

Aktie, aktiebolag, aktiemarknad
– en vänbok till Johan Munck



John Hanks

Aktie, aktiebolag, aktiemarknad

– en vänbok till *Johan Munck*

Marianne Lundius, Ragnar Boman
och Rolf Skog (red.)

Corporate Governance Forum

Aktie, aktiebolag, aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck
Redaktörer: Marianne Lundius, Ragnar Boman och Rolf Skog
Utgivare: Corporate Governance Forum, en verksamhet inom
Karl-Adam Bonniers Stiftelse
ISBN 978-91-85333-47-9
© 2013 Författarna och Corporate Governance Forum

Produktion: eddy.se ab, Visby 2013
Tryck: Elanders Sverige AB, Mölnlycke 2013
Foto s. 2: Mats Burman, Ateljé Uggla

Att mångfaldiga innehållet i detta verk, helt eller delvis, utan medgivande av resp. författare och Corporate Governance Forum, är förbjudet enligt lagen (1960:729) om upphovsrätt till litterära och konstnärliga verk. Förbudet gäller varje form av mångfaldigande, såsom exempelvis tryckning, kopiering, ljudinspelning liksom elektronisk återgivning eller överföring.

Denna skrift tillägnas
f.d. justitierådet *Johan Munck*
med anledning av hans
70-årsdag

Förord av Corporate Governance Forum

Corporate Governance Forum är en verksamhet inom Karl-Adam Bonniers Stiftelse. Verksamheten, som startade 1993, syftar till att genomföra allt seminarier och skrifter förmedla kunskap och stimulera debatt om corporate governance i Sverige och internationellt.

Corporate Governance Forum har under ett kvartssekel arrangerat ett hundratal seminarier med framstående inledningstalare för en kvalificerad krets av deltagare. Johan Munck är sedan lång tid en mycket uppskattad medlem av båda kategorierna. Aktie, aktiebolag och aktiemarknad är hans ämnen hos oss.

Det bereder oss därför en stor glädje att Corporate Governance Forum får medverka i den föreliggande födelsedagshyllningen och vänboken med just den titeln till Johan.

Stockholm i november 2012

Mats Isaksson

Gunnar Nord

Rolf Skog

Förord av redaktionskommittén

En dag för ungefär två år sedan rågade Marianne, Ragnar och Rolf tala om Johan Muncks kommande jämna födelsedag. Tanken föddes att uppmärksamma honom med en vänbok. Vi insåg snabbt att en bok som skulle fånga hela vidden av hans yrkesliv inte skulle vara möjlig att sammanställa på den relativt korta tid som stod till buds. Eftersom vi tre har det gemensamt att vi har samarbetat i olika aktie- och aktiemarknadsrelaterade frågor beslöt vi oss för att låta boken avse just sådana frågor, ett nog så ambitiöst projekt. Självsvåldigt utsåg vi oss till redaktionskommitté för boken.

Våra sonderingar bland tänkbara skribenter, som hade samarbetat med Johan och hade kunskaper på intressanta områden, utföll snabbt mycket positivt. Karl-Adam Bonniers stiftelse och dess verksamhet Corporate Governance Forum, där Johan har varit både talare och flitig åhörare, ställde snabbt upp med nödvändig finansiering för den tekniska produktionen.

Resultatet finns här. En volym med artiklar av hög kvalitet som belyser de flesta av de aktie- och aktiemarknadsrelaterade områden som har sysselsatt Johan under en dryg tjugofemårsperiod. En bok, författad och sammanställd av hans vänner. Vi har alla försökt att hålla den hemlig som en överraskning för Johan fram till den dag då den kan överlämnas.

Vi tackar alla författare, ingen nämnd och ingen glömd, som har lagt själ och hjärta i sina bidrag. Tack också till Stephan Carlsson och Jenny Nordenankar på förlaget eddy.se, som på sedvanligt professionellt sätt hjälpt oss att förverkliga vår idé. Tack till Karl-Adam Bonniers stiftelse och till Corporate Governance Forum, där Gunnar Nord har ägnat boken stor möda. Sist, men inte minst, tack till f.d. justitierådet Leif Thorsson som har genomfört en noggrann korrekturläsning.

Även om "Aktie, aktiebolag, aktiemarknad", som har blivit vänbokens titel, är ganska omfattande täcker den bara en liten del av allt det som har upptagit Johans intresse och tid. Marianne, som var Johans kollega under många år i Högsta domstolen och som efterträdde

Förord av redaktionskommittén

honom som domstolens ordförande, tecknar därför i ett särskilt avsnitt en bredare och mer personlig bild av juristen, domaren, utredaren och vännen Johan Munck.

Stockholm i november 2012

Redaktionskommittén

Marianne Lundius

Justitieråd

Högsta domstolens

ordförande

Ragnar Boman

Föredragande

Aktiemarknads-

nämnden

Rolf Skog

Direktör

Aktiemarknads-

nämnden

Innehåll

Förord av Corporate Governance Forum	7
Förord av redaktionskommittén	9
Johan – vännen och kollegan	13
<i>Av Marianne Lundius</i>	
Fokus på kontoföring, clearing och avveckling i EU	17
<i>Av Lars Afrell</i>	
Leo-regleringen – ful ankunge eller vacker svan?	33
<i>Av Ulf Aspenberg</i>	
Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden – några synpunkter	53
<i>Av Jan-Mikael Bexhed</i>	
”En ny typ av juridisk litteratur”	71
<i>Av Ragnar Boman</i>	
De disciplinära förfarandena vid Stockholmsbörsen	87
<i>Av Lars Bredin</i>	
Vad är det för särskilt med särregeln?	95
<i>Av Karl-Erik Danielsson</i>	
”Handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls” – en legal uppmaning och SwedSec-licensiering som ett sätt att följa den	113
<i>Av Per-Ola Jansson</i>	

Innehåll

Aktiemarknadsnämnden och incitamentsprogram	137
<i>Av Björn Kristiansson</i>	
Rekvisitet ”samtliga aktier” i Aktiemarknadsnämndens och Högsta domstolens praxis – vad betyder det vid offentliga uppköpserbjudanden?	147
<i>Av Stefan Lindskog</i>	
Finansiell krislagstiftning; några reflektioner	165
<i>Av Annika Lundius</i>	
Marknadsmissbruk på svenska v. EU:s rättsakter	185
<i>Av Johan Lycke</i>	
Lex specialis in absurdum	197
<i>Av Gustaf Sjöberg</i>	
Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten	215
<i>Av Erik Sjöman</i>	
Ingen regel, bara undantag? Något om budplikt i Sverige och övriga EU	243
<i>Av Rolf Skog</i>	
Det otillbörliga i marknadspåverkan	255
<i>Av Joakim Strid</i>	
Några tankar om budplikt	279
<i>Av Bo Svensson</i>	
Från aktiekonto till kontorätt	291
<i>Av Karin Wallin-Norman</i>	
Anbudsbundenhet vid offentliga uppköpserbjudanden	305
<i>Av Daniel Vargö</i>	
Författarpresentationer	327

Johan – vännen och kollegan

Marianne Lundius

Johan Munck har en självklar och framträdande plats inom aktiemarknads- och värdepappersrätten, såsom ordförande i Aktiemarknadsnämnden, Börsens disciplinnämnd och Swedsecs disciplinnämnd och genom de sakkunniguppdrag han har haft inom associationsrätt och aktiemarknadsrätt liksom genom de utredningar som han har deltagit i såsom bl.a. *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor* (SOU 1994:68), *Konto, clearing och avveckling* (SOU 1993:114), *Bulvaner och annat* (SOU 1998:47), *En ny lag om värdepappersmarknaden* (SOU 2006:50 och 2006:74). Jag har under flera år haft glädjen och förmånen att arbeta med Johan i sagda nämnder och jag har upplevt att Johan har en stor del av sitt hjärta i aktie- och aktiemarknadsrättsliga frågorna och i det mångåriga samarbetet med framför allt mina redaktionskolleger Ragnar Boman och Rolf Skog.

Inte bara inom aktiemarknadsrätten har Johan Munck en framträdande plats utan han är med sin mångfaldiga juridiska kunskap en av sin samtids mest lysande jurister. Johan Munck har alltid hyst ett stort intresse för bl.a. straffrätt, vilket avspeglas i de utredningar på det straffrättsliga området som han har deltagit i, ofta med näringsrättslig anknytning, såsom *Översyn av skattebrottslagen* (SOU 1995:10), *Borgenärsbrotten – en översyn av 11 kap. brottsbalken* (SOU 1996:30) och *Skattetillägg m.m.* (SOU 2001:25). Kanske som ett utflöde av att han gjorde sin militärtjänstgöring på tolkskolan har han åtagit sig uppdrag vad gäller rikets säkerhet, såsom utredningen *Vår beredskap efter den 11 september* (SOU 2003:32). Han var också under nästan tio års tid juridiskt biträde till Överbefälhavaren.

Konstitutionella frågor har också intresserat Johan och då särskilt yttrandefriheten där han deltagit i utredningen *Medieföretag i Sverige – Ägande och strukturförändringar i press, radio och tv* (SOU 1997:92) och *Yttrandefriheten och konkurrensen* (SOU 1999:30). Han har också varit ordförande i Rådet för mångfald inom massmedierna samt i Granskningsnämnden för radio och TV.

Det går helt enkelt inte att räkna upp allt det som Johan varit engagerad i. Detta breda engagemang beror förmodligen på hans skarpa intellekt, hans nyfikenhet och hans svårighet att säga nej när hans insatser efterfrågas. Som tur är besitter han en oerhörd arbetskapacitet som kompenserar hans oförmåga att tacka nej till uppdrag.

Jag har under många år haft ynnesten att få vara kollega med Johan Munck i Högsta domstolen och fått ta del av hans breda och djupa kunskaper på de mest varierande rättsområden samt erfara hans stora skicklighet som domare med en enastående förmåga att finna djupsinniga lösningar på de svåraste juridiska problemen och en elegant formuleringsförmåga i besvärliga skrivningsfrågor.

Genom Johan Muncks gärning i olika utredningar, organisationer, nämnder och inte minst genom hans domargärning i Högsta domstolen har hans stora och gedigna kunskap och erfarenhet kommit samhället till gagn.

Johan Munck är inte bara en skicklig jurist med kunskaper och erfarenheter inom flera rättsområden utan överraskar med egenskaper och färdigheter på helt andra områden. Han är en synnerligen varmhjärtad person med stor respekt för den enskilda människan och jag har upplevt hans omtanke när jag någon gång råkat lyssna på brottstycken ur hans vänliga och tålmodiga samtal med enskilda som ansett sig illa behandlade av rättsväsendet och jag har upplevt hans stora vänlighet mot kolleger och arbetskamrater. Han var tidigt datatekniskt kunnig och jag har haft stor glädje av hans kunskaper såväl när det gäller immaterialrättsliga frågor som involverat sådan teknik som när Johan i allmänhet delat med sig av sin kunskap och lämnat anvisningar om data-tekniska lösningar. Jag har fått njuta av hans musikintresse när, i kvällens sena timma, ljudet från någon av de tre stråkkvartetter han medverkar i har sipprat ut från hans tjänsterum och så har jag också fått spela några rundor golf med honom. Denne altruistiske tusenkonstnär har jag haft privilegiet att lära känna och få arbeta med.

Som ett exempel på hans mångsidighet vill jag avslutningsvis nämna ett immaterialrättsligt mål, som avgjordes av Högsta domstolen och som gällde frågan om en melodislinga, ett s.k. riff, i en schlager hade varit skyddad av upphovsrättslagen samt om intrång skett genom en senare tillkommen melodi (NJA 2002 s. 178). Rättighetshavaren till den äldre melodin företrädde av ett ombud som var riksspelman och denne spelade under sin sakframställning melodislingorna på sin medhavda fiol. Rätten stod inte ombudet efter med Johan Munck som gjorde entré i rättssalen bärandes på sin fiollåda, som han placerade bakom domarbordet. Den något nervöse riksspelmannen hade tydligen

varken lagt märke till Johan Muncks fiollåda eller till Johans slips med melodislingan från The Entertainer, och riksspelmannen lade ner stor möda på att förklara olika tonarter, noter m.m. för rätten. Efter hörande av rättighetshavarens sakkunnigvittne, en finsk professor, som omedelbart kände igen Johan Munck och var bekant med Johans stora kunskaper på det musikaliska området, så förstod det fiolspelande ombudet att det var helt onödigt med förklaringar av musiktekniska termer med en så kvalificerad ledamot i rätten. Det kan nämnas att Johan har varit ordförande och chef för Statens musiksamlingar.

Hur axlar man manteln efter en sådan gigantisk jurist och person som Johan Munck? Jo, man syr in manteln rejält så att den får någorlunda passform och inte släpar i marken.

Stockholm i november 2012

Marianne Lundius

Justitieråd, Högsta domstolens ordförande

Fokus på kontoföring, clearing och avveckling i EU

Lars Afrell

1. Inledning

När det gäller de avslutande leden vid en affär på värdepappersmarknaden, kontoföring, clearing och avveckling, har Johan Munck mycket påtagligt bidragit till den svenska regleringen. En reglering som fungerat mycket väl under ett stort antal år. Lagregleringen av dessa led har hittills varit i allt väsentligt nationell. Detsamma gäller som bekant inte värdepappersmarknadslagstiftningen i övrigt som numera till övervägande del präglas av EU-reglering. De senaste åren har emellertid EU och kommissionen riktat sina blickar mot de avslutande leden av en affär på värdepappersmarknaden. Den kommande EU-regleringen kommer med stor sannolikhet att få till följd att den svenska regleringen av kontoföring, clearing och avveckling inom några år kommer att vara ersatt av EU-regler. I den här uppsatsen har jag för avsikt att kortfattat beskriva den nuvarande svenska regleringen för att därefter presentera den kommande EU-regleringen. I det sammanhanget är det nödvändigt att något beröra den nya lagstiftningsprocessen på finansmarknaderna till följd av Lissabonfördraget och tillkomsten av den nya tillsynsstrukturen för finansmarknaderna inom EU.

