastning på sitt investerade kapital.

## Agentproblemet & agentkostnaden

Fördelar och nackdelar med ett judiciellt tvistlösningsförfarande kontra konsensusbaserade system kan knappast diskuteras utan att det s.k. agentproblemet uppmärksammas.

Företag måste agera genom agenter, t.ex. styrelseledamöter, VD och andra personer. Det drar inte bara löne- eller arvodeskostnader att agera genom agenter. Med agentkostnad avser den kostnad som uppstår när företaget/ägarna och personer i företagsledningen har divergerande intressen och ägarna inte fullt ut kan iaktta och bedöma kvalitén på ledningens arbete.

En del fenomen som har observerats i ljuset av hot om rättegångar kan kanske förklaras med agentteorin.

Risken för rättegång har antagits ge bolag incitament att underprisa aktier vid IPO:s.<sup>15</sup>

porate Litigation, 60 *The Journal of Finance*, s. 2013 (2005). Det ska noteras att de flesta studier avser effekterna av den amerikanska regeln för rättegångskostnadsansvar.

<sup>14</sup> Mnookin, Robert H. & Wilson, Robert B., Symposium on the Law of Economics of Bargaining: Rational Bargaining and Market Efficiency: Understanding Pennzoil v. Texaco, 75 *Virginia Law Review* s. 295 (1989).

<sup>15</sup> Se Hensler, DA, *Litigation costs and the underpricing of initial public offerings*, 16 *Managerial and Decision Economics* 111 (1995) och Lowry, Michelle & Shu, Susan, *Litigation Risk and IPO underpricing*, 65 *Journal of Financial Economics*, 309 (2002).

Bolag som är indragna som svarandepart i rättsprocesser med stor risk har i vissa fall en tendens att ändra sin redovisning så att vinstnivån påverkas nedåt.<sup>16</sup>

Företagsledningarna som arvoderas med optioner – vilket i sig ökar sannolikheten för tvister<sup>17</sup> – tenderar att vilja driva fram redovisning av vinster och utöva sina optioner för att sälja aktierna under rättegångar. Avkastningen på aktierna har därefter konstaterats bli osedvanligt låg efter rättegången.<sup>18</sup>

Det finns också en omfattande forskning kring risk att behöva svara i en rättegång och valet av tidpunkt för offentliggörande av värdesänkande information till aktieägare.<sup>19</sup>

Även om valet av judiciell tvistlösning tycks leda till värdeförluster netto, kan förlikningar vara än mer destruktiva på grund av agentkostnaderna. I en empirisk studie av Bruce Haslem konstateras att marknaden föredrar judiciell tvistlösning framför förlikningar i den meningen att förlikningar leder till större negativ kurspåverkan än domar.<sup>20</sup> Anledningen till detta antas vara att marknaden misstänker att företagsledningarna i hög grad ser till sina egna intressen när förlikningar ingås och inte till aktieägarnas.

<sup>16</sup> Hall, Steven C. & Stammerjohan, William W., *Damage awards and earnings management in the oil industry*, 72 *The Accounting Review*, 47 (1997).

<sup>17</sup> Talley, Eric L. & Johnsen, Gudrun, *Corporate Governance, Executive Compensation and Securities Litigation* (May 4, 2004). USC Law School, Olin Research Paper No. 04-7; även USC CLEO Research Paper No. C04-4, tillgänglig hos SSRN: <http://ssrn.com/abstract=536963>.

<sup>18</sup> Peng, Lin & Röell, Ailsa, *Executive pay and shareholder litigation*, (December 2005) tillgänglig hos <http://www.olin.wustl.edu/firs/conf/shanghai/PDF/062.pdf#search=%22Shareholder%20Litigation%20and%20Corporate%20Disclosures%20%22>.

<sup>19</sup> Se t.ex. Skinner, Douglas J., *Why firms voluntarily disclose bad news?* 32 *Journal of Accounting Research* 38 (1994); Kasznik, R. & Lev, B., *To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise*, 70 *The Accounting Review*, 113 (1995); Skinner, Douglas J., *Earnings disclosures and stockholder lawsuits*, 23 *Journal of Accounting and Economics*, 249 (1997) och Kothari, S.P., Shu, Susan & Wysocki, Peter, *Do Managers Withhold Bad News?* (October 2005) tillgänglig hos <http://management.bu.edu/academics/departments/documents/Do-Managers-Withhold-Bad-News-12-05.pdf>.

<sup>20</sup> Se Haslem i not 13 a.a.

En företagsledning kan t.ex. tänkas förlika bort en stark svarandeställning för att slippa få sitt agerande i saken genomlyst i en offentlig rättegång. Företagsledningen kan också – som i Texaco-fallet – blockera en ekonomiskt rationell förlikning för att slippa konfrontera risken att aktieägarna driver en skadeståndstalan mot styrelsen sedan bolagets förlust blivit definitiv.

Haslem visar också att den negativa värdepåverkan samvarierar med hur företagen har kapitaliserats. Graden av skuldsättning, konsoliderings- och utdelningspolicy visas i sin tur påverka potentialen för agentkostnader.

Risken för att en agent utsätts för skadeståndskrav av bolaget eliminerar inte agentproblemet. Risken väger ganska lätt om kravet kommer från en enstaka aktieägare – förhållandet att andra aktieägare åker snål-skjuts verkar tillbakahållande på lusten att driva ett krav. Aktieägarens kostnadsrisk motsvarar kanske inte hans andel av vad som kan utvinnas. (Regeln i 29 kap. 9 § andra stycket ABL kan diskuteras i ljuset av detta.)

Agentproblemet kompliceras ytterligare av inverkan från ansvarsförsäkringar. Försäkringarna tycks leda till att kärande med dåligt underbyggda krav överkompenseras och kärande med starkt underbyggda krav underkompenseras i förlikningar.

Dessa iakttagelser tycks försvaga de konsensusbaserade tvistlösningsformerna på corporate governance-området.

Argumenten mot konfidentiella konsensusbaserade tvistlösnings-system väger förmodligen tyngst när det gäller tvister mellan företag och i tvister mellan företaget och individuella ledningspersoner.

Regeln i 29 kap. 8 § ABL (om att bolaget inte får förlika skadeståndstvister mot stiftare, styrelseledamot, VD, revisor och aktieägare om inte bolagsstämman godkänner förlikningen) kan motiveras med agentteorin och eliminerar en del av argumenten mot kostnadsbesparande konsensusbaserade tvistlösningstekniker i tvister mellan företaget och dess ledning.

När det gäller tvister mellan ledningspersoner och tvister mellan företag kvarstår frågetecknen kring förträffligheten hos de konsensusbaserade tvistlösningsteknikerna.

Om det är riktigt att det är en uppgift för rättsvetenskapen att med ledning av all tillgänglig kunskap om hur ekonomiska aktörer fungerar kunna föreslå och formulera tvistlösningsnormer som effektivt löser givna problem och om det är ett samhällsintresse att investerare kan känna tillit till att de svenska reglerna om företagsstyrning säkrar att

avkastningen på satsat kapital inte försvinner i fel fickor när det blir tvist, då finns det en given rättsvetenskaplig forskningsuppgift: Att bidra till en design av olika tvistlösningssystem med känsla för tvistens kontext.



# En principbaserad tillsyn och reglering – Finansinspektionen på villospår?

*Hans Schedin*

## **Inledning**

Finansinspektionen (FI) offentliggjorde våren 2008 en promemoria om hur FI avser att bedriva tillsyn och reglera den finansiella sektorn i framtiden. Promemorian har rubriken Ett principbaserat förhållningssätt – syftet i fokus. I promemorian har FI formulerat förslag till åtta principer. Finansiella företag som lever upp till principerna uppfyller också syftet med den finansiella regleringen, vilket ytterst är att åstadkomma finansiell stabilitet och ett gott konsumentskydd.

Promemorian har remitterats till branschföreträdare och finansiella företag. FI har också haft seminarier kring förslagen både för företrädare av större finansiella företag och mindre aktörer i branschen. Avsikten var att FI under hösten 2008 skulle bestämma den slutliga utformningen av principerna och besluta om en handlingsplan för det förstärkta arbetssättet. Något beslut är, när detta skrivs, ännu inte fattat.

## **Förslag till Principer**

Principerna kommer enligt FI inte att utgöra formella regler men det finns i regelverken redan i dag mer eller mindre generellt utformade regler som täcker in dem. Principerna ska utgöra en generell utgångspunkt för FI:s framtida tillsynsverksamhet och – där så är möjligt – regelgivning.

Så här är Principerna formulerade:

1. *Förtroende* – Ett företag ska aktivt verka för att förebygga förtroendeproblem för det finansiella systemet och ha tillräcklig kännedom om sina kunder för att kunna motverka risken för att företagets produkter, tjänster eller system utnyttjas för kriminella syften.