Med clearing avses vanligen den uträkning som sker av förpliktelserna för en marknadsaktör att betala respektive att leverera finansiella instrument. Med avveckling avses överförandet av betalningsmedel eller finansiella instrument till uppfyllande av aktörens förpliktelser enligt utförda affärer på värdepappersmarknaden. Förpliktelserna kan avvecklas brutto, dvs. affär för affär, eller netto. Om förpliktelserna avvecklas netto har avvecklingen föregåtts av en netting, i princip en form av kvittning, som medför att endast resultatet av denna netting avvecklas mellan parterna genom betalning respektive leverans. Nära samband med clearing och avveckling har system för registrering och förvaring av de tillgångar som det nu är fråga om, nämligen betalningsmedel och finansiella instrument. Administrationen av betalningsmedel utförs av

banker och centralbanker. De finansiella instrumenten som omsätts på värdepappersmarknaden är i Sverige vanligen dematerialiserade, dvs. några fysiska värdepapper finns inte utan det är fråga om kontoförda finansiella instrument. Instrumenten är helt immateriella tillgångar som hanteras genom registreringar i datasystem.

I Sverige lagreglerades kontoföring, clearing och avveckling i slutet av 1980-talet och på 1990-talet. I denna reglering spelade Johan Munck en central och viktig roll. Propositionen om kontobaserat aktiesystem (prop. 1988/89:152) med förslaget till aktiekontolag reglerade övergången till kontoförda finansiella instrument i Sverige. I denna reglering utredde Johan Munck flera svåra juridiska frågor som denna övergång aktualiserade. Johan Muncks promemoria utgör bilaga 1 i nyss nämnda proposition. När sedan aktiekontolagen skulle moderniseras fick Johan Munck i uppdrag av Finansdepartementet att lägga fram ett förslag. Johan Muncks förslag återfinns i PM med förslag till lag om kontoföring av finansiella instrument (Ds 1997:76). Förslagen i promemorian följdes i stort och resulterade i den i dag gällande lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument (prop. 1997/98:160), nedan kontoföringslagen. När det gäller clearing och avveckling, två moment av en värdepappersaffär som inte fått någon större uppmärksamhet från lagstiftarens sida, framlade Johan Munck årsskiftet 1993/94 i egenskap av utredare betänkandet Konto, clearing och avveckling (SOU 1993:114). Förslagen i betänkandet ledde fram till ett antal lagändringar i den dåvarande lagen om börs- och clearingverksamhet (prop. 1995/96:50). Huvuddelen av denna reglering av clearing och avveckling återfinns i dag utan några principiella ändringar i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LVpM).

Den svenska regleringen av kontoföring, clearing och avveckling får anses ha fungerat mycket väl. Systemen har fungerat säkert och kostnadseffektivt i Sverige. Inte heller har såvitt känt uppstått några förluster för investerare eller marknadsaktörer på grund av systemen eller till följd av regleringen. Författaren av denna uppsats har då och då beklagat bristen på rättsfall på detta område men denna brist kan nog också vara ett bevis på att systemen och regleringarna har fungerat som avsett. När aktiekontolagen kom till fanns en viss oro för hur det nya ”papperslösa systemet” skulle fungera. En särskild nämnd, aktiekontonämnden, tillsattes för att slita tvister som det nya systemet kunde föra med sig. Ordförande i den nämnden blev Johan Munck och såvitt bekant var detta uppdrag inte Johan Muncks tyngsta. Något direkt ärende med koppling till det papperslösa systemet fick aldrig nämnden och kontoföringslagen innehåller inte något krav på en sådan nämnd.

2. Den svenska regleringen av kontoföring, clearing och avveckling

Kontoföringen av finansiella instrument regleras i som nämnts i kontoföringslagen.¹ I huvudsak bygger den lagen på principerna från aktiekontolagen men kontoföringslagen öppnar för konkurrens mellan centrala värdepappersförvarare och är något mer flexibel exempelvis vad avser vilka instrument som kan registreras i förhållande till aktiekontolagen. Det svenska systemet för kontoföring av finansiella instrument bygger på att det finns minst en central värdepappersförvarare som för de centrala registren i systemet medan andra uppgifter, bl.a. öppnande och förande av konton, har anförtrots till banker och värdepappersföretag i egenskap av s.k. kontoförande institut. I det svenska systemet och även i de nordiska systemen för kontoföring är det möjligt för en enskild investerare att vara registrerad direkt i det centrala registret såsom ägare av finansiella instrument. Det vanliga i många andra länder är annars att det centrala registret hos värdepappersförvararen endast innehåller uppgift om att en bank eller värdepappersföretag är innehavare av de finansiella instrumenten på ett eller flera konton. Det kan också anges om innehavet är för egen del eller för kunder. Om innehavet är för kunders räkning är det fråga om förvaltarregistrering hos den centrala värdepappersförvararen och registreringen av förändringar av t.ex. äganderätt och panträtt noteras i registret som förs av den bank eller värdepappersföretag som är förvaltare. Förvaltarregistrering har hittills varit det dominerande i vår omvärld och möjligheten att vara direktregistrerad för en enskild investerare hos den centrala värdepappersförvararen har nog av många i andra länder betraktats som en udda företeelse. Det är emellertid klart enligt min mening att det finns fördelar med direktregistrering. En sådan ger enskilda investerare ett mycket gott skydd. Någon sammanblandning med andra investerares finansiella instrument äger inte rum och ett fallissemang ska inte medföra några frågetecken beträffande ägande- och separationsrätt för innehavaren av finansiella instrument.

I 6 kap. kontoföringslagen återfinns reglerna om rättsverkan av en registrering på ett konto hos den centrala värdepappersförvararen. I princip har registrering rättslig verkan även om den i vissa fall kan

¹ När det gäller de närmare detaljerna av kontoföringslagen och det nuvarande svenska kontosystemet kan hänvisas till Karin Wallin-Normans mycket läsvärda avhandling, *Kontorätt*, 2009, Jure Förlag AB.

komma att omprövas. När det gäller förvaltarkonton bygger kontosystemet på att rättsverkan inträder vid underrättelsen till förvaltaren. Det bör även nämnas att konförlingslagen innehåller regler om ansvar för konförlingen och rätten för en investerare att få ersättning vid en felaktig konförling.

Konförlingslagen är relativt detaljerad, i vart fall om man jämför med lagregleringen av clearing och avveckling i LVpM. I den sistnämnda lagen regleras sådan clearingverksamhet som består i att på clearingdeltagarnas vägnar göra avräkningar (netting) i fråga om deras förpliktelser att leverera finansiella instrument eller att betala i svensk eller utländsk valuta eller att genom att träda in som part eller som garant ta över ansvaret för att förpliktelserna fullgörs (central motpart) eller att på annat väsentligt sätt ansvara för att förpliktelserna avvecklas genom överförandet av likvid eller instrument. Reglerna om tillstånd för clearingverksamhet, en clearingorganisations verksamhet och om deltagare i clearingverksamhet återfinns i 19–21 kap. LVpM. Reglerna kan sammanfattas med att krav ställs på en clearingorganisation att fokusera på riskerna i verksamhet och att på olika sätt tillgodose de säkerhetskrav som är förenade med verksamheten. Särskilt stora krav ställs på en clearingorganisation som går in som central motpart.

Vid sidan av konförlingslagen och LVpM finns vissa regler om skydd av avvecklingen i lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden. Den lagen bygger på det s.k. finalitydirektivet (98/26/EG) och innehåller regler för att skydda avvecklingen i vissa utpekade system vid t.ex. en deltagares obestånd.

Centrala värdepappersförvarare och clearingorganisationer utgör viktiga delar av infrastrukturen på värdepappersmarknaden. I Sverige har vi en central värdepappersförvarare, nämligen Euroclear Sweden AB (tidigare VPC) som även är clearingorganisation och i denna egenskap administrerar den slutliga avvecklingen av värdepappersaffärer. NASDAQ OMX Stockholm driver en clearingorganisation som går in som central motpart i de affärer som utförs på den egna derivatbörsen. Även andra derivataffärer kan clearas genom NASDAQ OMX:s clearingorganisation. Länge ansågs det olämpligt och för riskfyllt med en central motpart för clearing av s.k. avistainstrument såsom aktier och obligationer. Utvecklingen under de senaste åren har dock medfört att det blivit marknadsstandard med en central motpart för aktiemarknader. I Sverige är det en holländsk clearingorganisation, EMCF, som sedan några år är central motpart för aktiemarknaden. När det gäller de stora betalningsflöden som affärerna på värdepappersmarknaden resulterar i så avvecklas dessa i Riksbankens RIX-system. Nu nämnda system

är alla anmälda till kommissionen såsom avvecklingssystem enligt finalitydirektivet och omfattas därmed av avvecklingslagens och direktivets skyddssystem.

3. Kommande EU-reglering av kontoföring, clearing och avveckling

3.1 Inledning

Den svenska lagregleringen på värdepappersmarknaden är i stora delar ett resultat av EU-regleringar. Hittills har det emellertid förelegat ett undantag, nämligen beträffande reglerna för kontoföring, clearing och avveckling. Utöver några bestämmelser i direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID) och i finalitydirektivets särskilda reglering har någon EU-reglering av kontoföring, clearing och avveckling inte genomförts. En förändring av detta förhållande är nu på väg. Skälen för denna reglering varierar, men ett av skälen är att centrala motparter liksom i viss mån centrala värdepappersförvarare anses som systemviktiga institutioner. Ett annat skäl, kanske inte så enkelt att förena med det första, är att främja konkurrensen mellan främst centrala värdepappersförvarare. Ett ytterligare skäl är att skapa en enda regelbok även för detta område och därmed stödja den inre marknaden för finansiella tjänster.

3.2 Ändringar av lagstiftningsprocessen

Av betydelse för utformningen av den kommande regleringen är de förändringar som skett av lagstiftningsprocessen inom EU genom Lissabonfördraget och tillkomsten av europeiska tillsynsmyndigheter för bank-, försäkrings- och värdepappersområdet.

Sedan början av 2000-talet har Lamfalussymodellen tillämpats för EU-lagstiftningen på värdepappersmarknaden. I den modellen antogs, på nivå 1, Europeiska unionens råd (rådet) och Europaparlamentet (parlamentet) rättsakter (förordningar eller direktiv) innehållande huvudprinciperna efter förslag från kommissionen. I rättsakten delegerades vanligen till kommissionen att besluta om detaljreglering i form av genomförandeförordningar eller genomförandedirektiv på nivå 2. Lissabonfördraget har medfört viktiga ändringar av processen för lagstiftningen på nivå 2. Genomförandebestämmelserna på nivå 2 har ersatts med möjligheten för rådet och parlamentet att i en rättsakt delegera till

kommissionen att anta sekundär lagstiftning i form av delegerade akter och genomförandeakter.

Utöver delegerade akter och genomförandeakter kan rådet och parlamentet även delegera till kommissionen att anta tekniska standarder för tillsyn och tekniska standarder för genomförande på förslag av någon av de europeiska tillsynsmyndigheterna. Från den 1 januari 2011 består strukturen för finansiell tillsyn i EU av de tre europeiska tillsynsmyndigheterna; Europeiska bankmyndigheten (EBA), Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (EIOPA) samt Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma). Strukturen omfattar också en europeisk systemrisknämnd.²

Kommissionens rätt att anta delegerade akter framgår av artikel 290 i Lissabonfördraget. Av artikeln framgår att rådet och parlamentet kan delegera till kommissionen att anta vissa akter. Dessa akter ska vara av allmän räckvidd men får inte utgöra lagstiftningsakter. Däremot kan kommissionen genom en delegerad akt ändra eller komplettera icke-väsentliga delar av lagstiftningsakten. Av andra stycket framgår att innehåll, omfattning och varaktighet för en delegering ska anges i den grundläggande rättsakten. Vidare erinras i samma stycke om att de väsentligaste delarna av ett område ska förbehållas lagstiftningsakterna. I punkten 2 i artikel 290 ges regler för hur rådet och parlamentet kan invända mot en delegerad akt och även återkalla en delegation. Reglerna för rådets och parlamentets kontroll av en delegation ska fastställas i den grundläggande rättsakten.

Kommissionens rätt att anta genomförandeakter framgår av artikel 291 i Lissabonfördraget. Av artikeln framgår att rådet och parlamentet kan delegera till kommissionen att anta vissa akter om enhetliga villkor för genomförande av unionens rättsakter krävs. Av punkten 3 framgår att rådet och parlamentet genom förordningar i enlighet med det ordinarie lagstiftningsförfarandet i förväg ska fastställa allmänna regler och principer för medlemsstaternas kontroll av kommissionens utövande av sina genomförandebestämmelser. Sådana regler fastställdes den 16 februari 2011 i Europaparlamentets och rådets förordning nr 182/2011 om fastställande av allmänna regler och principer för medlemsstaternas kontroll av kommissionens utövande av sina genomförandebefogenheter.

² Detta system kommer givetvis att påverkas om förslaget till bankunion med ECB som tillsynsmyndighet för (vissa) banker inom euro-området genomförs.

I en rättsakt kan rådet och parlamentet ge Esma (eller någon av de andra europeiska tillsynsmyndigheterna) i uppdrag att ta fram tekniska standarder för tillsyn och även för genomförande. Reglerna för Esmas framtagande av tekniska standarder för tillsyn framgår av artikel 10–14 och för tekniska standarder för genomförande av artikel 15 i Esma-förordningen (Europaparlamentets och rådets förordning EU nr 1095/2010). När det gäller standarder för tillsyn krävs att rådet och parlamentet har delegerat denna befogenhet till kommissionen i enlighet med artikel 290 och att standarderna syftar till att sörja för en konsekvent harmonisering inom de områden som anges i lagstiftningsakten. Standarderna ska vara tekniska, får inte innebära strategiska beslut eller policyval och deras innehåll ska avgränsas av de lagstiftningsakter som de grundas på. För dessa standarder ska Esma lägga fram förslag till kommissionen för godkännande.

Tekniska standarder för genomförande är något svåra att skilja från genomförandeakter men standarderna ska vara tekniska, får inte innebära strategiska beslut eller policyval och deras innehåll ska syfta till att fastställa villkoren för tillämpningen av de akterna. På samma sätt som för tekniska standarder för tillsyn ska Esma ta fram förslag och kommissionen anta standarderna genom en förordning eller ett beslut. Tekniska standarder för tillsyn liksom för genomförande ska således antas av kommissionen genom en förordning eller ett beslut. Här blir det lite förvirrande, eftersom en teknisk standard antas av kommissionen enligt samma artiklar, 290 eller 291, som delegerade akter och genomförandeakter och i form av en kommissionens delegerade förordning. De tekniska standarderna blir därefter direkt gällande inom EU. Det bör anmärkas att kommissionen inte får ändra i ett förslag till tekniska standarder från Esma utan att samråda med tillsynsmyndigheten.

Utvecklingen har de senaste åren gått emot att nästan alla rättsakter från EU läggs fram som förslag till förordningar och fullharmoniseringsdirektiv på det finansiella området, en utveckling som har fortsatt i allt större omfattning även vid tillämpning av Lissabonfördraget. Denna utveckling tillsammans med det faktum att regleringen på nivå 2, delegerade akter och genomförandeakter samt tekniska standarder genomförs i förordningsform medför att utrymmet för svensk, nationell reglering på det finansiella området har minskat betydligt de senaste åren. Enligt min mening medför Lissabonfördraget och inrättandet av de europeiska tillsynsmyndigheterna även att kommissionen fått ökat inflytande i lagstiftningsfrågor på finansmarknaderna.

3.3 EMIR

I september 2009 kom ledarna i G-20 överens om att alla standardiserade OTC-derivatkontrakt senast vid utgången av 2012 ska handlas på en börs eller en elektronisk handelsplattform när så är lämpligt och ska vara clearade av en central motpart (CCP). OTC-derivatkontrakt ska också rapporteras till centrala transaktionsregister (trade repositories). Derivatkontrakt som inte clearas centralt ska bl.a. bli föremål för högre kapitalkrav. Med derivatkontrakt avses optioner, terminer, swappar m.fl. med exempelvis aktier, räntebärande instrument, valuta och råvaror som underliggande tillgång. Beteckningen OTC, egentligen "over the counter", beskriver att kontraktet inte handlats på en marknadsplats utan direkt mellan parterna eller deras (finansiella) ombud.

Det var erfarenheter från finanskrisen som låg bakom överenskommelsen i G-20. Investmentbanken Lehmans fall visade tydligt fördelarna med en central motparts clearing av derivatkontrakt. Kontrakten som clearades av en central motpart avvecklades snabbt även under krisdagarna efter Lehmans fall medan det har tagit lång tid att avveckla OTC-kontrakten med Lehman som part. En annan erfarenhet var att tillsynsmyndigheterna men också marknadsaktörer saknade tillräcklig information om exponeringar och positioner vid OTC-handeln med derivatkontrakt.

Överenskommelsen i G-20 implementeras i USA genom bl.a. Dodd-Frank reformen. I EU presenterade kommissionen under hösten 2010 ett förslag till motsvarande reglering i EU i form av en förordning. På grundval av kommissionens förslag kom Europaparlamentet och rådet under våren 2012 överens om en förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister, vanligen benämnd EMIR (European Market Infrastructure Regulation). Europaparlamentets och rådets förordning EU nr 648/2012 trädde i kraft den 16 augusti 2012. Förordningen ska kompletteras med mycket omfattande och detaljerade tekniska standarder.

EMIR kan grovt indelas i fyra delar. Den första delen behandlar clearing av OTC-derivatkontrakt. Den andra delen reglerar sådana OTC-derivatkontrakt som inte är föremål för centraliserad clearing. Den tredje delen innehåller regler om rapportering av handel med derivatkontrakt till centrala transaktionsregister. Slutligen innehåller EMIR regler om auktorisation, tillsyn och regler för centrala motparter och centrala transaktionsregister.

Förordningen och de kommande tekniska standarderna innehåller i förhållande till den nuvarande svenska regleringen i LVpM mycket

detaljerade regler för den clearingverksamhet som en central motpart bedriver. Auktorisationsförfarandet är noggrant beskrivet och kraven på centrala motparter är mycket omfattande. Särskilda regler finns om säkerheter och marginalsäkerheter som ställs till en central motpart. En nyhet för Sverige är att varje central motpart ska ha en obeståndsfond bestående av obligatoriska bidrag från den centrala motpartens clearingmedlemmar. Syftet med obeståndsfonden är att den ska öka möjligheten för en central motpart att klara av att en eller flera clearingmedlemmar med stora exponeringar gentemot den centrala motparten fallerar. En annan nyhet är reglerna om separation och överförbarhet. Syftet med dessa regler är att skydda investerarens tillgångar vid en clearingmedlems obestånd genom separation av positioner hos en clearingmedlem och hos den centrala motparten och även genom att en investerarens positioner ska kunna föras över till en annan clearingmedlem.

EMIR trädde som nämnts i kraft den 16 augusti 2012 men de regler i EMIR som ska utvecklas vidare genom tekniska standarder bör enligt skäl 93 till EMIR tolkas som att de endast gäller från det datum då dessa akter får verkan. Esma har i slutet av september 2012 lämnat sitt förslag till tekniska standarder till kommissionen. Reglerna i EMIR som kräver tekniska standarder kommer att successivt träda i kraft under 2013. Processen inleds med auktorisationer av centrala motparter och utpekande av sådana derivatkontrakt som ska vara föremål för obligatorisk clearing. Rapporteringen av derivattransaktioner till transaktionsregister beräknas starta halvårsskiftet 2013 och den obligatoriska clearingens av utpekade derivatkontrakt hösten 2013.

3.4 Reglering av centrala värdepappersförvarare

Kommissionen lade i mars 2012 fram ett förslag till förordning om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler samt ändring av direktiv 98/26/EG, COM (2012) 73 final. Förslaget kallas CSDR (Central Securities Depositories Regulation). Bakom kommissionens förslag att reglera Central Securities Depositories eller, enligt svensk terminologi, centrala värdepappersförvarare, ligger i huvudsak två syften. För det första spelar en central värdepappersförvarare en central roll inom infrastrukturen på finansmarknaderna och bör därför vara föremål för en harmoniserad reglering med fokus på tillsyn och riskhantering. För det andra vill kommissionen bryta upp de existerande nationella monopolen för centrala värdepap-

persförvarare inom EU (inklusive de facto monopol) och skapa konkurrens även på detta område.

En central värdepappersförvarare ska enligt förslaget tillhandahålla minst två av följande huvudtjänster: administration av avvecklingssystem, central förvaring (central safekeeping) samt administration av värdepapper (notaryfunktion). Det bör noteras att i den sistnämnda tjänsten inkluderas inte förande av aktiebok (registrar), vilket är en viktig uppgift för Euroclear Sweden i det svenska systemet. En svår fråga är vilken typ av tjänster en central värdepappersförvarare ska få bedriva. Ska en sådan förvarare få bedriva riskfylld verksamhet såsom t.ex. kreditgivning och värdepapperslån? I sådant fall skulle en central värdepappersförvarare kunna bedriva verksamhet i direkt konkurrens med sina kunder, dvs. banker och värdepappersbolag.

För att möjliggöra konkurrens mellan centrala värdepappersförvarare föreslår kommissionen också regler som ska underlätta för en emittent att emittera värdepapper i en värdepappersförvarare utanför det land där emittenten har sitt säte. Så sker redan idag i betydande omfattning på obligationssidan medan det är mycket ovanligt på aktiesidan. Ett viktigt skäl för att inte byta förvarare är att det fortfarande finns betydande skillnader i aktiebolagsrätten inom EU, vilket innebär att en central värdepappersförvarare har vissa svårigheter att erbjuda en emittent från en annan medlemsstat vissa tjänster inom corporate action. Sannolikt kommer dessa problem att bestå eftersom CSDR inte ställer krav på att bolagsrätten ska ändras utan i stället förordar att reglerna om byte av förvarare inte ska påverka bolagsrätten.

Kommissionens förslag innehåller krav på tillstånd för och tillsyn av centrala värdepappersförvarare. Kraven motsvarar i stor utsträckning regleringen av centrala motparter i EMIR. Huvudreglerna finns redan i viss omfattning i den svenska lagstiftningen men den föreslagna regleringen är väsentligt mer detaljerad än de krav som ställs i LVpM och kontoföringslagen. Utöver reglerna för en central värdepappersförvarare föreslår kommissionen en enhetlig reglering av avvecklingscykeln i EU med ett första mål i form av T+2. Det innebär att affärer med värdepapper ska avvecklas senast två dagar efter affärsdagen. I dag är den vanliga tidtabellen på aktiemarknaden T+3. Enligt kommissionen är tanken att en CSD ska främja tidig avveckling genom ”progressiva” avgifter och påskynda avveckling av fallerade transaktioner genom tillräckligt avskräckande avgifter. Dessutom föreslås regler om s.k. buy-in, dvs. att en CSD eller marknadsplatsen, det är något oklart i skrivande stund vem som ska bära ansvaret, ska tillse att värdepapper som inte har levererats i tid ska på säljarens bekostnad köpas in och levereras till

köparen. Förslaget till förordning innehåller också delegation till kommissionen att ta fram och besluta om delegerade akter samt besluta om tekniska standarder efter förslag från Esma.

3.5 Securities Law och blankningsförordningen

Under ett antal år har det bedrivits två projekt med i huvudsak samma syfte, nämligen att åstadkomma harmoniserade regler för innehav av och dispositioner med kontoförda värdepapper. Ett av projekten har genomförts i regi av UNIDROIT och resulterade hösten 2009 i en konvention, Geneva Securities Convention. Kommissionen har drivit ett liknande projekt i en grupp benämnd Legal Certainty Group. Den gruppen överlämnade 2008 sina slutliga råd om en framtida EU-reglering av kontoförda värdepapper till kommissionen (Second Advice of the Legal Certainty Group). Därefter har kommissionen vid två tillfällen konsulterat rörande en framtida reglering, nämligen våren 2009 och årsskiftet 2010/2011.

Svårigheterna att komma överens i dessa frågor inom EU har varit och är fortfarande betydande. Det kan delvis förklaras med att det är fråga om centrala civilrättsliga principer och frågor där medlemsstaternas lagstiftning uppvisar stora olikheter. Beroende på juridisk tradition och inte minst på marknadernas funktionssätt har den kontoförda regleringen fått olika uppbyggnad och innehåll i medlemsstaterna. Därtill kommer säkert konkurrensfaktorer. Kommission har aviserat ett förslag till reglering i slutet av 2012 och även upplyst om att det pågår en intern diskussion om vilken typ av rättsakt (direktiv/förordning) som är lämpligast. Med hänsyn till att ett förslag om värdepapperslag från EU kommer att beröra central civilrätt och värdepappersrätt i medlemsstaterna har antagandena hittills dock varit att förslaget kommer i direktivform. Arbetsnamnet har också sedan länge varit SLD eller Securities Law Directive.

När det gäller kontoföring, clearing och avveckling bör ytterligare två EU-initiativ nämnas. Den första är den s.k. blankningsförordningen, eller Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 om blankning och vissa aspekter om creditswapparr (CDS).

Blankningsförordningen innebär att blankning av aktier och aktierelaterade instrument som upptagits till handel inom EU ska anmälas till tillsynsmyndigheten om nettopositionen överstiger ett visst tröskelvärde, 0,2 % av det emitterade aktiekapitalet i aktuellt företag samt därefter för varje ytterligare 0,1 %. Uppgår den korta nettopositionen till

0,5 % ska uppgifter om positionen offentliggöras samt därefter för varje ytterligare 0,1 %. Uträkningen av en kort position är tämligen komplicerad och innehav i ett stort antal instrument ska medräknas. De uppgifter som ska anmälas respektive offentliggöras är innehavarens identitet, storleken på nettopositionen, emittent och tidpunkt då positionen uppstod, ändrades eller upphörde. Korta positioner i statspapper och i kreditswappar på statspapper ska anmälas till tillsynsmyndigheten om positionen överstiger ett visst tröskelvärde.

Förordningen innehåller också regler s.k. ”naken blankning”. För att begränsa de problem som kan uppstå vid avveckling av blankningstransaktioner föreskrivs att den som säljer aktier eller statspapper måste ha lånat in de underliggande finansiella instrumenten, avtalat med någon om att få tillgång till instrumenten eller träffat en överenskomst med tredje part om att få tillgång till instrumenten samt vidtagit åtgärder för att säkra detta. Ovanstående innebär i princip att naken blankning, dvs. att sälja finansiella instrument utan att inneha eller på annat sätt förfoga över dem, blir förbjuden. När det gäller statspapper gäller i princip samma regler som för aktier för ”naken blankning”. Om likviditeten i ett statspapper försämrats, kan emellertid den nationella tillsynsmyndigheten temporärt ta bort restriktionerna. Vidare innehåller förordningen även regler om buy-in. I blankningsförordningen är det den centrala motparten som ska tillse att de icke-levererade värdepapperen köps in på säljarens bekostnad och levereras till köparen.

I förslagen till revidering av direktivet om marknader för finansiella instrument, MiFID, föreslås, utöver regler till uppfyllande av G-20-överenskommelsen om att standardiserade derivatkontrakt ska handlas på en marknadsplats, såvitt nu är av intresse, endast smärre ändringar av reglerna för tillträde till system för clearing och avveckling och en medlems val av sådana system.

4. Några avslutande reflektioner

Den svenska regleringen av kontoföring, clearing och avveckling har fungerat väl och något marknadsmisslyckande som skulle motivera en ny reglering föreligger inte i Sverige. Visst, från marknaden skulle t.ex. vissa ändringar av reglerna rörande säkerheter och säkerställande välkomnas varmt, men i stort har systemen och regelverken fungerat säkert och kostnadseffektivt. Det är emellertid svårt att argumentera emot behovet av gemensamma regler inom EU för att möjliggöra konkurrens och ökade möjligheter att tillhandahålla tjänster inom EU.

Det går således att från svensk utgångspunkt diskutera behovet av en EU-reglering men det stadiet är sedan länge förbi vad gäller nu aktuella regleringar. Det väsentliga är i stället att arbeta för att regleringen vad avser centrala värdepappersförvarare och kontoföring blir förenliga med väsentliga svenska intressen såsom att behålla de viktigaste delarna av vårt kontoföringssystem.

Den reglering som nu är aktuell är framtagen i en tid präglad av finanskris och statsfinansiell kris inom EU. Även mot denna bakgrund finns det skäl att kritiskt diskutera hur den nya lagstiftningsprocessen hittills har fungerat. I det sammanhanget bör nämnas att det vid regelgivningen på finansmarknaderna i EU har tillkommit en ny faktor, nämligen beslut om regleringar på det finansiella området av G-20. Dessa politiska överenskommelser ska sedan, vanligen inom en relativt kort tidsrymd, genomföras i lagstiftningar och regleringar. Det får givetvis accepteras att det i vissa fall finns behov av en skyndsam lagstiftningsprocess. Delar av EMIR kan väl motiveras av ett akut behov av åtgärder. Exempelvis bör givetvis tillsynsmyndigheter ha goda förutsättningar att få relevant information om exponeringar och positioner i den gigantiska handeln med OTC-derivatkontrakt. Däremot har jag svårt att se några andra skäl än behovet av att visa politisk handlingskraft och hitta en syndabock för processen vid framtagande av blankningsförordningen och t.ex. förbudet mot s.k. nakenblankning av aktier, statsobligationer och creditswappar. Något nämnvärt stöd för att nakenblankning skulle bidra till att förvärpa kriser finns inte. I stället talar mycket för att förbudet och regelsystemet för blankning i stället kan försämra likviditeten på finansmarknaderna.