2. *Finansiell styrka och skydd för kunders medel* – Ett företag ska ha förmåga att långsiktigt fullgöra sina åtaganden genom att ha kapital som i omfattning och kvalitet är tillräckligt för de risker som verksamheten är förknippad med. Företaget ska hantera kundernas tillgångar med aktsamhet och i erforderlig omfattning hålla dessa åtskilda från företagets egna tillgångar.
3. *Intern styrning och kontroll* – Ett företag ska ha ändamålsenliga och effektiva rutiner för intern styrning och kontroll, vilket innefattar en god förmåga att identifiera, mäta, övervaka och hantera företagets risker.
4. *Kunskap och kompetens* – Ett företag ska säkerställa att samtliga anställda har den kunskap och kompetens de behöver för de uppgifter de är satta att sköta.
5. *Genomlysning* – Ett företag ska vara organiserat på ett sådant sätt att en god genomlysning av verksamheten inte försvåras och ska ha rutiner för att säkerställa att redovisningen ger en rättvisande bild av företagets finansiella ställning.
6. *Behandling av kunder* – Ett företag ska ta tillvara kundernas intresse med omsorg och skicklighet och vidta alla rimliga åtgärder för att identifiera och hantera direkta och indirekta intressekonflikter mellan företaget och deras kunder eller mellan olika kunder.
7. *Information* – Ett företag ska vid sina kontakter med kunder lämna relevant och lättbegriplig information så att kunderna kan välja rätt produkter och tjänster och löpande utvärdera företagets uppfyllande av ingångna avtal.
8. *Samarbete med tillsynsmyndigheten* – Ett företag ska underlätta en god dialog med tillsynsmyndigheten och lämna de upplysningar som behövs för att myndigheten ska få en god insyn i företagets verksamhet och förhållanden.

## **FI:s vision**

FI ser många fördelar med att formalisera det principbaserade förhållningssättet. Det bör enligt FI skapa förutsättningar för en mognare kommunikation med de finansiella företagen och en effektivare tillsyn med en djupare acceptans från företagen och resten av marknaden. Långsiktigt ser FI också framför sig ett mer dynamiskt regelverk med ett

större utrymme för olika lösningar och därmed ökad innovationskraft i den finansiella sektorn, i den mån detaljreglering kan ersättas av mer målinriktade regler.

Ett viktigt syfte med arbetet är enligt FI att tydliggöra att det ytterst är företagen själva som ansvarar för en sund utveckling av den finansiella sektorn. Genom att lyfta kommunikationen med branschen och den allmänna debatten från detaljnivån till vad som är de övergripande målen, blir detta tydligare. Det är därför av stor betydelse att branschen förstår och står bakom de principer som FI slutligen fastställer.

## **Så här ska principerna användas i tillsynen och regelgivningen**

Genom att låta tillsynen utgå från hur företagen lever upp till reglerna undviker FI att lägga resurser på att leta regelöverträdelser som bedöms sakna betydelse för de övergripande målen om finansiell stabilitet och ett gott konsumentskydd.

Principerna kommer också att användas i FI:s regelarbete. FI:s strävan är att endast införa sådana regler som stöder någon av de grundläggande principerna. FI avser också att ta initiativ till att gallra ut överflödiga regler som att ta nya regleringsinitiativ där FI upplever att en princip inte täcks tillräckligt tydligt av reglerna.

## **FI:s tidigare erfarenhet**

FI har redan tidigare en viss erfarenhet av att bedriva tillsyn utifrån regler och allmänna råd med en tydligt principbaserad karaktär. Ett exempel är granskningen av att de finansiella företagen har en god styrning och intern kontroll. I allmänna råd anger FI att företagen i den interna kontrollen bör ha funktioner för riskkontroll, regelefterlevnad (compliance) och internrevision. *Hur* företagen väljer att organisera dessa funktioner är dock i stor utsträckning överlämnat till företagen själva att avgöra utifrån deras specifika förutsättningar och verksamheter. Ett annat exempel är de samlade kapitalbedömningarna enligt det europeiska kapitaltäckningsdirektivet (Basel II) som är genomfört i svensk rätt sedan den 1 januari 2007.

FI sammanfattar sina erfarenheter på följande sätt:

- En mer kvalitativ och transparent samsyn behövs inom FI om vad en kvalitativ regel syftar till att uppnå och var gränsen går för när regelkravet är uppfyllt.
- FI behöver utveckla sin kompetens för att göra kvalitativa bedömningar när företagen har möjlighet att välja olika vägar att nå vissa mål.
- Det behövs en väl fungerande kommunikation mellan FI och företagen som ger FI möjlighet att värdera företagets beskrivning av hur de arbetat för att uppnå det eftersträvade målet.
- Det behövs en tydlig process för när en ifrågasatt individuell lösning bör föranleda ytterligare tillsynsåtgärder alternativt leda till en formell sanktion från FI:s sida.

När det gäller att tillämpa sanktioner vid regelöverträdelser anger FI att FI i flera år tillämpat en modell där sanktioner tillgrips när ett företag på ett systematiskt sätt brutit mot regelkrav i lag eller föreskrift och att den modellen ligger fast. Men eftersom tillsynen kommer att utgå från att undersöka brister i uppfyllandet av principerna kommer det att vara den sortens brister som är bakgrunden till att ett sanktionsärende initieras. Däremot kräver sanktionering av sådana brister liksom tidigare stöd i uttryckliga regler.

## **Branschens reaktion på förslagen till principer**

Promemorian har remissbehandlats. FI har i en promemoria den 30 juni 2008 kommenterat remissvaren. Därefter har några tidigare remissinstanser samt Riksbanken kommit in med ytterligare synpunkter. De fyra branschorganisationerna, Bankföreningen, Fondhandlareföreningen, Fondbolagens Förening och Försäkringsförbundet är positiva till ett mer principbaserat regelverk men pekar på att en sådan övergång kräver förändringar i regler som beslutas på EU-nivå. Organisationerna pekar också på att principernas ordalydelse måste rymmas inom det bakomliggande regelverket, varför principerna inte kan ges en vidare innebörd eller ha mer långtgående syften än gällande lagstiftning eftersom principerna då riskerar att tillämpas som utfyllande tolkningsreg-

ler. Vill FI att principerna ska ge uttryck för vidare syften än gällande lagar och föreskrifter kan det endast ske via lagstiftning. Organisationerna har mot den bakgrunden en hel del synpunkter på principernas ordalydelse.

FI kommenterar dessa synpunkter i sin juni-promemoria under rubriken Principernas legala status och uppger att principerna är tänkta att fungera som ett slags ”rättesnöre” för branschen, en minsta gemensamma nämnare bland alla regler och rekommendationer som företagen i finanssektorn och tillsynsmyndigheten har att tillämpa.

Riksbanken konstaterar i sitt yttrande att en mer genomarbetad analytisk underbyggnad av principerna är nödvändig för att de ska kunna utgöra en ändamålsenlig grund för såväl utformningen som den praktiska tillämpningen av det finansiella regelverket. Riksbanken pekar också på att det kan finnas anledning att tydligare skilja mellan principer som har till syfte att styra FI:s inre arbete och principer som skall ligga till grund för utformningen av det finansiella regelverket eftersom det i principdokumentet förefaller föreligga en viss sammanblandning av dessa syften och de åtta principerna som redovisas snarast har karaktären av allmänna uppförandekoder för de finansiella företagen.

## **Vem har inspirerat FI till principerna?**

De åtta principer som FI föreslagit är starkt influerade av FI:s brittiska motsvarighet Financial Services Authority (FSA). FSA har i april 2007 redovisat elva ”Principles for Businesses”. FSA har därvid gjort följande kommentar till principerna:

”Our 11 Principles for Businesses set overarching requirements for all financial services firms, and are themselves rules. Critically, they focus on what our regulations are trying to achieve and so are expressed in terms of outcomes and behaviours rather than processes and procedures. We do not intend to change the Principles or add to them: they still express clearly the actions and behaviours we expect from firms and provide the very backbone of our regulatory regime.”

## Allmänt om normgivningsmakten

### *Riksdag och regering*

I 8 kap. regeringsformen finns en ingående reglering av normgivningsmakten, dvs. rätten att besluta lagar och andra föreskrifter. Det som utmärker rättsregler är att de är föreskrifter av generell karaktär som är bindande för myndigheter och enskilda. Regleringen i kapitlet går främst ut på att fördela normgivningsmakten mellan riksdagen och regeringen. Riksdagens föreskrifter meddelas genom lag och regeringens föreskrifter genom förordning. En grundsats i kapitlet är att de centrala delarna av normgivningen ska ligga hos riksdagen.

Regeringen har genom 13 § fått ett eget normgivningsområde. Enligt den paragrafen får regeringen nämligen i förordning besluta dels föreskrifter om verkställighet av lag, dels föreskrifter som inte enligt grundlag ska meddelas av riksdagen.

I kapitlet finns emellertid också bestämmelser som medger avvikelser från denna grundläggande fördelning mellan riksdagens och regeringens normgivningsmakt. Riksdagen kan genom delegering till regeringen överlåta vissa särskilt angivna delar av sin normgivningskompetens på det offentlighetsliga området, däribland näringsverksamhet (7 §).

Från sitt eget normgivningsområde enligt 13 § får regeringen överlåta föreskriftsrätt till en underordnad myndighet. Riksdagen kan bemyndiga regeringen att i vissa särskilt angivna ämnen meddela föreskrifter som annars skall beslutas av riksdagen. Om riksdagen ger regeringen ett sådant bemyndigande, kan riksdagen medge att regeringen överlåter åt en förvaltningsmyndighet att meddela bestämmelser i ämnet. Riksdagen kan alltså inte överlåta denna föreskriftsrätt direkt till en förvaltningsmyndighet. Delegationen måste gå via regeringen.

### *Förvaltningsmyndighet*

Förvaltningsmyndigheters kompetens att meddela föreskrifter regleras således uttömmande i regeringsformen. Av Författningssamlingsförordningen (1976:725) framgår att myndigheter därutöver har möjlighet att ge ut allmänna råd, dvs. sådana generella rekommendationer om tillämpningen av en författning som anger hur någon kan eller bör

handla i ett visst hänseende. De allmänna råden är således inte bindande utan just råd eller rekommendationer.

Uttrycket allmänna råd tillskapades i samband med den sanering av myndigheternas regelgivning som regeringen genomförde under 1980-talet. Då avskaffades också ett flertal olika alster med vilka myndigheterna kommunicerat med allmänheten, såsom etikmeddelanden, GD-brev, anvisningar etc. Syftet var att så långt möjligt undvika att regelbeståndet blev så svåröverskådligt att allmänheten kunde ha svårt att få klarhet i vilka regler som gällde.

I propositionen 1997/98:136 Statlig förvaltning i medborgarnas tjänst har regeringen ånyo framhållit att arbetet med regelreformer och regelförenkling behöver förstärkas och breddas genom att kvaliteten i regelstyrningen bör ökas genom systematisk granskning av existerande och nya regler inom områden som är viktiga för medborgarna och näringslivet. Syftet med förenklingsarbetet är alltså att åstadkomma ändamålsenligare regler och en smidigare regeltillämpning. Färre och enklare regler är därför ofta en förutsättning för att regelsystemet ska fungera på det sätt som är tänkt.

Frågan uppmärksammades också av Förvaltningspolitiska kommissionen som framhöll följande i sitt betänkande I medborgarnas tjänst (SOU 1997:57):

”Enligt kommissionen är tillväxten av myndighetsföreskrifter ett centralt förvaltningspolitiskt problem. En utgångspunkt bör vara att lagar och förordningar i största möjliga utsträckning skall kunna tillämpas utan myndighetsföreskrifter, bland annat med hjälp av tydliga lagtexter, förarbeten och praxis. Bemyndiganden att utfärda föreskrifter bör ges bara efter noggrann prövning. Det är en del av vårt demokratiska system att kompetenta myndigheter och tjänstemän ansvarar för lagtillämpning och verkställighet inom givna ramar.”

## **Vad har FI:s föreslagna principer för rättslig karaktär?**

FI anger i sin juni-promemoria när det gäller att beskriva principernas legala status följande (s. 10):

”Som tidigare nämnts kan det inte bli frågan om att sanktionera direkt utifrån någon eller några av våra föreslagna principer. Det har aldrig varit avsikten. Principerna är istället tänkta att fungera som ett slags ”rättesnöre” för branschen, en minsta gemensam nämnare bland alla regler och rekommendationer som företagen i finanssektorn och tillsynsmyndigheten har att hantera. Det är också en signal om vad vi kommer att inrikta tillsynen på. Vad gäller domstolarnas eventuella tillämpning av principerna är det naturligtvis ingenting som Finansinspektionen kan styra över. Troligen ligger det dock närmast till hands med en tillämpning motsvarande den som domstolarna idag gör av annan typ av vägledning än uttryckliga regler. Vår uppfattning är alltså att domstolarna kan komma att använda principerna som en tolkningshjälp i samband med tillämpningen av befintliga regler, för att förstå och understryka syftet med dem.”

FI synes mena att principerna ska tolkas som en gemensam färdriktning och att principerna just är principer och inte regler. Principerna påstås således ge uttryck för syftet med regleringen och hur detta syfte ska kunna uppnås samtidigt som företagen i finanssektorn nu måste ta nästa steg och förstå sin roll när det gäller att uppnå de nämnda syftena.

FI:s uppfattning är alltså att principerna inte är normerande utan endast anger en färdriktning. Men stämmer detta verkligen. I Strömbergs Stora Synonymordboken ges följande synonymer till ”rättesnöre”, nämligen vägledning; ledstjärna; förebild; mönster; norm; regel; tumregel; korrektiv; prejudikat; föreskrifter; direktiv; bud; efterrättelse; kanon; katekes; förlaga; mall; konungaspegel. En sökning på nätet [www.synonymordbok.com](http://www.synonymordbok.com) ger synonymen *norm* som anges matcha till 84 procent.

Också Riksbanken ifrågasätter principernas rättsliga karaktär och säger i sitt yttrande att det kan finnas anledning att tydligare skilja mellan principer som har till syfte att styra FI:s inre arbete och principer som skall ligga till grund för utformningen av det finansiella regelverket.

Av det citerade stycket från FSA:s Principles-based regulation framgår att FSA klart anser att deras Principles utgör regler som företagen ska följa.



Av Statsrådsberedningens handbok i författningsskrivning för myndigheter "Myndigheternas föreskrifter", Ds 1998;43, anges som en grundförutsättning att regler ska vara enkla, klara och lätta att överblicka. Detta förhållningssätt bör rimligen gälla för all skriftlig kommunikation från en myndighet till allmänheten. Men så är det uppenbarligen inte i detta fall eftersom såväl branschorganisationer som Riksbanken har svårt att urskilja principernas rätta karaktär. Redan här bör således FI inse att kommentarerna måste stämma till eftertanke.

Det går inte heller att helt frigöra sig från känslan att principerna i sig är något mellanting mellan föreskrifter och allmänna råd. Den formen känner dock inte den svenska rättsordningen. Detta framgår tydligt av propositionen om förenkling av myndigheternas föreskrifter, anvisningar och allmänna råd (prop. 1983/84:119) genom vilken ett flertal olika uttrycksformer avskaffades.

Redan det förhållandet att FI har en utomordentlig position genom att FI utövar normgivningsmakt, uttolkning av normerna, tillsyn, åklagarroll samt beslutsfattande i sanktionsärenden gör att FI måste agera på ett sådant sätt att det inte finns utrymme att ifrågasätta FI:s opartiskhet och saklighet när det gäller rättsligt bindande bestämmelser.

FI:s agerande måste också rymma ett stort mått av förutsebarhet för att finanssektorn ska kunna fungera på ett effektivt sätt och fylla de viktiga uppgifter som den har.

De förslag till principer som FI lagt fram uppfyller inte dessa krav. De bör därför inte genomföras i den form som de nu presenterats.

## **Vad skulle principerna tillföra som saknas i dag?**

Om vi utgår från att principerna inte får vara normerande eftersom denna form inte finns tillgänglig för förvaltningsmyndigheter måste man ställa sig frågan vilket syfte principerna i sådant fall skulle ha. Principerna skulle kunna var riktade mot FI:s verksamhet och utgöra en prioritering till FI i tillsynsverksamheten. Principerna borde i så fall direkt relateras till bakomliggande normer. Så är inte fallet i dag.

Principen rörande förtroende har t.ex. fått en avsevärt vidare innebörd än vad som kan uttydas av bestämmelserna om god sed, eller viss standard. Principen har också fått en betydligt vidare innebörd än vad som kan utläsas av t.ex bestämmelserna om penningtvätt.

Principen rörande finansiell styrka och skydd för kundernas medel tillför ingenting i jämförelse med de föreskrifter som redan finns på området.

Principen rörande intern styrning och kontroll ger uttryck för vad som för vissa företagstyper gäller enligt föreskrifter samt för vissa, däribland banker och försäkringsbolag, enligt FI:s allmänna råd. Här borde FI i stället verka för enhetliga bestämmelser rörande samtliga företag under tillsyn.

Principen rörande kunskap och kompetens går långt utöver vad som gäller i dag. De ger närmast intryck av att FI avser att utvidga sitt tillsynsansvar till att omfatta samtliga anställda inom ett företag under tillsyn.

Principen rörande genomlysning tillför inte något utöver vad som gäller för samtliga företag under tillsyn i dag.

Principerna rörande behandling av kunder och information, som båda behandlar företagets kontakter med kunderna har fått en utformning som inte i alla delar kan tillämpas på samtliga kunder.

Principen rörande samarbete med tillsynsmyndigheten borde om den skulle ha något syfte utöver vad som gäller i dag vara ömsesidig, dvs. även FI borde ha ett ansvar för den goda dialogen.

Slutsatsen blir att principerna i deras nuvarande utformning skulle skapa en osäkerhet om vad som egentligen gäller i förhållande till nu gällande lagar och föreskrifter. Detta skulle klart strida mot kravet på förutsebarhet i FI:s verksamhet.

## **Vilka alternativ finns till den principbaserade regleringen?**

Om FI har för avsikt att ändra sin strategi beträffande reglering och tillsyn finns det jag ser det inte något som hindrar detta så länge FI rör sig inom den rättsliga ram som gäller för svenska förvaltningsmyndigheter. Om FI önskar bekantgöra en sådan ändring bör FI överväga att tillämpa en mer traditionell metod än att införa den principbaserade tillsynen och regleringen.

## Slutord

Det är lätt att vid en första anblick finna gillande av FI:s anslag när det gäller den principbaserade tillsynen och regleringen. Men arbetet uppvisar som framgår ovan stora brister inom inte minst det normgivande området. Förslaget till principer och de kommentarer från FI som hittills finns bör därför inte läggas till grund för vare sig tillsyn eller reglering på detta stadium. Som Riksbanken anför krävs en mer genomarbetad analytisk underbyggnad av principerna för att de ska kunna utgöra en ändamålsenlig grund för såväl utformningen som tillämpningen av det finansiella regelverket.

Om FI:s avsikt är att förändra sitt förhållande till företagen under tillsyn och skapa en förutsättning för en dialog mellan FI och företagen har FI en stor och viktig arbetsuppgift framför sig. Den tilltänkta metoden med en principbaserad tillsyn och reglering är dock enligt min mening ett villospår.



# Skandaldriven och problemdriven reglering

*Daniel Stattin\**

## 1. Inledning

Svarta tulpaner, Mississippi- och Söderhavskompanierna, Railway Manias, Kreugerkraschen, Enron och WorldCom, Skandia – man får lätt uppfattningen att skandaler i bolag vars aktier handlas på marknaden avlöst varandra. Sådana bolagsskandaler har nästan alltid lett till försök från lagstiftaren att förhindra eller förebygga att skandaler inträffar. Vissa regleringar verkar på det hela taget ha fungerat, andra såsom Bubble Act<sup>1</sup> och SOX-lagstiftningen,<sup>2</sup> har i efterhand ansetts vara samhällsekonomiskt ineffektiva.