Den politiska viljan hos institutioner och medlemsstater inom EU att snabbt vidta åtgärder och lägga fram förslag om reglering har enligt min mening fört med sig att förslagen till rättsakter från Bryssel numera lämnar ganska mycket övrigt att önska vad avser kvalité och koordination med andra rättsakter. Detta är problematiskt eftersom det är svårt att vid behandlingen av ett förslag i rådet och Europaparlamentet få till stånd ett intresse och utrymme för en kvalitetsgranskning.

Exempel på dessa brister i lagstiftningsprocessen är osäkerheten av vad det faktiskt innebär att EMIR trädde i kraft den 16 augusti 2012. Vad gäller EMIR kan också påtalas att regelgivarna i Bryssel ännu inte, trots många påpekanden, klargjort att förordningen inte bör omfatta valutaderivat. När det gäller CSDR kan utöver bristen på samordning med blankningsförordningen vad gäller buy-in påpekas att förslaget till förordning inte ger fullständig klarhet om vi kan behålla det nordiska systemet med direktregistrering och kontoförande institut. Ett annat

uppseendeväckande förslag är regeln om tillämplig lag i CSDR som på intet sätt är koordinerad med de i dag gällande principerna inom EU enligt bl.a. artikel 9.2 i finalitydirektivet.

Viljan att snabbt vidta åtgärder och reglera har också fört med sig att konsultationstiderna för olika förslag är synnerligen korta, ibland endast några få veckor. Detta påverkar givetvis kvalitén på konsultations-svaren men också möjligheterna för marknadsaktörer och andra att i god tid ta till sig en kommande reglering. Ett annat problem är genomlysningen, eller rättare sagt bristen på genomlysning, av vad som sker efter det att Esma lämnat råd till en delegerad akt eller förslag till tekniska standarder till kommissionen.

Avslutningsvis kan konstateras att processen också kännetecknas av att marknadsaktörer och andra får synnerligen kort tid på sig att genomföra nödvändiga ändringar till följd av ny reglering. Även om förståelsen för finansiella företags behov av genomförandetid på politisk nivå för närvarande är begränsad bör nog lagstiftarna beakta att flera av de nu diskuterade rättsakterna i väsentliga delar berör icke-finansiella företag och i vissa fall också enskilda individer. Ett avskräckande exempel är blankningsförordningen som trädde i kraft den 1 november 2012. Den detaljerade regleringen på nivå 2 i form av delegerade förordningar antogs av kommissionen endast kort tid före ikraftträdandet. Dessutom konsulterade Esma kort tid före ikraftträdandet rörande eventuella riktlinjer för vissa anmälningar till tillsynsmyndigheterna.

Blankningsregleringen kräver relativt omfattande IT- och administrativa system för att kontrollera och räkna ut positioner, system som ska kompletteras med rutiner för rapporter till tillsynsmyndigheterna och information till anställda och kunder. Att för finansiella företag och även för icke-finansiella företag genomföra nödvändiga förändringar på grund av ny lagstiftning under sådana förhållanden som förelegat beträffande blankningsförordningen är enligt min uppfattning helt oacceptabelt och innebär, utöver betydande merkostnader, att företagen och andra utsätts för betydande operationella risker.

Förordningar är som bekant direkt gällande i Sverige men kräver ofta viss kompletterande svensk lagstiftning. Det kan konstateras att den svenska lagstiftaren också har svårigheter med tempot i processen i EU. Som exempel kan nämnas att den svenska kompletterande lagstiftningen till blankningsförordningen träder i kraft den 1 januari 2013. Finansdepartementet har i oktober 2012 gett ut en promemoria (Ds 2012:39) om förändringar av den svenska regleringen till följd av EMIR på remiss.

Sammanfattningsvis är det min uppfattning att kvalitén på lagstiftningsprocessen i Bryssel behöver förbättras. Det behövs bättre konsekvensanalyser, en bättre dialog med marknadsaktörer och andra intressenter samt mer genomarbetade förslag från kommissionen. Längre konsultationstider är dessutom definitivt nödvändigt och större hänsyn bör i framtiden tas till marknadsaktörernas berättigade krav på nödvändig tid för att vidta erforderliga åtgärder till följd av ny reglering. I annat fall föreligger det en avsevärd risk att regleringarna från EU kommer att medföra icke avsedda effekter på de finansiella marknaderna och negativt påverka dessa marknaders möjligheter att fylla sin funktion, nämligen att bidra till den reala ekonomin och till tillväxt.

Leo-regleringen – ful ankunge eller vacker svan?

Ulf Aspenberg

1. Direktörernas revolution

”Direktörernas revolution” är ett uttryck att studsa inför. Revolutioner ska ju göras av förtryckta massor – och av revolutionsromantiska studenter – som Johan Munck och andra 40-talister fick lära sig i sin ungdom, inte av direktörer. Sådana, liksom militärer och präster etc., skall i stället ägna sig åt bakåtsträveri.

Uttrycket är James Burnhams (The Managerial Revolution, 1941). Han hävdade att företagsledningarna, tillsammans med andra makt-havare, höll på att ta över makten från aktieägarna med någon sorts direktörssocialism som följd.

Men trots Burnhams funderingar – företagsledare gör ju knappast revolution, möjligen smärre kupper ibland, i form av delägarskap på väl fördelaktiga villkor. Och det var mot sådana kuppförsök man på 1980-talet ställde upp den synnerligen helsvenska Leo-lagstiftningen.

Apropå väl fördelaktiga villkor. Aktiemarknaden önskar förvisso företagsledare som strävar efter maximala företagsvinster. Men en sådan vinstinstinkt brukar inte förbytas i anspråklöshet, när det kommer till den egna ekonomin. Någon pekuniär dr Jekyll och mr Hyde i en och samma person finner man sällan i verkligheten. Alltså behövs motkrafter mot överdrivna anspråk. Leo-lagen är en sådan.

2. Leo-händelserna

Det mitre 1980-talet – då den s.k. Leo-affären blommade upp – var ännu en ganska oskuldsfull tid, då litet av varje gick för sig på den svenska aktiemarknaden. Så framstår det åtminstone från dagens horisont, år 2012. Men sedan dess har fjällen fallit från många ögon – i varierande takt och omfattning. Under det kvartssekel som gått har synsätt och regler skärpts i flera steg. Leo-lagstiftningen utgjorde ett betydelsefullt sådant steg.

Följande inträffade. År 1983 förvärvade det börsnoterade Wilh. Sonesson AB samtliga aktier i läkemedelsföretaget AB Leo. Kort därefter, i november 1983, gjordes en riktad nyemission i Leo som ökade antalet aktier med hela 42 procent. Emissionskursen sammanföll med Sonessons egna, alldeles färska anskaffningsvärde.

Av de nya aktierna tecknades 34 procent av 25 ledande befattningshavare i Sonesson och Leo, med betydande belopp för vissa enskilda personer, som mest 12 milj. kronor. Vad beträffar företagsledningen i Leo kunde den s.k. pilotskolan åberopas; redan då ansågs det fördelaktigt för aktieägarna om även ledningen ägde aktier, så att ett gemensamt intresse av god värdeutveckling skulle uppkomma. Ledningen i Sonesson var dock inga Leo-piloter. Och ännu längre bort från pilotskolan kom man under år 1984, när Sonesson sålde Leo-aktier till två ledande befattningshavare i AB Volvo, Sonessons moderbolag när försäljningen initierades.

Av emissionen tecknade Sonesson 6 procent, medan hela 60 procent tecknades av Förvaltnings AB Yggdrasil, som i samband härmed – vederlagsfritt – ställde ut säljoptioner till de 25 ovannämnda aktietecknarna personligen. Innebörden var att dessa, senast den 30 mars 1986, kunde sälja sina Leo-aktier till Yggdrasil till (minst) det egna anskaffningsvärdet. Därmed levde de i den bästa av världar – en värdeökning i Leo-aktien kunde de själva tillgodogöra sig, men vid värdefall kunde de få igen sina pengar från Yggdrasil. Samtidigt jämnade säljoptionerna vägen för den betydande bankupplåning, som finansierade deltagandet i nyemissionen. Dessa säljoptioner var inte allmänt kända – och inte heller kända av Sonessons styrelse.

Säljoptionerna hade givetvis ett ekonomiskt värde, de utgjorde ju en försäkring mot kursförluster. Yggdrasil hade därmed, sett till den ekonomiska innebörden, betalat mer än emissionskursen för sina Leo-aktier – nämligen emissionskursen plus värdet av de säljoptioner man gav ifrån sig – och de 25 privatpersonerna hade i motsvarande mån betalat mindre, nämligen emissionskursen minus värdet av de säljoptioner man erhöll vederlagsfritt.

Efter två år kom så den väntade börsintroduktionen av Leo. I november 1985 erbjöd Sonesson sina aktieägare och anställda resp. marknaden i övrigt att teckna aktier till kurser som låg kraftigt över 1983 års emissionskurs. Och därtill var det, på den tiden, ännu regel att introduktionskurserna kraftigt överskreds när aktiehandeln kom igång, och så skedde också här. (Those were the days!)

I samband med börsintroduktionen blev förhistorien till en s.k. affär, intensivt debatterad och omskriven. Tiden må ha varit oskuldsfull, men

omständigheterna kring 1983 års nyemission var i starkaste laget. Den riskfria värdestegringen för de 25 privatpersonerna – från 1983 års teckningskurs om 50:65 kr (efter omräkning) till börskursen ca 135 kronor två år senare – stack i ögonen. Alltför många hade fått vara med till alltför stora belopp. Detta skulle ha medfört skada för Sonessons aktieägare. Det talades om aktiebolagsrättsligt oetiska transaktioner.

3. Leo-kommissionen

Som följd av allt detta tillsatte regeringen den s.k. Leo-kommissionen. Denna kommission fastslog beträffande de ovan skildrade händelserna – man yttrade sig också över annat – att aktiebolagslagens generalklausuler knappast hade överträtts och att emissionskursen i november 1983, som sammanföll med Sonessons eget anskaffningsvärde strax innan, var invändningsfri. Detsamma kunde dock inte sägas om Sonessons senare försäljning, till ytterligare privatpersoner år 1984, där samma kurs, uppräknad med ränta, användes. Vidare ansåg man tilldelningen genomgående vara anmärkningsvärt stor samt förhållandet att även Sonessons ledningsgrupp fick delta vara tveksamt. Kritik riktades också mot att Sonessons styrelse inte informerades om optionerna, samt framhölls att informationen till Sonessons aktieägare varit väl kortfattad.

Någon kritik mot erbjudandet till Yggdrasil att teckna de 100 000 Leo-aktierna – vilket gav en ägarandel på 17,5 procent – framfördes inte. Yggdrasil kunde som aktieägare väntas tillföra Leo värdefulla kontakter, hade det upplysts.

Något överraskande för en sentida betraktare riktades inte heller någon kritik mot Yggdrasils säljoptioner i deras egenskap av värdefull försäkring mot kursförluster för de 25 tecknarna. Optionerna innebar, som nämnts, i realiteten att de 25 förvärvade sina Leo-aktier till ett lägre pris än Sonessons och att Yggdrasil i realiteten betalade ett högre pris. Men synsätten var annorlunda på den tiden.

Men den konspiratoriskt lagde ser ett samband mellan Yggdrasils aktieteckning och optionsutställande: Yggdrasil erbjöds aktieteckning mot att man ställde ut de för privatpersonerna så viktiga säljoptionerna. Men kommissionen fann inte något sådant belagt. Optionerna motive-rades, av Yggdrasil-företrädare, med att de kunde komma att ytterligare öka ägandet i det intressanta Leo. Detta kommenterar kommissionen med att det starkt kan ifrågasättas om optionerna utifrån denna mål-

sättning varit ändamålsenligt utformade. Och med denna beska kommentar låter man saken bero.

Därtill gjorde kommissionen en undersökning av riktade emissioner på aktiemarknaden under åren 1984 och 1985. Man fann att dessa – riktade till såväl företagsledningar som anställda i övrigt – haft en betydande omfattning och att tilldelning med mycket betydande belopp hade förekommit. Man noterade även att emissionerna normalt haft formen av konvertibla skuldebrev.

Till det senare kan kommentaren göras att konvertibler, vid utgivandet, till sin ekonomiska innebörd har stora likheter med aktier med option att sälja tillbaka aktierna till bolaget, till eget anskaffningsvärde. Konvertiblerna kallades därför ofta ”aktier med kursfallsskydd”. Av detta skäl brukade emissionskursen för en konvertibel sättas något – oftast alltför lite – över aktiens värde. Men någon motsvarande högre teckningskurs förekom alltså inte för de 25 aktietecknande privatpersonerna i Leo-emissionen.

Slutligen föreslog Leo-kommissionen en rad lagstiftningsåtgärder för att komma till rätta med de konstaterade missförhållandena. Främst stod kravet på bolagsstämmobeslut i större utsträckning än vad lagen dittills krävt, varvid ett majoritetskrav på hela 90 procent skulle gälla.

Leo-kommissionens rapport fick ett gott mottagande – fattas bara när Johan Munck var förordnad som sakkunnigt biträde till kommissionen – och dess rekommendationer följdes i allt väsentligt.

4. Leo-reglernas huvuddrag

De s.k. Leo-reglerna föreskriver idag följande och har i allt väsentligt varit oförändrade sedan ikraftträdandet den 1 juli 1987. Från början fanns reglerna i en särskild lag, ”lag (1987:464) om riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m. m.”, men numera är de inarbetade i 16 kap. aktiebolagslagen. Bestämmelserna träffar även publika bank- och försäkringsaktiebolag.

- Leo-reglerna gäller för publika aktiebolag och deras dotterbolag. Detta är en utvidgning under resans gång; från början avsågs endast aktiemarknadsbolag med dotterbolag.
- De gäller vid emissioner men också vid försäljningar av aktier i det publika bolaget eller dess dotterbolag, där aktier får tecknas resp. förvärvas av närstående personer, inte av aktieägarna med företrädesrätt.
- Närstående definieras som styrelseledamöter, verkställande direktör och andra anställda i det publika aktiebolaget, eller i bolag i samma

koncern – alltså både dotterbolag, moderbolag och systerbolag. Likaså omfattas make och sambo liksom den som står under vederbörandes vårdnad. Slutligen omfattas juridisk person, där någon nu nämnd – eller flera sådana tillsammans – har ett bestämmande inflytande. Därmed avses framför allt att man förfogar över mer än 50 procent av rösterna.