Det är ett känt faktum att skandaler följs av ny *skandaldriven reglering*.<sup>3</sup> Det finns en utbredd uppfattning att sådana regleringar, som tillkommit i kölvattnet av bolagsskandaler, inte alltid är tillräckligt beredda eller övervägda och kan leda till kostsam *compliance*.

I den här uppsatsen har jag för avsikt att diskutera skandaler, skandaldriven och problemdriven reglering. Det finns många skandaler att välja mellan vilka givit upphov till reaktioner från lagstiftaren; det låter sig naturligtvis inte göras att behandla alla. Jag har därför valt att i huvudsak utgå från en relativt väldokumenterad situation, nämligen

\* Jag tackar jur. kand. Jenny Keisu och amanuens Emma Söderbäck för synpunkter på manus.

<sup>1</sup> Se avsnitt 4.

<sup>2</sup> Se avsnitt 7.

<sup>3</sup> För svenskt vidkommande t.ex 1944 års aktiebolagslag (ABL 1944) och Kreugerkraschen samt Svensk kod för bolagsstyrning (Koden) och bl.a. Skandia-affären. Jfr debatten om ändringar i budpliktsgränser efter Volkswagens köp av Scania-aktier – se Stattin, Dispenser från budplikt vid Volkswagens köp av Scania-aktier, JT 2007–08 s. 873.

förspelet och efterdyningarna till de amerikanska bolagsskandalerna omkring år 2000. Jag kommer emellertid också att göra utblickar åt annat håll.

Uppsatsen är disponerad så att jag inleder med vissa utgångspunkter (avsnitt 2), fortsätter med en allmän diskussion om reglering och regleringsteknik (avsnitt 3), sedan behandlar fyra olika bolags- eller finansskandaler och den reglering som följde efter dem och dess effekter för marknaden (avsnitt 4 till 7). Därefter diskuteras sambandet mellan skandaler och reglering (avsnitt 8) och avslutningsvis sammanfattas några slutsatser inför framtiden (avsnitt 9).

## 2. Några utgångspunkter

Frågan om sambandet mellan bolagsskandaler och reglering respektive sambandet mellan reglering och samhällsekonomi har tilldragit sig ett ganska omfattande internationellt intresse i rättsvetenskapen under senare år. Huvuddelen av litteraturen på området är anglosaxisk, främst amerikansk. Det finns en svensk uppsats som mer direkt tar sikte på skandaldriven reglering, av Johan Danelius i festskriften till Södra Roslags tingsrätt,<sup>4</sup> och även om sambandet framkommer i förarbeten<sup>5</sup> och diskuterats i annan doktrin har behandlingen främst varit rättshistorisk såtillvida att den beskrivit konkreta samband mellan skandaler (orsak) och reglering (verkan).

Den relevanta anglosaxiska litteraturen kan delas upp i vad som brukar kallas *law and finance*-litteratur<sup>6</sup> och litteratur som mer direkt beskriver skandaldriven reglering. Resultaten från *law and finance*-litteraturen kan väldigt kortfattat sammanfattas med att den finansiella regleringen har direkt betydelse för samhällsekonomin.<sup>7</sup> Det förefaller

<sup>4</sup> Danelius, J., Från Fermenta till Skandia – aktiebolagsrättsliga aspekter på några företagsskandaler, Festskrift till Södra Roslags tingsrätt, Stockholm, 2007.

<sup>5</sup> Mest känt SOU 1941:9 och dess koppling till Kreuger-kraschen.

<sup>6</sup> Då avses ”*law and finance*” i begreppets betydelse som forskningsfält, till skillnad från olika varianter av ”*law and economics*” som kan beskrivas både som (flera varianter av) metodanslag och forskningsfält.

<sup>7</sup> T.ex. Engelen, P.-J., Remedies to informational Asymmetries in Stock Markets, Antwerpen-Oxford, 2005, s. 7 ff. med en ”literary review” av senare forskning som

emellertid vara svårare att använda den empiriska forskningen för att konstruera regler eller för att förklara varför de uppkommer än för att utvärdera dem. Det finns olika förklaringar till varför reglering existerar. Den kan exempelvis ha uppkommit ur olika intressegruppers behov eller önsningar,<sup>8</sup> eller genom allmänt eller politiskt krav på reglering.<sup>9</sup> I skandalsammanhang är det närmast ett allmänt eller politiskt krav, kanske båda, som driver regleringen. Det underliggande syftet torde då vara att rätta till, förebygga eller förhindra visst beteende som anses vara oönskat, till exempel för att det ansetts som skadligt för samhället.

Det kan nu vara på sin plats att ägna några ord åt vad som är en sådan skandal som ska diskuteras i uppsatsen. Det kan vara tillräckligt att definiera en skandal som *en händelse där lagstiftare, marknaden eller allmänheten är tillräckligt chockad för att anse att det behövs ny reglering för att förhindra motsvarande händelser i framtiden*. I det följande kommer jag att behandla fyra sådana skandaler eller skandalföreteelser – The South Sea Bubble, Kreuger-kraschen, den amerikanska anti-takeover-lagstiftningen och bolagsskandalerna kring år 2000 och den regleringsaktivitet som följde i skandalernas spår. Mitt syfte med diskussionen är att diskutera, först, om det kan iakttas något samband mellan skandal och reglering, vidare, olika regleringsmodeller och deras följder. Urvalet av skandaler har gjorts mot bakgrund av att det inom det utrymme som står till buds för denna uppsats knappast är möjligt att beskriva och diskutera skandaler som inte redan är väldokumenterade. Först ska emellertid några ord sägas om reglernas tekniska utformning.

### 3. Något om regleringsteknik

Av rätt stor betydelse för diskussionen är vilka typer av regler som utvärderas. Det finns anledning att dröja något ytterligare vid detta. Bolags- och börsrättsliga regler kan beskrivas som tvingande ("mandatory"),

konstaterar att det finns en korrelaus mellan finansiell reglering och storleken ett lands kapitalmarknad (även om naturligtvis andra orsaker också spelar in).

<sup>8</sup> Detta torde vara vad som närmast beskrivs som "capture theory" eller som olika ekonomiska teorier om reglering hos Engelen, a.a., s. 3 f.

<sup>9</sup> Närmast "public interest theory", a.st.

opt out- eller opt in-regler.<sup>10</sup>

Ett exempel är att borgenärsskyddsreglerna i den svenska aktiebolagslagen (2005:551; ABL) är tvingande eftersom de inte kan frångås. I bolagsordningen kan man införa regler om till exempel olika rätt mellan olika aktieslag, det är då en opt in-reglering. Om inte annat anges i bolagsordningen anses ett aktiebolag ha vinstsyfte, se 12 kap. 3 § 3 stycket ABL. Det är således en opt out-regel.

Det är intressant att utreda om regeltypen får någon betydelse för om en regel blir effektiv. Man skulle kunna utvärdera effektiviteten utifrån utgångspunkten att en reglering som är tvingande och som samtidigt drabbar rationella aktörer är mycket mindre ekonomiskt effektiv än en opt in-regel som, om den tillämpas, drabbar samma rationella aktörer. I detta exempel beror skillnaden på att opt in-regeln inte slår blind och träffar alla situationer utan bara dem där den faktiskt tillförts bolaget, till exempel i bolagsordningen.

Som utgångspunkt kan man anta att om en regel är av sådan karaktär att den antas förekomma i de flesta bolag – typiskt kanske bolagets organisation med stämma och styrelse – bör den vara en opt out-regel (eller default-regel). Regler som typiskt sett få aktörer vill ha bör i stället vara opt in-regler eftersom det minskar transaktionskostnaderna om bara de som vill ha reglerna behöver ta ställning till dem. Avslutningsvis bör regler som skyddar den som inte har förhandlingsposition, till exempel borgenärer, vara indispositiva.

Det blir därför av intresse att undersöka olika typer av regler utifrån hur de är konstruerade och om och när skyddsreglering bör utformas som tvingande, opt out- eller opt in-regler.

En annan regleringsteknisk fråga som behöver beröras är om bolags- och börsrättslig reglering bör utformas som så kallad missbruksreglering eller så kallad förbudsreglering.

Ett exempel på det som brukar nämnas är de tyska koncernrättsliga reglerna. Huvudregeln för så kallade fördragskoncerner i § 302 I tyska Aktiengesetz är att moderbolaget svarar för dotterbolagets förpliktelser. Det kan anses vara en förbudsregel såtillvida att den gäller oavsett om något faktiskt missförhållande råder. Motsvarigheten för så kallade fak-

<sup>10</sup> Det följande avsnittet bygger mycket på Stattin, *Företagsstyrning. En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*, 2 uppl., Uppsala, 2008, s. 483 ff. med vidare hänvisningar.



tiska koncerner är § 317 enligt vilken moderbolaget ska kompensera dotterbolaget för eventuellt missbruk. Regelskillnaden har ibland angivits som en del av förklaringen till att faktiska koncerner är vanligare än fördragskoncerner i Tyskland, trots att det brukar uppfattas att lagstiftarens intentioner är tvärtom.<sup>11</sup>

Den bakomliggande skillnaden är att missbruksreglering utformas för att träffa särskilda missbruk av till exempel aktiebolagsformen medan förbudsreglering utformas för att redan från början förbjuda vissa beteenden, till exempel för att de anses vara särskilt skadliga. Återigen kan hypotesen ställas upp att förbudsreglering riskerar att bli ekonomiskt ineffektiv i större utsträckning – å andra sidan finns risken att missbruksreglering blir mindre handlingsdirigerande effektiv.

Avslutningsvis finns det anledning att jämföra normgivning som förekommer från lagstiftarens sida – ”hard law” – med normgivning som förekommer från privata eller halvprivata aktörer – ”soft law”. Detta är särskilt aktuellt inom corporate governance-området. Jämförelsen bör ske på samma sätt men också beakta om det föreligger problem med normgivning som förekommer på andra sätt än genom offentliga föreskrifter.

Soft law-normer ger upphov till flera frågor om hur dessa normer ska värderas i jämförelse med mer officiella normer, till exempel om de påverkar innehållet i lagstiftningen på något sätt. En första frågeställning är dock om till exempel corporate governance-koder, börsregler eller uttalanden från till exempel Aktiemarknadsnämnden är soft law överhuvudtaget. Om det är soft law uppkommer frågan vilken verkan soft law har på det bolags- och börsrättsliga området – kan generella slutsatser dras eller måste frågan avgöras när det gäller enskilda regler?

Eftersom en stor del av normgivningen numera sker i form av soft law eller annan självreglering på det bolags- och börsrättsliga området är frågan särskilt aktuell. Materiellt gäller det till exempel om olika former av privaträttslig normgivning blir bindande eller påverkar ansvaret. På sikt blir frågan viktig om den påverkar den offentliga normgivningen, till exempel när nya lagregler ska utarbetas.

En parallell fråga är om soft law – till skillnad från hard law – är acceptabel ur konstitutionell aspekt. Om soft law blir viktigare är det

<sup>11</sup> Jfr Stattin, Moderbolags skadeståndsrättsliga ansvar i koncernförhållanden, SvJT 1999, s. 888 ff.

rimligt att tänka sig att den offentliga normgivningen samtidigt blir mindre viktig.

#### 4. South Sea Bubble och The Bubble Act

Under slutet av 1600- och början av 1700-talen uppkom handelskompanier och aktiebolag i bland annat England.

”Throughout 1720 other ‘bubble companies’ had formed, with ridiculous but attractive business plans such as to ‘transmute quicksilver into malleable fine metal’ and the most infamous, to ‘carry on an undertaking of great advantage, but nobody to know what it is,’ which resulted in the one day sale of £2000 worth of shares and the promoter leaving the country that same day. Soon after, the government passed the Bubble Act, outlawing all such scams, except for the South Sea Company. This broke the fever, and the shares in the South Sea Company collapsed, reaching 124 by the end of 1720. Incredibly, the bulk of this speculative bubble happened inside of one year.”<sup>12</sup>

Det som gjorde bland annat The South Sea Company och andra ”bubbelbolag” till nyheter var att dess aktier, och till och med olika derivatinstrument, handlades relativt fritt. Aktierna kom att öka i värde lavinartat. Den som förutsåg att det fanns risk i värdestegringen kunde genom att handla rationellt, till exempel säkra positioner och kliva ur positioner för att hämta hem vinst, tjäna rejält på kursuppgången. Den som inte insåg risken med kursutvecklingen och satt kvar i aktierna när bolaget började kollapsa gjorde dock en stor förlust. Till saken hör att det anses att effekten av förlusten förstärktes eftersom många aktieinvesteringar gjordes med lånade pengar.

Efter The South Sea Companys kollaps agerade lagstiftaren. Redan samma år som kollapsen inträffade godkände det engelska parlamentet The South Sea Bubble Act 1720 (”the Bubble Act”).<sup>13</sup> The Bubble Act förbjöd så kallade joint-stock companies, det vill säga vad vi idag upp-

<sup>12</sup> [www.thecreativeinvestor.com/Article767.html](http://www.thecreativeinvestor.com/Article767.html).

<sup>13</sup> 6 Geo. c. 18.

fattar som en föregångare till aktiebolag med fritt överlåtbara aktier. I Bubble Act-fallet tillkom alltså en reglering som var ytligt sett handlingsdirigerande effektiv på så sätt att den stoppade möjligheten att bilda aktiebolag fram till 1862.<sup>14</sup> Regeln stoppade därmed aktiviteter som kunde vara skadliga för investerare – emellertid stoppade regeln också fullt legitima bolagsbildningar. För att motverka beteenden hos en grupp illasinnade och skydda en annan grupp irrationella aktörer (bedragare respektive godtrogna investerare) skapades regler som hindrade bolagsbildningar och därför minskade välbefindandet i samhället. Bubble Act kan därigenom beskrivas som en utpräglad förbudsreglering.

## 5. Kreuger-kraschen

Ett av det sena 1920- och tidiga 1930-talets mest framgångsrika svenska företagsgrupper var AB Kreuger & Toll. Flera fortfarande framgångsrika företag, mest känt kanske Swedish Match AB, kan räkna sitt ursprung till Kreugerföretagen. Allmänheten – både i Sverige och utomlands, bland annat på Wall Street – investerade i AB Kreuger & Toll genom att bland annat köpa så kallade debentures, ”Kreugerpapper”, som kan liknas vid rösträttslösa aktier. År 1932 började det emellertid gå rykten om att Kreugergruppen var underkapitaliserad. De ekonomiska problemen fortsatte och den 12 mars 1932 hittades Ivar Kreuger död på ett hotellrum i Paris. Kreugers död blev upptakten till företagsgruppens finansiella sammanbrott. I sammanbrottet visade det sig att genom olika bokföringsåtgärder inom Kreugergruppen, som rättsligt sett var organiserad som vad numera betraktas som olika förbundna koncerner, saknades det tillgångar som ska ha uppgått till \$250 miljoner.

Även Kreugerkraschen gav upphov reaktioner hos lagstiftaren. För att bland annat se över reglerna om aktiebolag som äger andra aktiebolag (de nuvarande koncernredovisnings- och koncernrättsliga reglerna) tillkallades en utredning under ledning av professorn Håkan Nial. Utredningens betänkande – SOU 1941:9 – kan kanske betraktas som den

<sup>14</sup> Companies Act 1844 upphävde Bubble Act, men först i Companies Act 1862 blev det möjligt att bilda aktiebolag genom registrering.

mest klassiska skriften i den svenska associationsrätten. Utredningen ledde till en ny svenska aktiebolag, ABL 1944.

I ABL 1944 skapades regler om koncernrätt och koncernredovisning som motverkade det irrationella beteendet hos en avgränsad krets aktörer (sådana som försökte utnyttja frånvaron av regler eller som inte förstod att redovisa rättvisande eller investerade i förlitan på sådan felaktig information) men som inte drabbade rationella aktörer (sådana som redovisade rättvisande eller investerade på grundval av riktig information).

Till skillnad från bland annat The Bubble Act var inte de regler som infördes i och med ABL 1944 så genomgripande att de väsentligt förändrade förutsättningarna för aktiebolagsverksamhet i Sverige. Utredningen kan snarare karaktäriseras som ett försök att identifiera och reglera de brister i den gällande 1910 års aktiebolagslag (ABL 1910) som möjliggjort det korsvisa ägandet och överföringar mellan bolag i företagsgrupper. Tvärtom mot Bubble Act skulle då ABL 1944 kunna uppfattas som en både handlingsdirigerande och ekonomiskt effektiv reglering av särskilda problemområden i då gällande rätt.

## 6. Amerikanska anti-takeover-regler

Företagsuppköp leder typiskt sett ofta till att företagen omstruktureras – ibland blir följden att anställda får lämna sina anställningar och att verksamheter läggs ned. För att motverka detta infördes i många delstater regler som begränsade attraktiviteten i att göra stora företagsförvärv.<sup>15</sup> Dessa delstatliga så kallade *Anti Takeover Laws* finns i omkring 40 delstater, bland annat alla viktiga delstatsekonomier utom Texas och Kalifornien. Anti-takeover-reglerna har lite olika utformning i olika delstater; de tillkom i två omgångar under 1980-talet ("andra generationen") och efter 1987 ("tredje generationen").<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Ratner, D.L., och Lee Hasen, T., *Securities Regulation*, St. Paul, Minnesota, 2002, s. 119 ff.

<sup>16</sup> Allmänt se Forstinger, C.M., *Takeover Law in the EU and the USA. A Comparative Analysis*, Haag, 2002, s. 89 ff. Det förekommer också en "first generation" av anti-takeover-regler som infördes från 1960-talets början. Dessa har emellertid i betydelsefulla avseenden ansetts okonstitutionella – se *Edgar v. Mite Corp.* 457 US 614 (1987) – och är därför av mindre intresse i detta avseende.

Andra generationens delstatslagar kan ha olika beståndsdelar. Typiskt sett kan de innehålla regler om att förvärv av kontrollposter måste godkännas av en majoritet oberoende aktieägare, att en fusion efter ett kontrollövertagande antingen måste ha godkänts i förväg av målbolagets styrelse eller i efterhand av en majoritet oberoende aktieägare, utlösenregler till "fair price" av minoritetsaktieägare eller förbud eller hinder mot sammanslagningar inom viss tid från det att kontroll uppnåtts.