- Med aktier jämsställs teckningsoptioner och konvertibler, vilka ju kan ge upphov till aktier. Köpoptioner regleras ej, men när de skall utnyttjas för aktieförvärv slår lagens bestämmelser till. Även vinstandelsbevis omfattas.
- När samtliga ovanstående förutsättningar är för handen skall emissionen resp. försäljningen beslutas eller godkännas av det publika aktiebolagets bolagsstämma – utöver de beslut som kan erfordras i något annat koncernbolag. Detta innebär, att om ett publikt aktiebolag är dotterbolag till ett annat publikt aktiebolag skall emissionen resp försäljningen från det förra bolaget passera bolagsstämmorna i båda de publika bolagen.
- Majoritetskravet vid de publika aktiebolagens bolagsstämmor är 90 procent – d.v.s. beslutet skall biträdas av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädde aktierna. Detta innebär bl.a. att om ägare av mer än 10 procent av de företrädde aktierna avstår från att delta i beslutet, faller detta.
- Bolagsstämman får inte bemyndiga styrelsen att besluta om Leo-transaktioner.
- I kallelsen till bolagsstämman skall förslagens huvudsakliga innehåll anges.
- Emission resp. försäljning i strid med bestämmelserna kan inte registreras resp. är ogiltig.

I förarbetena till Leo-lagen uppehåller sig föredragande statsrådet vid risken för kringgåenden samt vid behovet av reglering av själva emissionsvillkoren. Här lutar sig denne mot de självregleringsinitiativ, som började ta fart vid denna tid. År 1986 utfärdade såväl dåvarande Stockholms fondbörs som Näringslivets börskommitté rekommendationer avseende riktade emissioner, båda sedermera upphävda. Stor vikt fästes också vid Aktiemarknadsnämnden, vars verksamhet inleddes samma år; erfarenheterna härav borde avvaktas. Slutsatserna i Leo-propositionen (prop. 1986/87:76) är att "...uppenbara fall av kringgående få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan

ordning.” (s. 26) och ”... att lagregler om emissionsvillkorens utformning o. d. inte bör införas *för närvarande*.” (Kurs. här). (s. 22)

I samband med förbudet mot delegering till styrelsen uttrycktes farhågor att styrelsen skulle få alltför fria händer att detaljutforma villkoren. Det framhölls därför att: ”... stämman kan uppdra åt styrelsen att verkställa ett emissionsbeslut vars materiella innehåll har fastställts av stämman.” Men ”... att styrelsen inte ges något egentligt manöverutrymme.” (s. 34 och 35)

Leo-reglerna är förvisso inget motmedel mot alltför höga kontant-ersättningar. De skall däremot försvåra missbruk inom den s.k. pilot-skolan samt inom management buy outs. Båda ansågs dock, och anses alltjämt, i och för sig som helt legitima. Om nämligen företagsledarna äger aktier, eller optioner, ökar motivet för dem att maximera resultatet; och om ägande erbjuds kan det också bli lättare att rekrytera och behålla attraktiva krafter. Att mindre verksamheter, utan anknytning till huvudverksamheten, kan utvecklas bättre med andra ägare – och att ledningen för denna verksamhet många gånger är enda tänkbara köpare – är väl känt.

5. Leo-reglernas effekter

Tveklöst fick Leo-reglerna de positiva följder, som tillskyndarna eftersträvat. De blev en positiv kraft i det viktiga, men svåråtkomliga, arbetet med att bevara allmänhetens förtroende för aktiemarknaden och dess aktörer.

Om det börsnoterade Wilh. Sonesson AB hade varit tvunget att kalla till bolagsstämma för den riktade emissionen i helägda Leo, hade emissionsvillkoren knappast kunnat se ut som de gjorde. En sådan slutsats skulle nog stå sig även vid mindre långtgående majoritetskrav än 90 procent. Avgörande är offentlighetens strålkastarljus, som följer av bolagsstämmoförfarandet.

Riktade emissioner till personer i Leo-reglernas krets upphörde dock ingalunda med Leo-lagens införande, vilket heller aldrig var meningen. Den s.k. pilotskolan – som tycks ha kommit för att stanna, som Leo-kommissionen konstaterade – levde vidare. Och detta gällde inte minst i tjänsteföretag, vilka började dyka upp på börsen i allt större antal vid den här tiden.

Men det blev inte så mycket aktier som utgavs till Leo-personer som – till uppskattade verkliga värden – teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev. Generellt kan man säga följande.

Optioner blev företagsledningarnas incentiveform. Teckningsoptioner kunde kopplas loss från skuldebrev och sedan vidareförsäljas separat till personerna i fråga. (Numera kan de ju emitteras utan skuldebrev.) Att för en given summa pengar förvärva optioner i stället för aktier är naturligtvis att föredra om man tror på snabb värdestegring i aktien – den s.k. leverage-effekten.

Så småningom – skattedrivet – tillkom en ny och populär optionsliknande företeelse, personaloptionen. Härmed avses en utfästelse från arbetsgivaren att i framtiden utge aktier till den anställda till ett på förhand bestämt pris, såvida den anställda fortfarande är kvar i tjänst. Även vissa andra förutsättningar förekommer. Leo-lagen träffar inte personaloptionen som sådan, men väl det framtida utgivandet av aktier.

Konvertiblerna blev alla anställdas – eller åtminstone de Sverigeanställdas – incentiveform. Man garanterades ju pengarna tillbaka vid löptidens slut – såvida bolaget var i stånd att betala – om aktiekursens utveckling inte blivit vad man hade hoppats. Ofta kunde konvertiblerna fullbelånas i bank och om konvertering aldrig blev meningsfull var ägarens enda förlust den ofta inte särskilt stora skillnaden mellan banklåneräntan och räntan på konvertibeln.

Negativa reaktioner från de anställda kunde alltså begränsas vid en ogynnsam utveckling för konvertiblerna – till skillnad mot teckningsoptionsalternativet, där en iögonenfallande totalförlust kunde uppkomma.

Ett särskilt fall utgjorde de nämnda tjänsteföretagen. Där finns ofta ett stort antal specialister, som företaget månar om, och som inbjuds att delta i samma optionsprogram som företagsledningen.

Att optionerna och konvertiblerna blev så populära berodde främst på följande.

- Utsikterna till kursvinst. I många fall kan man nog konstatera en alltför överdriven tro på det egna företags ljusnande framtid.
- Den lägre beskattningen av reavinster jämfört med löneinkomster. Personaloptioner medför dock lönebeskattning vid utnyttjandet.

Med tiden kom tyngdpunkten att kraftigt förskjutas mot optioner – såväl reavinstbeskattade teckningsoptioner som personaloptioner.

Kravet på bolagsstämmobeslut – och särskilt det höga majoritetskravet – drev fram ett intensivt förankringsarbete bland särskilt de institutionella aktieägarna, och inte bara de största. Även Sveriges Aktiesparares Riksförbund deltog aktivt, såväl i den allmänna debatten som i enskilda fall. Förankringsarbetet gjordes med fördel efter det att avsikten att komma ut med ett aktierelaterat incentiveprogram offentlig-

gjorts. Efter förankring offentliggjordes så styrelsens fullständiga förslag. Att bistå i utformningen och förankringen av dessa incentiveprogram blev ett intressant arbetsfält för banker och andra, även om ersättningarna inte på långt när nådde de nivåer som kunde förekomma vid andra aktiemarknadstransaktioner som börsintroduktioner etc.

De institutionella aktieägarna fick sätta av åtskillig tid för dessa frågor och beklagade sig ibland över att incentiveprogram tog en oproportionerligt stor del av deras tid i anspråk. I viss mån tog aktieägarna rygg på dem med de största aktieinnehaven, men påfallande ofta ville även mindre institutionella ägare vara med i leken; frågorna hade ju stort uppmärksamhetsvärde.

Naturligtvis blev processen tidskrävande även för börsbolagen själva, som ofta kände ett starkt tryck från anställda på omfattande och fördelaktiga options- eller konvertibelprogram. Därtill skulle bankfinansiering av de anställdas investering arrangeras, eljest reducerades deras möjligheter att gå med högst väsentligt.

Eftersom emission av teckningsoptioner och konvertibler hade krävt bolagsstämmobeslut även utan Leo-regler, hade flertalet aktiebaserade incentiveprogram under alla förhållanden krävt allt mer av förberedelser. Men om man inte hade behövt frukta att förslaget skulle fällas med obetydliga 10,1 procent av rösterna eller aktierna – och särskilt om man kunnat delegera emissionsbeslutet till styrelsen – hade processerna nog kunnat genomföras med betydligt mindre tidsåtgång.

De för alla inblandade arbetskrävande momenten – förstärkta av Leo-reglerna – var följande.

- Värderingarna. Att teckningsoptionerna och konvertiblerna skulle ges ut till verkligt värde var en självklarhet – trots att Leo-reglerna inte krävde det. Några befintliga marknadsvärden för dessa optioner och konvertibler fanns just aldrig, och jämförbara, noterade värdepapper var svåra att finna.

Aktieägarna krävde, som sagt, verkliga värden, men det gjorde också skattemyndigheterna, även om deras uppmärksamhet på företeelsen var låg. Men kunde det visas att utgivningen gjorts till lägre kurser än verkligt värde, skulle mellanskillnaden löneredovisas, inkomstbeskattas och beläggas med sociala avgifter.

Beräkningar av verkliga värden gjordes av externa experter med, till en början, primitiva metoder som i regel underskattade värdet. Men rätt snart kom den s.k. Black & Scholes-metoden i bruk, där framför allt det valda antagande om den underliggande aktiens framtida volatilitet – benägenhet för mer eller mindre kraftiga kursfluk-

tuationer – får mycket stor effekt på framräknat verkligt värde. Ju högre kursfluktuationer, desto högre optionsvärde. Tämlichen ändlösa diskussioner uppstod därför ofta, där företagsledningarna försökte pressa ned det verkliga värdet och de mera engagerade aktieägarna höll emot. Utvecklingen ledde successivt till allt högre – och alltmer realistiska – beräknade verkliga värden.

- Tilldelningens omfattning. Särskilt i början, när alltför låga verkliga värden räknades fram, ville företagsledningarna ofta teckna så många optioner som möjligt. Även här hade de engagerade aktieägarna ofta anledning att hålla emot – eljest blev ju deras egen ägarandel alltför utspädd, särskilt som de kunde befara att programmen skulle återkomma med viss regelbundenhet. Det gällde alltså att kartlägga vad som kunde vara erforderligt med hänsyn till motiven för programmet, och vilken utspädning man rimligen borde behöva finna sig i.
- Aktieägarnas egna förankringar. Med den kraftiga mediala exponeering som företeelsen hade fått och då det höga majoritetskravet gav inflytande även för minoriteter, ökade kravet på många institutionella ägare att själva förankra sina ställningstaganden på hemmaplan.

Det engagemang från berörda parter, som Leo-reglerna bidrog till att tvinga fram, höjde successivt kunskapsnivån hos de medverkande. Man blev van vid frågorna och med tiden blev processen mindre tidskrävande – alldeles bortsett från att aktierelaterade incentiveprogram tappar kraftigt i popularitet i svaga börstider, trots att det är just då man har som störst anledning att gå in i programmen.

6. Aktiemarknadsnämndens roll

Som nämnts knöt Leo-reglernas upphovsmän stora förhoppningar till den då nyetablerade Aktiemarknadsnämnden. Denna skulle slå ned på kringgåenden och även göra än mer detaljerade lagregler obehövliga, såsom framhölls i propositionen. Att förhoppningarna nog får sägas ha infriats beror inte minst på den personalunion, som Johan Munck personifierar – han var sakkunnigt biträde till Leo-kommissionen, rättschef i justitiedepartementet och är ännu år 2012 ordförande i Aktiemarknadsnämnden sedan ett stort antal år.

Ett övergripande och mycket omfattande uttalande gjorde nämnden med sitt s.k. initiativuttalande 2002:1. Där fångade man upp och vida-reanpassade ett stort antal uttalanden – såväl principuttalanden som uttalanden rörande enskilda fall – som man tidigare gjort. Dessa äldre uttalanden upphävdes därmed.

Uttalandet 2002:1 avser incentiveprogram med koppling till aktier eller derivat därav – vare sig aktier kan förvärvas genom programmet eller reglering sker kontant med ett belopp vars storlek är beroende av aktiekursen (s.k. syntetiska optioner o.dyl.) En betydande del av de incentiveprogram som uttalandet reglerar är alltså underkastade Leo-lagen, varför uttalandet kan ses som självregleringens mest betydande påbyggnad på lagen i fråga.

Utöver Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1 har under årens lopp ett stort antal uttalanden gjorts i enskilda fall. Tillsammans behandlar dessa uttalanden tre olika huvudområden.

- *Beslutsformerna.* Det preciseras ett antal situationer där bolagsstäm-mobeslut erfordras utan att detta följer av Leo-lagen. Exempelvis skall Leo-lagen i vissa fall tillämpas även för intressebolag, om dessa endast har som uppgift att hårbärgera aktier i ägarbolag (AMN 2010:21). Det kommenteras också när vissa näraliggande upplägg kan anses som icke acceptabla kringgåenden och när motsatsen är fal-let. Vidare slås fast att s.k. swapavtal, där en fristående part anskaffar aktier och tillhandahåller anställda dem, och samtidigt hålls ekono-miskt skadelös av det börsbolag vars anställda det gäller, ej utgör otill-låtet kringgående (AMN 2003:3). Under pkt 8 nedan kommenteras AMN 1996:4, som behandlar Leo-lagens tillämpning när anställda får viss särbehandling vid emission till marknaden för att bredda ägandet.
- *Materiella villkor.* Här regleras bl.a. styrelsens rätt att bestämma pri-set vid framtida överlåtelse av aktier etc. till Leo-personer; tillåtet så länge priset sätts i en bestämd relation till börskursen vid överlåtel-sen. Likaså fastslås att Aktiemarknadsnämnden inte sätter upp några gränser för utspädning av andelar i aktiekapital och röstetal genom programmet i fråga. Inte heller sätts några gränser för maximal till-delning till enskilda personer. Det kan noteras att regler beträffande utspädning och högsta tilldelning, utgivna av institutionella aktie-ägare liksom av Sveriges Aktiesparares Riksförbund, från gång till annan funnits på marknaden och i varierande utsträckning vunnit beaktande.
- *Information.* Om Aktiemarknadsnämnden ger bolagsstämmorna fri-het att själva bestämma de materiella villkoren, är man desto mer angelägen om att tydlig information om de föreslagna villkoren skall redovisas i kallelsen till bolagsstämman resp. i styrelsens fullständiga förslag till beslut. Det övergripande motivet för förslaget, berörda personalkategorier, oberoende experts värdering av onoterade värde-

papper, utspädning med effekter på vissa nyckeltal, bolagets kostnad för programmet vid antaganden om olika kursutvecklingar, eventuella säkringsåtgärder, erforderlig bolagsstämmanmajoritet etc. skall sålunda anges. Dessutom skall årsredovisningarna innehålla beskrivningar av såväl nya som äldre, ännu löpande incitamentsprogram.

7. Utländska ägare gör entré

Börsbolagen och deras ägare vande sig med tiden vid Leo-lagen, även om den betydde ett visst merarbete. Och genom ett samvetsgrant förberedelsearbete kunde man i regel få fram förslag som fick stöd av erforderliga 90 procent på bolagsstämman. Men så småningom började de utländska aktieägarna, som successivt ökat sitt ägande högst märkbart, också att aktivera sig i sin ägarroll. De började närvara på bolagsstämman och därmed blev förankringen av Leo-ärendena märkbart mera komplicerad. När sådana aktieägare är företrädare på bolagsstämman men – ofta rent rutinmässigt – avstår från att rösta, eller röstar emot, kan beslutet komma i fara. Förslaget måste ju aktivt godkännas av 90 procent av de på stämman företrädde aktierna.

Läget blev akut för Telefonaktiebolaget L M Ericsson år 2007. Under en rad år hade man lanserat aktierelaterade incentiveprogram för en relativt betydande del av sin personal. Om dessa sålunda, för egna medel, köpte Ericsson-aktier i marknaden och behöll dem ett visst antal år, fick de – vederlagsfritt – ett visst antal Ericsson-aktier av bolaget självt, givetvis lönebeskattat. En viss del av dessa aktier fick man under blott och bart den förutsättningen att man var fortsatt anställd, för övrig tilldelning, särskilt till högre chefer, krävdes att resultat per aktie hade ökat på visst sätt under de senaste åren. Systemet uppskattades av aktiemarknaden – även om vissa ansåg programmet väl generöst – och det fick flera efterföljare.

Konstruktionen kräver Leo-majoritet. Men vid årsstämman 2007 stannade majoriteten vid 88,5 procent. Det verkar som om utländska aktieägare hade blivit tungan på vågen. Genast efter stämman tog Ericsson kontakt med de större aktieägarna, såväl de som röstat för som emot. Och genom att höja kraven på årlig tillväxt i resultat per aktie för att extra gratistilldelning skulle bli aktuell, lyckades man klara 90-procentnivån vid den extra bolagsstämma, som hölls några månader efter årsstämman.

Men tydligen vågade Ericsson inte lita på att man skulle nå 90 procent ens i andra försöket. I kallelsen till extra bolagsstämman står så-

lunda, att om 90 procent ej nås, skall en extern part vederlagsfritt överföra Ericsson-aktier till deltagande anställda. Bakom detta ligger rimligtvis ett s.k. swapavtal mellan denna part och Ericsson – den förlust parten i fråga gör på de Ericsson-aktier, som parten anskaffar för att kunna fullgöra utfästelserna till programdeltagarna, ersätts kontant, och med ränta, av Ericsson självt. Med detta reservupplägg skulle programmet klara sig med vanlig enkel majoritet, i motsats till huvudalternativets 90 procent.

Var denna reservutgång ett potentiellt kringgående av Leo-lagen? Veterligen avhördes inga protester mot metoden att komma runt 90-procentkravet. Och Aktiemarknadsnämnden gjorde aldrig något offentligt uttalande – varken på Ericssons eller någon annans begäran.

Även om upplägget kan te sig utmanande är det nog svårt att angripa; hade man redan från början tillämpat enbart swaplösningen, hade det ju varit svårt att tala om kringgående. Då hade det helt enkelt varit fråga om en annan modell med andra spelregler. Som nämnts slår Aktiemarknadsnämnden i sitt uttalande 2003:3 fast att en s.k. equity swap – som kan vålla bolaget kostnader men ej ökar antalet aktier i bolaget – skall bedömas som syntetiska optioner och därmed avgöras av styrelsen, såvida inte storleken är så betydande att frågan av det skälet bör underställas bolagsstämman. Vidare finns i Svensk kod för bolagsstyrning en bestämmelse att samtliga aktiekursrelaterade incentiveprogram för bolagsledningen skall avgöras av bolagsstämman. Men i såväl kodens som Aktiemarknadsnämndens fall är enkel majoritet till fyllest.

Men om Ericsson-upplägget vid 2007 års extra bolagsstämma hade utspelats 20 år tidigare – ett år efter Leo-lagens sjösättning – hade det nog blivit annat ljud i skällan.

En sen repris på Ericsson-upplevelsen utspelades vid Investment AB Kinneviks årsstämma 2012. Man sökte då godkännande av beslut om utgivande av aktier resp. teckningsoptioner till företagsledare i två icke helägda dotterbolag. Inte heller här uppnåddes erforderliga 90 procent; företrädare för utländska aktieägare röstade emot. På förfrågan om vilka motiv man hade, ville de inte avge något svar. Detta – att företrädare för utländska aktieägare inte avger motiv för sitt agerande på bolagsstämman – har även andra börsbolag råkat ut för.

Man kan alltså notera att:

- Utländska aktieägare fortsätter att, i vissa lägen, erbjuda särskilda problem när det gäller att nå 90 procents majoritet.
 - Swapavtal kan erbjuda vägar runt kravet på 90 procents majoritet.
- Men swapavtal är inte alltid en lösning, särskilt inte när det gäller att

åstadkomma aktieägarande i dotterbolag. Antingen är inga minoritets-ägare beredda att tillhandahålla aktier, eller är dotterbolaget helägt.

8. Oavsiktliga träffar

Leo-reglerna träffar alla emissioner där Leo-personer finns bland dem som har rätt att teckna eller köpa aktier. Det hjälper alltså inte att även andra än Leo-personer ingår i de teckningsberättigades krets.

Blir då lagreglerna tillämpliga vid riktade kontantemissioner till marknaden i syfte att uppnå en bredare ägarbas och därmed bättre likviditet i aktien, resp. vid apportemissioner i samband med offentliga uppköpserbjudanden – i båda fallen med Leo-personer bland aktietecknarna? Dessa båda situationer är allt annat än hypotetiska.

Vid kontantemissioner för att bredda ägarbasen brukar ingen vara berättigad till tilldelning. Intresseanmälningar tas emot, varefter tilldelning görs på varierande grunder. Därvid ansåg Aktiemarknadsnämnden i sitt uttalande 1996:4 att Leo-lagen var tillämplig, när Förvaltningsaktiebolaget Ratos avsåg att erbjuda allmänheten att förvärva aktier i två helägda dotterbolag, som därpå skulle börsnoteras. Anställda – alltså Leo-personer – fick delta på samma villkor som övriga; dock skulle deras intresseanmälningar kunna ges prioriterad behandling. Nämndens uppfattning motiverades ej. Sannolikt var dock den prioriterade behandlingen avgörande. Men hur bör frågan betraktas i andra fall, där de anställda ej prioriteras, d.v.s. har att fylla i och lämna in samma anmälningssedel som alla andra?

Vid apportemissioner i samband med uppköpserbjudanden har målbolagets aktieägare rätt att teckna aktier i budgivarbolaget, vilket klart framgår av emissionsbeslutet.

I båda fallen kan alltså emissionerna mer eller mindre oavsiktligt träffa Leo-personer. Varken lagen eller förarbetena ger någon vägledning för bedömning av sådana situationer. Betyder det att man måste plocka bort anmälningar från Leo-personer för att Leo-reglerna inte skall behöva tillämpas? En komplicerad process, som skulle upplevas som småaktig. Detta är ytterst en lagtolkningsfråga.

Sådana utgallringar har dock veterligen aldrig förekommit. Och härför finns goda skäl. Det har rimligtvis inte varit lagstiftarens avsikt att generellt tvinga fram sådana utgallringar. Vidare är en fast praxis (att inte gallra) sedan länge etablerad.

Därtill skriver Sten Andersson, Svante Johansson och Rolf Skog i sin Aktiebolagslagen. En kommentar (Med supplement 7, 2012 s. 16:5)

att ”Bestämmelsen är dock inte avsedd att tillämpas när en emission riktas till en viss angiven krets – exempelvis aktieägarna i ett annat bolag – i vilken det råkar ingå några anställda i det emitterande bolaget. Det avgörande är här, liksom vid tillämpning av övriga bestämmelser i kapitlet, i vilken egenskap den aktuella personen kommer att få teckningsrätt i emissionen.” Författarnas bakgrund och erfarenhet på aktiebolagsrättens område gör att uttalandet får anses väga tungt vid uttolkande av Leo-reglernas räckvidd – trots att det inte kan anses bygga vidare på några skrivningar i lag eller förarbeten. Innebörden av uttalandet får dock, särskilt av den anledningen, inte drivas alltför långt.

Mot bakgrund av mångårig praxis och lagstiftarens förmodade avsikt, till viss del uttolkad i det ovanstående citatet, kan man kanske våga sig på följande slutsatser beträffande de båda typfallen.

- *Kontantemissioner för att bredda ägarkretsen.* När Leo-personer i alla avseenden likabehandlas med andra på marknaden bör inga åtgärder för att gallra bort ansökningar från sådana personer krävas. Men styrelseledamöter och personer i företagsledningen bör, försiktigtvis, uppmanas att avstå från att inge anmälningar. Om någon Leo-person ansökt om en mera betydande tilldelning – vilket bör kunna upptäckas med en seriös tilldelningsprocess – bör tilldelning ej ges.
- *Apportemissioner vid offentliga uppköpserbjudanden.* Inte heller här bör gallringsåtgärder krävas. Även Leo-personer i styrelse och företagsledning bör kunna lämna in sina målbolagsaktier i budet. Men om någon Leo-person innehar en betydande aktiepost, kan saken ställa sig annorlunda. Den ovan citerade skrivningen blir då svårtillämpad, varför man nog bör hålla sig till lagens ordalydelse, särskilt som det i prop. 1986/87:76, s. 34, uttryckligen anges att lagen gäller även vid apportemissioner. Ägare av sådana kvantiteter målbolagsaktier bör i stället rådas att överlåta sina aktier till någon utomstående som lämnar in dem i budet, rimligtvis med prisjusteringsklausul för ev. budhöjning samt återgång om budet ej fullföljs.

9. Leo-reglerna och AMN 2002:2

År 2002 tappade den då 15-åriga Leo-lagen något av sin betydelse i särskilt känsliga situationer. Då kom Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:2 med innebörd att aktieägare inte bör delta i bolagsstämmobeslut om riktade kontantemissioner där de själva omfattas. (Uppenbarligen täcker inte uttalandet apportemissioner, vilka i praktiken alltid är riktade.)

Det har visat sig att även företagsledande personer, som redan har betydande aktieinnehav i bolaget, brukar delta i exempelvis teckningsoptionsprogram för anställda. (Objektiva skäl för riktad emission till dessa befintliga aktieägare har väl därvid ansetts föreligga, jfr lagens förarbetens krav härpå.) Att deras aktieinnehav skulle vara så betydande att de ensamma representerar erforderlig majoritet är inte så sannolikt – vare sig majoritetskravet skulle vara två tredjedelar eller 90 procent. Men tillsammans med andra, välvilligt stämde aktieägare skulle de märkbart kunna bidra till att majoritetskravet uppnåddes. Men sedan år 2002 kan de alltså inte längre använda sin ägarmakt för att främja sina egna intressen. Så till vida förlorade alltså Leo-lagen något av sitt existensberättigande genom Aktiemarknadsnämndens uttalande.

Kombinationen Leo-reglerna i aktiebolagslagen och uttalandet 2002:2 kan i vissa fall leda till att en bolagsstämma över huvud taget inte kan fatta ett Leo-beslut – om nämligen anställda, som var tänkta att erbjudas tilldelning, deltar i stämman med aktier motsvarande över 10 procent av på stämman företrädde aktier. Då dessa personer inte får delta i beslutet, kan lagens krav på bifall från ägare till minst 90 procent av på stämman företrädde aktier ej uppnås. Men om dessa aktieägare ej anser sig böra avstå från att delta i stämman, är det väl inte otänkbart att Aktiemarknadsnämnden skulle ge dispens vad avser rätten att rösta, om omständigheterna i övrigt talar härför.

10. Är Leo-reglerna mogna för uppmjukning?

Leo-reglerna anses av många ha två brister – det höga 90-procentkravet samt kravet att aldrig så små aktieöverlåtelser ändå måste passera bolagsstämman. Sådana nålsögon hade inte de regler om beslutsformer och information vid transaktioner mellan bolag och Leo-personer med flera, som dåvarande Stockholms Fondbörs införde år 1991. Visserligen går dessa regler längre än Leo-reglerna i främst två avseenden:

- Även inkrämsöverlåtelser, sålunda inte bara aktier, innefattas. Sedermera infogades även överlåtelser från Leo-personer till börsbolaget i fråga – d.v.s. i motsatt riktning.
- Extern värdering skall inhämtas och framläggas för aktieägarna.

Men jämfört med Leo-reglerna finns två lättnader:

- Vid det föreskrivna bolagsstämmobeslutet krävs endast enkel majoritet, såvida inte lagen kräver en högre majoritet.
- Endast transaktioner av ”icke oväsentlig betydelse” omfattas.

Därutöver finns andra skillnader mellan de båda regelverken. Men på det hela taget har börsens regler en mera praktisk utformning. Reglerna har numera övertagits av Aktiemarknadsnämnden i dess uttalande 2012:5, där dessutom inskränkningar i rätten att rösta införts för aktieägare som berörs direkt av transaktionerna i fråga.

Leo-reglernas 90-procentkrav har hela tiden varit utsatt för viss kritik. Detta framkom redan vid remissbehandlingen av lagförslaget. Inför 2005 års aktiebolagslag diskuterade Aktiebolagskommittén en sänkning till två tredjedelar, d.v.s. den nivå som gäller vid riktade kontantemissioner i övrigt. Man konstaterade att detta skulle innebära en bättre överensstämmelse med gällande ordning i såväl övriga nordiska länder som i EU:s övriga medlemsstater. Men 90-procentkravets effektivitet vid stävande av otillbörliga åtgärder fick kommittén att avstå från lättnader.