I den tredje regleringsvågen tillkom så kallade *extended constituency statutes* som möjliggör för bolagsstyrelsen i en takeover-situation att ta hänsyn till stakeholders. Stakeholders definieras i vissa delstatslagar väldigt vitt, till att omfatta till exempel miljön och samhällsekonomin. En metod för att möjliggöra detta är att inskränka styrelseledamöternas *fiduciary duties* gentemot aktieägarna i lag.<sup>17</sup> Så kallade stakeholder-laws anses ofta rubba maktbalansen i aktiebolagsrätten så att företagsledningen kan företa sig i stort sett vad den vill.<sup>18</sup>

"So long as the management has the one overriding duty of administering the resources under its control as trustees for the shareholders and for their benefit, its hands are largely tied; and it will have no arbitrary power to benefit from this or that particular interest. But once the management of a big enterprise is regarded as not only entitled but even obliged to consider in its decisions whatever is regarded as the public or social interest, or to support good causes and generally to act for the public benefit, it gains indeed an uncontrollable power – a power which could not be left in the hands of private managers but would inevitably be made the subject of increasing public control."<sup>19</sup>

Stakeholder-laws kan emellertid också visa på det tidigare beskrivna sambandet mellan reglering och samhällsekonomiska effekter.

Ett exempel på ekonomiska konsekvenser av stakeholder laws är Pennsylvanias Act 36 of 1990. Lagen påbjöd att bolagsstyrelsen

<sup>17</sup> Forstinger, a.a., s. 92 ff.

<sup>18</sup> Stattin, Företagsstyrning, s. 89 f. med vidare hänvisningar.

<sup>19</sup> Hayek, Law, Legislation, Liberty, Volume 3, The Political Order of a Free People, s. 82.

”to the extent they deem appropriate” kunde ta hänsyn till ”any corporate interest or the interest of any particular group /.../”. Effekten lät inte vänta på sig: Efter några månader hade 33 procent av de marknadsnoterade bolagen som hade hemvist i Pennsylvania omregistrerats till andra delstater med påföljande skattebortfall. Aktievärdet på Pennsylvaniabolag minskade den dag lagen offentliggjordes med 5,8 procent och med fyra procent över tiden.<sup>20</sup>

Effekten av anti-takeover-reglerna var emellertid inte bara att påverka maktfördelningen i noterade aktiebolag.<sup>21</sup> Genom att försvåra takeovers är reglerna sannolikt samhällsekonomiskt ineffektiva. Det finns visserligen ingen egentlig samsyn om de ekonomiska effekterna av takeovers, men bilden framträder ändå relativt klart att de som helhet är samhällsekonomiskt effektiva såtillvida att de leder till ökat välstånd.

Så långt kan alltså konstateras att anti-takeover-reglerna i och för sig sannolikt redan från början var ekonomiskt ineffektiva genom att skapa kostnader för samhället, dels genom färre takeovers som var ekonomiskt effektiva, dels genom att minska vinsten för företag som kunde ha genomfört takeovers. De kostnader för regleringen som uppkom kan antas inte ha motsvarats av några vinster för dem som skyddades av anti-takeover-reglerna.

Mer intressant i detta sammanhang är emellertid vilken framtidsverkan reglerna kan ha fått. Anti-takeover-reglerna anses nämligen ha påverkat *the market for corporate control*. Konceptet *the market for corporate control* bygger på idén att det föreligger en konkurrens om vem som får förvalta resurserna i näringslivet. Konkurrenten yttrar sig på två samverkande nivåer. För det första i konkurrens om de ekonomiska resurserna, vilket innebär att dessa allokeras dit där de gör mest nytta, det vill säga dit där avkastningen till aktieägarna är den bästa. För det andra i tävlan om vem som får förvalta de ekonomiska resurserna i

<sup>20</sup> Monks, R.A.G., Minnow, N., *Corporate Governance*, Oxford, 1995, s. 39 ff.

<sup>21</sup> Det kan för övrigt nämnas att det delstatliga lagstiftarsyftet med anti-takeover-reglerna står i ganska skarp kontrast mot det federala lagstiftarsyftet med den s.k. Williams Act som innehåller den federala takeover-lagstiftningen och närmast får anses ha till syfte att (a) skydda aktieägarna i målbolaget och (b) i övrigt inte lägga onödiga hinder i vägen mot takeovers. Forstinger, *Takeover Law in the EU and the USA. A Comparative Analysis*, s. 77.

näringslivet, vilket brukar uttryckas med att det föreligger konkurrens mellan enskilda företagsledare eller, mer intressant i takeover-sammanhang, mellan olika företagsledningar om vem som ska leda ett företag.<sup>22</sup> Den yttre kontrollen över företagsledningarna minskade. Det kan i sin tur antas att det ledde till en risk att företagsledningarna inte kände samma behov av att göra företagen starka – utan i stället optimerade åtgärder som ledde till exempelvis vinst på kort sikt, höga börskurser eller annat som maximerade företagsledarkarriären eller avkastningen för egen del.<sup>23</sup>

The market for corporate control anses också ha betydelse i ett mer speciellt avseende – i synnerhet företag som gjort misslyckade förvärv anses vara objekt för försök till kontrollövertagande.<sup>24</sup> Det rör sig då om en situation där det blir tydligt för marknaden att företaget kan vara misskött.

”/.../ the acquirer’s management self-dealing or incompetence, materialised through the announcement of a value-decreasing takeover offer, is penalised by the market through discounting the price of the acquirer’s stock. That creates an opportunity for another bidder to purchase control of the company, displace the self-dealing or inefficient management, and put the company’s assets to a more profitable use.”<sup>25</sup>

I praktiken kanske inte effekterna av the market for corporate control. Det finns visserligen empiri som stödjer teorierna, men det finns också empiri som inte givit några entydiga eller kanske till och med motstridiga resultat. Det har sagts att det faktiskt finns få fall där det entydigt kan studeras ett samband mellan misskötta företag och kontrollövertaganden.<sup>26</sup>

<sup>22</sup> Se t.ex. Koulouridas, A., *The Law and Economics of Takeovers. An Acquirer’s Perspective*, Oxford, 2007, s. 35 ff. med hänvisningar.

<sup>23</sup> Jfr om risktagande Stattin, *Företagsstyrning*, s. 86 f.

<sup>24</sup> Koulouridas, a.a., s. 35 ff.

<sup>25</sup> Ibid.

<sup>26</sup> T.ex. Thomsen, S., *An Introduction to Corporate Governance*, Köpenhamn, 2008, s. 54. Thomsen anger tre problem med teorierna om corporate control – dels använder många företag särskilt i anglosaxiska system försvarsåtgärder som förhindrar kontrolltransaktioner, dels kan det ur förvärvarens synpunkt vara svårt att få

Det återstår emellertid att säga att teorierna om corporate control kanske kan få betydelse i praktiken även om det finns få fall där kontrollövertaganden tydligt hänger ihop med teoribildningen. Så länge det finns en uppfattning om att en marknad för corporate control existerar och är åtminstone någorlunda effektiv kan den ha en handlingsdirigerande funktion för företagsledare. Det är i mitt tycke snarast denna handlingsdirigerande funktion som är eftersträvansvärd, eftersom det kan antas vara mer kostnadseffektivt om företagsledningarna agerar effektivt från början än om de agerar ineffektivt och måste ersättas genom en kontrolltransaktion.

Den amerikanska takeover-regleringen är skandaldriven på ett sätt som påminner om Bubble Act. Den har tillkommit för att motverka förekomsten av takeovers utan att dessa på något sätt kan beskrivas som systemfel i den amerikanska ekonomin eller lagstiftningen. Den kan beskrivas som en förbudsreglering. Den förbjuder visserligen inte direkt takeovers, men den innebär att reglerna som försvårar takeovers i en delstat alltid blir tillämpliga. Så långt kan diskussionen således sammanfattas med att två oönskade effekter av de delstatliga anti-takeover-reglerna är dels att dessa kan uppfattas som samhällsekonomiskt ineffektiva i sig själva, dels att de påverkar marknaden för corporate control negativt.

## 7. Bolagsskandalerna omkring år 2000

Så kom bolagsskandalerna. Det är frestande för den som talar om bolagsskandalerna att tala om Enron. Enron var en av de tidigaste och mest uppmärksammade skandalerna. Enron hade innan skandalen briserat varit ett mycket uppskattat och beundrat företag.<sup>27</sup> På bara något år tappade företaget i stort sett allt värde och gick i konkurs. Enron är emellertid inte en isolerad förekomst – ungefär samtidigt inträffade andra skandaler i WorldCom och Tyco i USA, Independent Insurance och Marconi i Storbritannien, Elan i Irland, Parmalat i Italien, Kirch i

tillräcklig avkastning vid ett fientligt förvärv, dels sker i praktiken många förvärv i stället av välskötta företag.

<sup>27</sup> Se Stattin, Perspektiv på Enron, JT 2006–07 s. 259 för en lättillgänglig översikt med tonvikt på juridiska aspekter.



Tyskland, Royal Ahold i Nederländerna, HIH Insurance och One.Tel i Australien.<sup>28</sup> Även den svenska Skandia-affären kan nämnas.

Under kort tid inträffade alltså flera bolagsskandaler. I litteraturen har det sagts att en utlösande faktor kan vara en "bubbla" jämförbar med till exempel handelskompani- och järnvägsbubblorna. Det anses att en aktiemarknadsbubbla brast år 2000.<sup>29</sup> I USA, men inte i samma utsträckning i Europa, sammanföll bubblan med att många noterade bolag reviderade sina årsredovisningar efter att de avlämnats;<sup>30</sup> något som i USA typiskt sett leder till följder som kursfall, tillsynsåtgärder från SEC och ifrågasättande av företagsledningen.<sup>31</sup>

Även om bubblan ansetts vara en viktig utlösande faktor för skandalerna är den inte en tillräcklig förklaring. Att finna en eller flera sådana förklaringar är inte lätt. En gemensam nämnare för de flesta bolagsskandaler är emellertid att inte bolagsstyrelsen fungerade så som det var tänkt. Anledningen till detta kan vara olika i olika fall. I flera fall har skandalbolag haft en formellt väldigt kompetent styrelse även om den ändå inte fungerade som det var tänkt, till exempel på grund av att ledamöterna inte lade ner tillräcklig tid eller omsorg. Det sagda kan illustreras med till exempel Enron,<sup>32</sup> Skandia<sup>33</sup> och de australiska skandalerna.<sup>34</sup> I andra fall – där måhända styrelsen i den nyliga skandalen Leh-

<sup>28</sup> Matlack, Rossant, Fairlamb, Capell, *The Year of the Nasty Surprises*, Business Week, 10 mars 2003, s. 48.