År 2011 kom dock en departementspromemoria, Ds 2011:21, Vissa lagändringar i fråga om riktade emissioner av aktier, där lättnader föreslogs:

- 90-procentgränsen skall sänkas till två tredjedelar. Utlandsägandet, som kan vålla problem redan när sådana aktieägare deltar på bolagsstämman men avstår från att rösta, är nu betydligt större än vid Leo-lagens tillkomst. Därtill kommer att Sverige sticker ut med det höga majoritetskravet; något motsvarande finns inte i något relevant jämförelseland.
- Överlåtelser av aktier etc. i publika koncernbolag, vilkas balansomslutning är mindre än en procent av koncernens samlade balansomslutning, skall kunna göras utan bolagsstämmans godkännande.

Departementspromemorian blev föremål för remissbehandling; ett 25-tal organisationer inkom med synpunkter. Omkring en tredjedel meddelade att de inte hade några synpunkter, bland dem Aktiemarknadsnämnden, som väl ansåg sig böra passa i frågan.

Vad gäller en sänkning av 90-procentkravet blev det en klar övervikt för förslaget. Bland tunga instanser märks Fjärde AP-fonden, Aktiespararna, NASDAQ OMX, Svenskt Näringsliv och Sveriges advokatsamfund. På nejsidan märks främst Skandia Liv och Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

När det gäller att undanta smärre transaktioner var stödet för förslaget än starkare, dock med åtskilliga reservationer mot den föreslagna enprocentgränsen.

Hur frågan kommer att drivas vidare av justitiedepartementet är ännu vid utgången av 2012 inte klart.

11. Försök till sammanfattande omdöme

Som framgått ovan har Leo-reglerna hela tiden inbjudit till debatt och åsikter. Nedanstående omdömen är artikelförfattarens egna, men de torde delas av många andra.

Till att börja med kan man konstatera att Leo-reglerna och Aktiemarknadsnämnden tillsammans utgör ett exempel på lyckad samverkan mellan lagstiftning och självreglering. Man kan nog våga slutsatsen, att utan Aktiemarknadsnämndens tillkomst vid mitten av 1980-talet, som föredragande statsrådet fäste så stora förhoppningar vid, hade en än mer drastiskt utformad Leo-lag kunnat bli följden. Så starkt torde man i regeringskansliet ha känt behovet av åtgärder mot de aktuella, oönskade företeelserna. En alltför långt driven lagreglering kan, som bekant, få negativa effekter för näringslivet – med lagens bortseende från förhållanden i de enskilda fallen och med tröghet när det gäller dess anpassning till nya förhållanden.

Men det exceptionella majoritetskravet 90 procent är ändå principiellt svårförsvarat. Kravet sätter aktieägarnas rätt till proportionerligt inflytande i bolaget ur spel. Det är ju aktieägarna som skall utöva ägarmakten, och är de ej eniga, skall den åsikt gälla som får flest röster på bolagsstämman.

Aktiebolagslagen föreskriver dock två tredjedelars majoritet vid viktiga förändringar i bolaget, som alla aktieägare kanske inte haft skäl att vänta sig, såsom ändrad bolagsordning eller riktad kontantemission. Dessa båda åtgärder kan ju få stor betydelse för aktieägarna – ändrad verksamhetsinriktning (exempelvis) resp. minskad ägarandel. Och att 33,4 procent kan blockera vad 66,6 procent vill åstadkomma är allmänt accepterat när det gäller sådana viktiga saker. Men att ta till storsläggan och sänka 33,4 procent till ynka 10,1 procent för vissa riktade emissioner ter sig helt oproportionerligt.

Vidare föreskrivs att om ett stämmobeslut förändrar endast vissa aktieägars situation, skall samtliga dessa ägare, eller en mycket betydande majoritet bland dem, instämma i beslutet. Därmed vill lagen hindra att en majoritet förtrycker även en mycket liten minoritet.

Men Leo-reglerna utgör ingen minoritetsskyddsregel, trots att de motiveras som en sådan (prop. 1986/87:76 s. 26). Tvärtom skapar de en möjlighet för obetydliga 10,1 procent att blockera beslut som en majoritet på 89,9 procent anser vara önskvärda. Man skulle kunna säga att minoriteten förtrycker majoriteten.

Men skulle majoriteten 89,9 procent växa till 90 procent, och ett därmed möjliggjort Leo-beslut råka vara olyckligt, är det ju inte bara

minoriteten 10 procent som vållas skada och skulle ha behövt skyddas, samma gäller ju även övriga 90 procent. Alltså likabehandlas alla 100 procenten, och då är det ju – i uttryckets mest centrala innebörd – inte fråga om något minoritetsförtryck.

Men trots dessa principiella invändningar var det nog motiverat med 90-procentkravet i den situation, som rådde vid lagens tillkomst. Det gällde att bevara marknadens förtroende för börsbolagens ageranden i situationer av Leo-karaktär. Och 90-procentkravet tvingade marknadens aktörer till större eftertänksamhet och noggrannare förankring än vad som nog eljest blivit fallet. Alltså medverkade 90-procentkravet till en högst önskvärd uppstramning.

Leo-reglernas krav att även försäljning av aktier i dotterbolag skall upp på stämman är likaså välmotiverat. Där handlar det många gånger om betydande värden, där vänskapsband och ömsesidiga personliga beroenden – man ingår ofta i samma nätverk – kan riskera alltför generösa transaktioner om dessa skulle bestämmas av styrelserna ensamma. Men alltför obetydliga transaktioner, utan reell betydelse för aktieägarna i bolaget, bör kunna undantas – av smidighetsskäl. Och alldeles i tysthet skulle inte heller småtransaktioner med närstående kunna göras; börsen kräver offentliggörande även av dem, om utköpet är av betydelse för den närstående samt utgör en icke normal del av bolagets verksamhet.

Alltså kan man tycka att Leo-reglerna tjänat aktiemarknaden väl, men att de nu är mogna för en mindre rigid utformning, ungefär som föreslogs i den nämnda departementspromemorian Ds 2011:21.

Ett ytterligare skäl för lättnader i Leo-reglerna är de senare årens tilltagande konkurrens mellan börs och private equity – eller andra ägarformer utanför börsen. Allt fler bolag väljer ett liv som private equity-ägt, hellre än i en börsmiljö; allt fler företagsledare och styrelseledamöter föredrar att engagera sig i private equity-bolag framför börsbolag. Utan att förtala private equity-företeelsen kan man med fog säga att börsens minskade attraktionskraft är bekymmersam – minskad genomlysning, minskade möjligheter för det stora flertalet att bli aktieägare i bolag som man tror på.

Detta är inte bara ett svenskt fenomen, i USA pågår sedan en tid en intensiv diskussion härom. Ett av flera skäl till denna förskjutning – i Sverige likaväl som i andra länder – är de alltmer omfattande och tidsödande regelverk, som påförts börsbolagen på senare år. Mest betungande är nog IFRS:s enorma batteri av redovisningsregler för börsbolag, liksom alltmer detaljerade, och inte alltid verklighetsanpassade, regler, som drivits fram genom olika EU-direktiv – och där mer av den varan

kan befaras. För USA:s del brukar Sarbanes-Oxley Act särskilt framhållas som förklaring till den drastiska nedgången i antalet börsintroduktioner. Och hos oss har ibland Koden för bolagsstyrning framhållits som besvärande.

Här kan även Leo-reglerna komma in i bilden. Som framgått ovan kan de, i vissa sammanhang, vara en komplicerande faktor för börsbolagen. En uppmjukning, ungefär i enlighet med departementspromemorian, skulle därför vara ett litet men dock steg för att öka börsens attraktionskraft jämfört med private equity-världens.

För att knyta an till rubriken – Leo-regleringen ter sig alltså som en inverterad H C Andersen-saga, nämligen som en vacker svan på väg att transformeras till ful ankunge.

Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden

– några synpunkter

Jan-Mikael Bexhed

1. Finns det någon gemensam nämnare?

Att i en och samma uppsats diskutera Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden kan synas apart. Det finns inte många likheter mellan dessa organ. Lagrådet är ett offentligt organ till yttermera visso reglerat i regeringsformen, medan Aktiemarknadsnämnden är ett privat organ. Lagrådets verksamhet tar sikte på normgivning medan Aktiemarknadsnämnden sysslar med tillämpning och uttolkning av normer. Trots det finns det vissa gemensamma nämnare.

Både Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden verkar inom området ”god sed”. Lagrådet har till uppgifter att avge yttrande över lagförslag. Granskningen skall enligt 8 kap. 22 § regeringsformen avse hur ett lagförslag förhåller sig till grundlagarna och rättsordningen i övrigt, hur förslaget föreskrifter förhåller sig till varandra, hur förslaget förhåller sig till rättsäkerhetens krav, om förslaget är så utformat att lagen kan antas tillgodose de syften som har angetts och vilka problem som kan uppstå vid tillämpningen. Man skulle kunna sammanfatta dessa granskningsteman med begreppet ”god lagstiftningssed”. Lagrådets granskning tar med andra ord sikte på hur de förslag som remitteras till Lagrådet förhåller sig till god lagstiftningssed.

Aktiemarknadsnämndens verksamhet kretsar kring begreppet god sed på aktiemarknaden.

God sed är således en gemensam nämnare för Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden. Det finns också andra likheter. Varken Lagrådet eller Aktiemarknadsnämnden förfogar över några offentlighetsrättsliga sanktioner om deras synpunkter beträffande god sed ignoreras. Det är istället tyngden av de skäl som Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden anför för sina ställningstaganden som, i kombination med den allmänna respekt som finns för organen och dess ledamöter, gör att deras ställningstaganden i god sed-frågor normalt respekteras och att den som avviker från Lagrådets eller Aktiemarknadsnämndens synpunkter

riskerar allvarlig kritik och andra problem. Det gäller både en regering som inte följer Lagrådets rekommendation i ett känsligt lagstiftnings-ärende och ett aktiemarknadsbolag, en aktieägare eller en rådgivare som ignorerar Aktiemarknadsnämndens beslut om vad som är god sed på aktiemarknaden.¹

En annan likhet mellan Lagrådet och Aktiemarknadsnämndens verksamhet är att bägge representerar vad som i praktiken kan sägas vara "enpartsförfaranden".

Därtill finns också en personlig gemensam nämnare mellan Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden. Det är föremålet för denna vänbok. Johan Munck har varit verksam i båda organen. Johan ingick 1995–1997 som ledamot i Lagrådet. Till Aktiemarknadsnämnden har Johan varit knuten som ordförande 1994–2007 och åter igen sedan 2010.

Jag vågar mig därför på att i denna uppsats ta upp och diskutera några frågor kring Lagrådets och Aktiemarknadsnämndens verksamhet, trots olikheterna mellan dessa organ och trots att de frågor som tas upp inte har något direkt samband. Frågorna är emellertid enligt min mening värda att belysas och diskuteras och det är sällan så sker.

När det gäller Aktiemarknadsnämnden har jag personlig erfarenhet av verksamheten sedan 1999, från början som s.k. expert och sedan ett tiotal år som ledamot. Däremot har jag ingen egen erfarenhet av arbetet i Lagrådet. Detta bör hållas i minnet av den som tar del av mina synpunkter.

2. Lagrådet

2.1 Hindrar Lagrådet en effektiv lagprövning?

Jag skall inte drista mig till att diskutera de avvägningar som gjorts beträffande Lagrådets mandat och granskning och inte heller innehåll och omfattning när det gäller Lagrådets yttranden. Detta har tagits upp av andra och det finns intressanta och utmärka uppsatser publicerade kring dessa teman, inte minst "inifrån" av personer som verkat i Lagrådet.²

¹ Ett bolag som är noterat på NASDAQ OMX och avviker från god sed kan ådömas disciplinpåföljd enligt avsn. 5 i det regelverk som gäller för emittenter. Motsvarande gäller för ett bolag vars aktier är upptagna till handel på NGM Equity.

² Se exempelvis Bengtsson, Om lagrådsgranskningens gränser, FT 1984 s. 188; Danelius, En lagrådsledamots tankar om lagstiftningen, SvJT 2004 s. 25; Lagrådet i går, idag och i morgon – Häringesymposiet 2008, temahäfte SvJT med 22 upp-

I stället skall jag ta upp den principiella och kanske provocativa frågan om det över huvud taget är lämpligt med en förhandsgranskning av nya lagförslag av det slag som Lagrådet utför, i vart fall när Lagrådet som nu i stor utsträckning är bemannat med aktiva domare från våra högsta instanser.

Lagrådet är inte ett kontrollorgan utan en del av lagstiftningsapparaten.³ Ändå är det få, om ens någon, som ifrågasätter Lagrådet som institution. Tvärtom, den helt förhärskande uppfattningen är att lagrådsgranskningen är angelägen för att säkerställa kvalitén i lagstiftningen och undvika juridiska äventyrligheter i Svensk författningssamling. Tidigare har särskilt från borgerligt håll påpekats hur viktig lagrådsgranskningen är och kritik riktats när den 1971 gjordes fakultativ.⁴ I samband med 2010 års grundlagsreform gjordes granskningen åter obligatorisk, samtidigt som den utsträcktes till att omfatta viss lagstiftning, som tidigare inte granskades.⁵ Dessa ändringar genomfördes i partipolitisk enighet och numera förefaller det råda politisk enighet kring Lagrådet.⁶ I praktiken förhåller det sig nog annars så att regeringen, oavsett partifärg, ibland tenderar att se lagrådsgranskningen som ett hinder medan oppositionen någon gång utnyttjar den genom utskottsinitiativ.⁷

Mot denna bakgrund kan det te sig äventyrligt att ifrågasätta lagrådsgranskningen i dess nuvarande form. Jag dristar mig ändå att göra det. Min poäng är att lagrådsgranskningen i vissa fall kan legitimera dålig och kanske t.o.m. felaktig lagstiftning och i praktiken omöjliggöra eller i vart fall försvåra en reell lagprövning. Att en sådan kan göras och också görs är viktigt i en rättsstat. Ett förhållande som slutligt erkänts av lagstiftaren genom utmönstringen den 1 januari 2011 av det s.k. uppenbarhetsrekvisitet. Numera framgår uttryckligen av 11 kap. 14 § och

2 *förs.* satser, SvJT 2009 s. 137; Lavin, Lagrådet och den offentliga rätten 2007–2009, 2010 och dens., Lagrådet och den offentliga rätten 2009–2011, FT 2012 s. 149. Se även Algotsson, Lagrådet, rättsstaten och demokratin under 1900-talet, ak. avh., 1993.