<sup>29</sup> Mellan 2001 och 2002 sjönk avkastningen på aktiemarknaden i USA med 32 procent, Frankrike med 45 procent och Tyskland med 3 procent. Coffee, J.C., *A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ*, After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US, Oxford, 2006, s. 215.

<sup>30</sup> Totalt åtminstone 10 procent av alla amerikanska noterade bolag reviderade årsredovisningarna mellan åren 1997 och 2002. United States General Accounting Office, GAO 2002:4.

<sup>31</sup> Coffee, a.a., s. 216.

<sup>32</sup> Jag har diskuterat Enrons bolagsstyrning översiktligt i artikeln Perspektiv på Enron, JT 2006–07 s. 259 på s. 264 ff.

<sup>33</sup> Jfr här Rydbeck och Tidströms rapport, 25 nov. 2003, avsnitt 6 som behandlar styrelsebehandlingen.

<sup>34</sup> Åtminstone HIH anses ha presenterat sig som en ".../ paragon of corporate governance virtue /.../" när det gäller styrelsesammansättning, styrelsens arbete, m.m. Hill, J.G., *Regulatory Responses to Global Corporate Governance Scandals*, s. 14.

man Brothers är ett illustrativt exempel<sup>35</sup> – räcker nog styrelsens kompetens helt enkelt inte till för företagets verksamhet.

Frånvarande bolagsstyrelser har alltså ansetts vara en orsak till bolagsskandaler. I litteraturen har dessutom framförts att skandalföretagen ofta<sup>36</sup> haft karismatiska och självständiga företagsledare – eller till och med vad som brukar kallas *over-confident managers*.<sup>37</sup> Sådana over-confident managers tenderar att optimera sin egen ställning snarare än att arbeta för bolagets bästa, något som ansetts kunna resultera i höga ersättningar till företagsledningen, mindre effektiv företagsledning och kostsamma försvar mot företagstransaktioner. I den mån ersättningen till företagsledningen dessutom sammanhänger med resultat på kort sikt – något som regelmässigt tycks vara fallet i de amerikanska skandalerna<sup>38</sup> – accentueras problematiken. Det räcker enkelt uttryckt inte med kompetens och regler – arbetet i styrelse och företagsledning måste också ske omsorgsfullt.<sup>39</sup>

One.Tel. hade i vart fall två högprofilstyrelseledamöter – James Packer och Rupert Murdoch som representanter för respektive familjer och kontrollerade 40 procent av kapitalet. Hill, a.a., s. 6.

<sup>35</sup> ”At a time when the financial markets’ complexity is mind-boggling even to those who work a 80-hour week on Wall Street, nine of Lehman’s 10 external board members are retired. Lehman’s five-member finance and risk committee, which reviewed the bank’s financial policies and practices, is chaired by Henry Kaufman, the respected former Salomon Brothers economist. But Roger Berlind, a board member for 23 years, left the broker-age business decades ago to produce Broadway plays. Another director, Marsha Johnson Evans, is a former chief of the American Red Cross and the Girl Scouts. Jerry Grundhofer, the former US Bancorp chief executive, is the only Lehman external director who has recently run a bank. But he did not sit on any board committees.” Julie MacIntosh, Financial Times, 16 September 2008.

<sup>36</sup> Jfr t.ex. Hill, a.a. s. 5.

<sup>37</sup> Något som torde stämma in på t.ex. Ken Lay i Enron, Kozlowski i Tyco, Williams i HIH Insurance. Jfr ”/.../ When George Bush calls you ‘Kenny boy’ and everyone else you meet calls you ‘sir’ it is easy to believe you are invincible.” Ken Lay’s death leaves a mixed legacy, 2006-07-05, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/5152636.stm>, 2006-08-05.

<sup>38</sup> Hill, a.a., s. 40 ff. Frågan har också behandlats i en rapport – The Role of the Board of Directors in Enron’s Collapse (2002) – från the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs, i amerikanska senaten.

<sup>39</sup> Jfr Hill, a.a., s. 9 ff. Se också Maltas, J.D., The Demise of HIH: What Part did failed

När skandalerna briserat kom en internationell regleringsvåg. I USA infördes relativt snabbt den så kallade Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX)<sup>40</sup> som i stort sett reglerar vissa corporate governance-frågor, redovisning och revision, förmåner till företagsledningen och låneförbud.<sup>41</sup> SOX följdes upp av amerikansk självreglering genom New York Stock Exchange och Nasdaq.<sup>42</sup> I England lämnade strax efteråt Sir Derek Higgs på regeringens uppdrag en *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors* ("The Higgs Report"). I rapporten föreslogs olika åtgärder för att stärka styrelsens ställning inom ramen för den brittiska corporate governance-kodens comply or explain-system. Syftet med förslagen var att åstadkomma bättre corporate governance genom att initiera diskussion snarare än att tillföra ytterligare regler. Sir Derek uttalade:

".../ brittleness and rigidity of legislation cannot dictate the behaviour, or foster the trust, I believe is fundamental to the effective unitary board and to superior corporate performance."<sup>43</sup>

Till följd av skandalerna i Australien stärktes de australiensiska corporate governance-reglerna av Australian Stock Exchange (ASX) under 2003. De australiska reglerna hade dittills varit relativt fragmentariska, men i och med reformen kom de att likna de brittiska reglerna i större

Corporate Governance Policies play? Curtin University of Technology, [www.cbs.curtin.edu.au/files/05-02.pdf](http://www.cbs.curtin.edu.au/files/05-02.pdf), som diskuterar sambandet mellan fallerade corporate governance-system och skandalen i HIH. (En rapport från HIH Royal Commission finns normalt lättast tillgänglig på [www.hihroyalcom.gov.au/finalreport/index.htm](http://www.hihroyalcom.gov.au/finalreport/index.htm) – som dock i skrivande stund ligger nere p.g.a. ett straffrättsligt mål.)

<sup>40</sup> Egentligen "An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes", Pub.L. 107-204. SOX har beskrivits som ett exempel på "Sudden Acute Regulatory Syndrome" – ett allvarligt tillstånd som kan drabba lagstiftare – Ribstein, M., Sarbox: The Road to Nirvana, 2004 Mich. St. L. Rev. 279 på s. 294.

<sup>41</sup> Se Friedenbergs, E.S., Hoyns, J.K., Nusbacher, G.W., Overview of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, i The Sarbanes-Oxley Act with Analysis, Lexis-Nexis Group, 2002.

<sup>42</sup> Hill, a.a., s. 15.

<sup>43</sup> Brev från Sir Derek Higgs till Chancellor of the Exchequer och Secretary of State for Trade and Industry, 20 January 2003. Cit. efter Hill, a.a., not 79.

utsträckning.<sup>44</sup> På motsvarande sätt finns ett samband mellan den turbulens som orsakades av de internationella skandalerna i kombination med den svenska Skandia-affären och Förtroendekommissionens arbete<sup>45</sup> och Koden.<sup>46</sup>

Den reglering som tillskapades kan principiellt delas upp i två typer. I bland annat USA tillkom tvingande och relativt ingripande reglering i SOX som skulle höja nivån på redovisning och rapportering och som förbjöd, ibland till och med kriminaliserade, vissa förfaranden. I andra länder skedde förändringar genom självreglering.

SOX har inte undgått kritik i litteraturen. Särskilt revisions- och redovisningsreglerna i SOX har ansetts innebära stora kostnader för aktiebolag som omfattas av lagens regler. Kritiken tar fasta på olika frågor, bland annat att regleringen i sig är oöverbärdig och träffar blint:

”Like a cook who throws spaghetti at the wall to see if its done, legislators and regulators have been throwing a lot of new rules at corporations to see what sticks: Sarbanes-Oxley, numerous SEC regulations, Californias onerous corporate disclosure act, Spitzers settlement with the analyst community, and countless law suits and indictments. Unlike the cook, who stops when the spaghetti is done, the lawmakers just keep throwing stuff at corporations without stopping to ask whether enough is enough.”<sup>47</sup>

Dessutom att kostnaden för implementering och tillämpning är hög:

”The costs of all this regulatory activity are beginning to mount. Some companies, for example, will incur 20,000 staff hours to comply with just one SEC new rule – a rule the SEC estimated would require only 383 staff hours per firm. According to a study by Foley Lardner, Senior management of public middle market companies expect costs directly associated with being public to increase by almost 100% as a result of corporate governance compliance and increased disclosure as a result of the Sarbanes-Oxley

<sup>44</sup> Både vad gäller material och tillämpning (comply or explain). Hill, a.a., s. 12 f.

<sup>45</sup> SOU 2004:47.

<sup>46</sup> SOU 2004:130. Koden är därefter reviderad under 2008.

<sup>47</sup> Bainbridge, Does the SEC Know When Enough Is Enough? ([www.techcentralstation.com/010804B.html](http://www.techcentralstation.com/010804B.html)).

Act of 2002 (SOX), new SEC regulations and changes to [stock] exchange listing requirements.”<sup>48</sup>

Det har uppskattats att det läggs ner 132 miljoner arbetstimmar på SOX-compliance i USA. Det motsvarar 66 000 heltidstjänster. Det hör till saken att inte endast amerikanska aktiebolag drabbas av sådana kostnader – alla aktiebolag noterade på amerikanska marknadsplatser behöver följa SOX för att få vara noterade. SOX skulle kunna beskrivas som en skandaldriven reglering som ska komma tillrätta med bolagsskandaler för framtiden, men också som en problemdriven reglering som ska förbättra till exempel redovisning och rapportering. Om man beaktar de samhällsekonomiska effekterna av regleringen framstår det som om det skandaldrivna överväger över det problemdrivna momentet. Likaså kan regleringen beskrivas som en förbudsreglering som förbjuder eller kriminaliserar olika företeelser, men också som en missbruksreglering som kan tillgripas mot aktörer som missbrukar systemet. Också i detta fall förekommer emellertid kritik – bland annat har kriminaliseringen av dålig corporate governance kritiserats:

”Translating [the] point into economic terms, the criminalization of bad corporate governance has increased the expected sanctions faced by corporate executives. The probability of conviction has gone up because ambitious prosecutors can bring to bear the full panoply of coercive measures available only in criminal litigation, while the nominal sanction has gone up dramatically.”<sup>49</sup>

Den amerikanska SOX-lagstiftningen kan jämföras med den reglering i corporate governance-koder som skett i till exempel England, Australien och Sverige. I dessa fall rör det sig uttryckligen – något som kommer till uttryck genom den så kallade *comply or explain*-principen – om reglering som inte är tvingande för sina normadressater. Den kan alltså anpassas efter de behov som finns hos enskilda företag. Oavsett hur det är med effektiviteten i corporate governance-koder, kan de inte anklagas för att orsaka kostnader genom *tvingande* regler. En annan sak är att

<sup>48</sup> A.st.

<sup>49</sup> Bainbridge TCS Crime? And Punishment, TCS Daily, 2006-06-22.

alla normadressater kanske inte tar tillvara de möjligheter till ”bortförklaringar” som står till buds.

Jämförelsevis, även om jämförelsen inte blir fullständig utan beaktande av kompletterande normgivning, framstår den typ av soft law som kommer till uttryck i corporate governance-koderna som mindre kostnadsskapande än den hard law som återfinns i SOX.

## 8. Bolagsskandaler och Sudden Acute Regulatory Syndrome

Rättshistorien visar att skandaler tenderar att generera ny lagstiftning – efter the South Sea Bubble följde the Bubble Act, i samband med olika redovisningsskandaler i England i början av 1900-talet tillkom de första reglerna om konsoliderade redovisningar,<sup>50</sup> 1920-talets depression resulterade i omfattande regleringsaktivitet som fortfarande utgör grunden för bland annat den amerikanska värdepappers- och börslagstiftningen<sup>51</sup> och de bolagsskandaler som behandlats ovan resulterade i en internationell utveckling med skärpta redovisnings- och corporate governance-regler.

Den reglering som följer på skandaler kan emellertid vara olika utformad. I det föregående har både reglering som skapats för att motverka nya skandaler (kallad skandaldriven reglering) och reglering som skapats för att rätta till olika konkreta systemfel (kallad problemdriven för att skilja den från skandaldriven reglering) diskuterats. Regleringen efter South Sea Bubble, i spåren av takeovers i USA och efter bolagsskandalerna omkring år 2000 har i mångt och mycket sådan skandaldriven karaktär – regleringen som tillkom efter Kreuger-kraschen har däremot huvudsakligen problemdriven karaktär.

Tyvärr verkar det svårt att visa ett samband mellan vissa typer av skandaler och viss typ av reglering. Kanske kan man tänka sig att skandaler som är mer allmänna till sin karaktär, till exempel omfattar många företag eller sektorer av ekonomin, tenderar att leda till mer ingripande

<sup>50</sup> Sec. 113 (2) Companies (Consolidation) Act 1908.

<sup>51</sup> Bl.a. Securities Act och Securities and Exchange Act samt den federala myndighetsstrukturen på värdepappersområdet med Securities and Exchange Commission i spetsen.

regleringskrav, men något samband går inte att visa. Det australiska exemplet kan möjligen tyda på att inget sådant samband finns.

Ett gemensamt drag efter skandaler är handlingskraft. Som visas av exemplen följs skandaler ofta och ofta relativt snabbt av regler som inskränker marknadsaktörernas frihet eller förändrar förhållandena på marknaden. Bubblorna under 1700-talet resulterade i ett effektivt förbud mot näringsverksamhet i aktiebolag – i den kanske viktigaste industrinationen, England, fram till Companies Act 1862. Först när resterna av förbuds- och oktrojlagstiftningen togs bort kunde aktiebolagsformen på allvar bidra till samhällsutvecklingen:

”All hail, astonishing Fact!  
All hail, Innovation new  
The Joint Stock Company’s Act  
The Act of Sixty-Two!”

utbrister en kör av *utopianer* i Gilbert & Sullivans operett *Utopia Limited or The Flowers of Progress* från 1893.

Handlingskraft utmärker också det politiska agerandet efter andra skandaler – handlingskraften kan visserligen vara av olika art, men påfallande ofta synes den också leda till att regleringen av aktiebolag eller marknad förändras. Regleringen kan i princip vara både av godo och av ondo. Det vill säga ett utrymme att agera kan tas tillvara både för att införa regler som är samhällsekonomiskt effektiva – kanske huvud dragen i den amerikanska börs- och värdepapperslagstiftningen från 1930-talet eller de svenska koncerninformationsreglerna i ABL 1944 kan ses så – och ineffektiva – med The Bubble Act som det historiska exemplet framför andra. Handlingskraften kan också ha olika räckvidd i tiden – i den just nu pågående finanskrisen har den amerikanska regeringen lyckats nå enighet med kongressen om ett omfattande stödpaket.<sup>52</sup> Det är emellertid ett exempel på en momentan åtgärd som – oav-

<sup>52</sup> För kritik Bebchuk, L.A., A Plan for Addressing the Financial Crisis, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 620, September 24, 2008. I korthet går kritiken ut på: ”No overpaying for troubled assets: The Treasury’s authority to purchase troubled assets should be limited to doing so at fair market value. Addressing undercapitalization problems directly: Because the purchase of troubled assets at fair market value may leave financial firms severely undercapitalized, the Treasury’s authority should be expanded to allow purchasing, again at fair market value,

sett om den är effektiv eller inte – inte prima facie kommer att påverka regleringen av den amerikanska marknaden.

## 9. Återblick och framåtblick

I det föregående har jag diskuterat sambandet mellan fyra bolagsskandaler och reglering som skapats efter dem. Jag har uppehållit mig vid hur skandaler skapar handlingskraft som leder till nya regler – regler som i och för sig kan vara både effektiva och ineffektiva. De studerade exemplen på bolagsskandaler gav upphov till lite olika regleringssvar.

I några fall skapades skandaldriven reglering vars syfte kan karaktäriseras som, till åtminstone betydande del, att motverka att nya skandaler inträffar. Följderna av denna reglering i de studerade fallen var samhällsekonomiskt diskutabel – reglerna blev ekonomiskt ineffektiva genom att stoppa utveckling eller skapa kostnader. Gemensamt för sådana regler var vidare att de hade betydande inslag av förbud eller kriminalisering.

I andra fall skapas problemdriven reglering, vars syfte kan beskrivas som att komma till rätta med vissa systemfel. Sådan reglering som typiskt sett är mindre omfattande och ingripande, synes inte leda till lika omfattande effekter eller kostnader.

Ur ett framtidsperspektiv kan, enligt min uppfattning, följande schematiska slutsatser dras av diskussionen i uppsatsen:

1. Regleringsförslag i samband med skandaler bör betraktas med viss skepsis. Stöd för denna ståndpunkt finns dels såtillvida att just vid sådana tillfällen kan krav på reglering ställas, dels såtillvida att det går att göra det antagligt att åtminstone en del av den skandaldrivna regleringen varit ekonomiskt ineffektiv.

new securities issued by financial institutions in need of additional capital. Market-based discipline: to ensure that purchases are made at fair market value, the Treasury should conduct them through multibuyer competitive processes with appropriate incentives. Inducing infusion of private capital: to further expand the capital available for the financial sector, and to reduce the use of public funds for this purpose, financial firms should be required or induced to raise capital through right offerings to their existing shareholders.”



2. Om reglering ändå övervägs bör den kunna motiveras utifrån ekonomiska effektivitetsmått. Det kan ske genom att vinsterna för dem som skyddas av regleringen vägs mot kostnaderna för dem som inte skyddas, men ändå måste iaktta regleringen. Till detta bör läggas åtminstone implementeringskostnaden och annan påverkan på inblandande parter vinst.
3. Regleringen bör angripa systemfel – inte syfta till att hindra nya skandaler.

De slutsatser som dragits i uppsatsen får i hög grad aktualitet av den pågående finanskrisen. Det är antagligt att krisen kommer att följas av krav på nya regleringar. Mot bakgrund av den rättshistoriska erfarenheten bör sådana krav behandlas med viss skepsis, så att inte en ekonomiskt ineffektiv reglering uppkommer.



## Tidigare publikationer i denna serie

Aspects of Corporate Governance, The Stockholm Symposium,  
1993

Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis,  
Rolf Skog, 1995

Share Repurchases in Sweden. Is it time for a change? Rolf Skog,  
1996

Corporate Group Law for Europe. Forum Europaeum Konzernrecht,  
2000

The Future of Corporate Governance, The Stockholm Symposium,  
2004