³ Detta bekräftas av att Lagrådets verksamhet regleras i 8 kap. regeringsformen om lagar och andra föreskrifter.

⁴ Se KProp. 1970:24 och KU 1970:20 s. 6 ff.

⁵ Se prop. 2009/10:80 s. 142 ff.

⁶ Jfr 2009/10:KU19.

⁷ Lagrådsgranskning kan initieras också av riksdagutskott, se 4 kap. 11 § riksdagsordningen. Jfr Lavin, Lagrådet och den offentliga rätten 2007–2009, FT 2012 s. 151 ff.

12 kap. 10 § regeringsformen att såväl domstolar som förvaltningsmyndigheter är skyldiga att normpröva de regler som de är satta att tillämpa.

Det kan tyckas att lagrådsgranskningen borde vara till hjälp och säkerställa att olämplig och kanske normstridig lagstiftning stoppas i tid. Så är det förvisso också i flertalet fall. Lagrådets handläggningsformer och den ibland påtagligt begränsade tid som står till buds för granskning av vissa lagförslag, kan emellertid göra det svårt för Lagrådet att trots rådets kvalificerade sammansättning alltid vid sin abstrakta granskning identifiera alla brister i ett remitterat lagförslag och förutse de frågor och problem som detta kan ge upphov till. Innan en lag börjar tillämpas praktiskt kan det vara svårt att fullt ut överblicka konsekvenserna av lagen.

Har ett lagförslag väl passerat Lagrådet och dess ledamöter utan anmärkning skall det ganska mycket till för att en domstol vid den praktiska tillämpningen skall våga sig på att ifrågasätta och än mer underkänna en lagregel som normstridig.⁸ Om frågan slutligen når Högsta domstolen eller Högsta förvaltningsdomstolen blir det fråga om att underkänna en lagstiftning som ledamöter i samma domstol tidigare lämnat utan erinran. Det är av uppenbara skäl en delikat situation. Helt säkert kan det i praktiken hanteras klokt och rätt i flertalet fall,⁹ men det är en jävsliknande situation som riskerar att undergräva förtroendet för domstolsprövningen. Även en helt ogrundad misstanke om att ovidkommande skäl påverkar prövningen är inte bra.

Även med beaktande av vad som nu sagts är det min uppfattning att fördelarna med den abstrakta förhandsgranskning av nya lagförslag som lagrådsgranskningen innebär klart uppväger nackdelarna. Detta hindrar dock inte att det kan finnas skäl att diskutera Lagrådets handläggningsformer och sammansättning, för att se om det går att begränsa de problem som jag pekat på.

2.2 Lagrådets handläggningsformer

Lagrådsgranskningen är ett ”enpartsförfarande”. Några företrädare för eventuella kritiska synpunkter när det gäller den föreslagna lagstiftningen kommer inte till tals direkt vid lagrådsgranskningen. Synpunk-

⁸ Jfr Lavin, Regeringsrätten och normkontrollen i Festskrift till Hans-Heinrich Vogel, 2008, s. 202.

⁹ Jfr NJA 2000 s. 132 och Håstad, Hur granskar lagrådet?, SvJT 2009 s. 212.

ter som myndigheter, organisationer och enskilda lämnat under remissbehandlingen av det utredningsbetänkande eller den departementsstencil som normalt föregått lagförslaget är visserligen till hjälp vid lagrådsgranskningen, men det förutsätter naturligtvis att lagförslaget föregåtts av en ordentlig beredning och remissbehandling, vilket inte alltid är fallet.¹⁰ Någon möjlighet för utomstående att muntligen lägga fram kritiska synpunkter och belysa brister i de förslag som regeringen remitterar till Lagrådet finns inte.¹¹ När det gäller ordentligt genomarbetade utredningsunderlag och remissunderlag tenderar också utvecklingen generellt att gå mot allt sämre underlag. En bland flera bidragande orsaker är den påverkan som EU numera har på svensk lagstiftning.

Därtill sker föredragningen i Lagrådet normalt av tjänstemän i Regeringskansliet som varit med om att arbeta fram de olika lagförslagen.¹² Föredragandens uppgift är i och för sig inte att argumentera för de lagförslag som de föredrar, utan att sakligt redovisa lagrådsremissens innehåll och lämna de upplysningar som Lagrådet begär. Det går ändå inte att komma ifrån att denna handläggningsform inrymmer obalanser. Lagrådsledamöter har också redovisat att det finns föredragande från Regeringskansliet som går för långt när det gäller att försvara skrivningarna i de remitterade lagförslagen.¹³

Lagrådets ledamöter kan således inte luta sig tillbaka och överväga olika argument för och emot, utan måste själva försöka identifiera alla ofullkomligheter i lagförslagen och också ha tillräckligt med fantasi för att i förväg fundera ut potentiella problem i den praktiska tillämpningen.¹⁴ Arbetet har under senare år också försvårats av EU-rätten som skall implementeras och beaktas. Som bekant är denna i vissa fall ojämn och svårstrukturerad och EU:s direktiv lämnar inte sällan ganska

¹⁰ Jfr 7 kap. 2 § regeringsformen. Jfr även Lavin, *Lagrådet och den offentliga rätten* 2007–2009, s. 158 och 171 ff.

¹¹ Däremot finns det inget hinder mot att den som är kritisk till ett nytt lagförslag tillskriver Lagrådet och framför sina synpunkter. Inget hindrar att Lagrådet beaktar sådana synpunkter.

¹² Se 19 § lagen (2003:333) om Lagrådet. Enligt 44 § förordningen (1996:1515) med instruktion för Regeringskansliet gäller att den som är eller har varit hovrätts- eller kammarrättsassessor och den som Regeringskansliet utser för ett visst fall är behörig att föredra ärenden inför Lagrådet.

¹³ Se Danelius, *En lagrådsledamots tankar om lagstiftningen*, SvJT 2004 s. 33. Se även Lavin, *Hur uppfattas Lagrådets roll av Lagrådet självt?*, SvJT, 2009 s. 201.

¹⁴ Se Lavin *ibidem*.

mycket i övrigt att önska när det gäller språklig utformning och konsekvens mellan olika språkversioner.¹⁵

Jag tror att det är svårt att organisera lagrådsgranskningen på något radikalt annorlunda sätt än idag. Det nuvarande enpartsförfarandet får nog accepteras. De obalanser och svagheter som ligger inbyggda i det nuvarande systemet motiverar dock enligt min mening vissa förändringar. Till att börja med borde Lagrådet tillföras egna utredningsresurser och även egna föredragande, något som också har diskuterats och ställts i utsikt av lagstiftaren.¹⁶ Det kan också diskuteras om inte Lagrådet i vissa fall också borde ges möjlighet att ordna utfrågningar av remissinstanser och andra som kan tillföra synpunkter.

En viktig fråga när det gäller Lagrådets handläggningsformer är naturligtvis också att Lagrådet ges tillräckligt med tid för sin granskning. Det finns visserligen lagförslag som av olika skäl måste hanteras snabbt, men det förekommer också att regeringen (oberoende av parti-färg) utan, som det förefaller, godtagbara skäl remitterar lagförslag med alltför kort svarstid.¹⁷

En regel borde därför kanske införas som ger Lagrådet rätt att avböja att yttra sig, om Lagrådet självt bedömer att man inte kan utföra en tillräckligt bra granskning på den tid som har anvisats av Regeringskansliet.

2.3 Lagrådets sammansättning

Mina övergripande synpunkter ger inte bara anledning att diskutera Lagrådets handläggningsformer. Även Lagrådets sammansättning bör diskuteras.

¹⁵ Jfr Lavin, *Lagrådet och den offentliga rätten 2007–2009*, s. 154 ff.

¹⁶ Se Eka m.fl., *Regeringsformen*, 2012, s. 348 f. med hänvisningar. Se även exempelvis Lavin, *Hur uppfattas Lagrådets roll av Lagrådets självt?*, SvJT 2009 s. 201 och Ramberg, *Lagrådet i morgon*, SvJT 2009 s. 299 f. Också kritiska röster mot att Lagrådet tillförs egna föredragande har höjts, se exempelvis Almgren, *Kan eller bör Lagrådet och lagrådsgranskningen förändras?*, SvJT 2009 s. 285, Håstad, *Hur granskar Lagrådet?*, SvJT 2009 s. 211 och Pripp, *Hur granskar Lagrådet?*, SvJT 2009 s. 205. Enligt 20 § lagen (2003:333) om Lagrådet gäller att en lagrådsavdelning kan förordna en person med särskilda fackkunskaper att som sakkunnig hjälpa avdelningen vid behandlingen av ett visst ärende. Denna bestämmelse tar dock inte sikte på generella utredningsresurser utan på fackkunskap inom något ”tekniskt” fackområde.

¹⁷ Jfr exempelvis Lavin, *Lagrådet och den offentliga rätten 2007–2009*, s. 157 f.

Enligt nuvarande regler gäller att justitieråd, justitieråd som avgått med ålderspension samt andra lagfarna personer kan tjänstgöra i Lagrådet. En avdelning av Lagrådet skall normalt bestå av tre ledamöter och bemannas med minst ett aktivt justitieråd från Högsta domstolen eller från Högsta förvaltningsdomstolen.¹⁸ Normalt tjänstgör två aktiva justitieråd på varje avdelning, ett från varje domstol.

Det är Högsta domstolen och Högsta förvaltningsdomstolen som utser justitieråd i respektive domstol att vara ledamöter i Lagrådet. Vid behov är det också dessa domstolar som utser pensionerade justitieråd att vara ledamöter i Lagrådet.¹⁹ Andra ledamöter utses av regeringen efter samråd med Högsta domstolen och Högsta förvaltningsdomstolen.²⁰ Den tidigare regeln att ett justitieråd som fyllt sextio år inte utan samtycke får förordnas som ledamot av Lagrådet har nyligen slopats, samtidigt som lagradsperioderna minskats från två till ett år.²¹ De enda aktiva justitieråd som numera inte är skyldiga att tjänstgöra i Lagrådet är avdelningsordförandena i Högsta domstolen och Högsta förvaltningsdomstolen.

Mina invändningar mot att aktiva domare i Högsta domstolen och Högsta förvaltningsdomstolen förhandsprövar lagstiftning som de eller deras kollegor senare kan komma att tillämpa eller t.o.m. lagpröva sammanfaller med den grundläggande uppfattningen att det skall råda en tydlig gräns mellan lagstiftning och dömande och framförallt mellan Regeringskansliet och domstolarna. Ordinarie domare skall använda sin tid till att döma och vara återhållsamma med att lägga tid på administrativa sysslor och att åta sig siduppdrag.

Jag anser i linje med detta att det är principiellt tveksamt att aktiva domare, särskilt i våra högsta instanser, åtar sig utrednings- eller andra uppdrag för Regeringskansliet. Såväl principiella som praktiska invändningar kan resas mot sådana uppdrag. Även om utredningsuppdrag är måttfullt arvoderade, är det principiellt olämpligt att en aktiv domare över huvud taget tar emot ekonomisk ersättning från Regeringskansliet. Inte ens en misstanke får finnas att möjligheten till framtida sidoinkomster från Regeringskansliet medvetet eller omedvetet skulle kunna påverka deras dömande i mål där statens intresse står mot den enskildes intresse eller där ett viss domslut av andra skäl kan misshaga

¹⁸ Se 2–5 §§ lagen om Lagrådet.

¹⁹ Se prop. 2001/02:72 s. 41 ff.

²⁰ Se 8–9 §§ lagen om Lagrådet.

²¹ Se prop. 2010/11:98.

den lagstiftande makten. Enligt min mening är det också i hög grad olämpligt att en domare som aktivt har medverkat vid utarbetandet och tillkomsten av en viss lagstiftning eller granskat denna i Lagrådet dömer i mål där lagens tillämpning aktualiseras. En sådan sammanblandning av lagstiftande och dömande funktioner kan i vissa fall t.o.m. strida mot principen om en rättvis rättegång.²² Även om denna jävssituation i praktiken hanteras av Högsta domstolen och Högsta förvaltningsdomstolen genom att justitieråd som tidigare granskat en lag i Lagrådet inte dömer i mål där lagens tillämpning aktualiseras, är det inte bra att detta läge över huvud taget kan uppkomma. I sammanhanget går det inte heller att komma ifrån att regeringen har en inte helt obetydlig administrativ bestämmanderätt över Lagrådet, till skillnad mot vad som gäller beträffande domstolarna.²³

Domare bör över huvud taget principiellt vara försiktiga med extrauppdrag, eftersom sådana lätt blir förtroendskadliga. I många andra länder är det otänkbart att höga domare åtar sig extrauppdrag i den omfattning som sker i Sverige.

I Sverige är det emellertid få som ifrågasätter att domare åtar sig uppdrag för Regeringskansliet eller granskar nya lagförslag, trots att det inte går att komma ifrån att detta principiellt innebär en sammanblandning av lagstiftande och dömande funktioner.²⁴ Däremot blossar debatten med jämna mellanrum upp om huruvida det är lämpligt att aktiva domare åtar sig skiljemannauppdrag. Sådana är dock enligt min mening typiskt sett mindre förtroendskadliga än utrednings- och andra uppdrag för Regeringskansliet. Att skiljemannauppgifterna ändå från och till föranleder debatt torde bero mer på att de ofta är vävlönlade än att uppdragen principiellt är felaktiga. Om några invändningar kan resas mot att domare åtar sig stora och omfattande skiljemannauppdrag, så borde de snarare komma från arbetsgivaren. Är det verkligen möjligt att

²² Jfr exempelvis Europadomstolens domar i målen *Procola v. Luxemburg*, no. 14570/89, dom den 28 september 1995, paras. 44–46; *Kleyn m.fl. v. Nederländerna* (stor kammare), no 39343/98, 39651/98, 43147/98 och 46664/99, dom den 6 maj 2003, paras. 200–201 och *Sacilor Lormines v. Frankrike*, no. 65411/01, dom den 9 november 2006, paras. 71–74.

²³ Jfr Lavin, Hur uppfattas Lagrådets roll av Lagrådets självt?, SvJT 2009 s. 200.

²⁴ Försiktigt kritiska synpunkter mot att Lagrådet bemannas med aktiva justitieråd har dock framförts av Dag Victor och Anne Ramberg, se Victor, Kan eller bör Lagrådet och lagrådsgranskningen förändras?, SvJT 2009 s. 291 resp. Ramberg, Lagrådet i morgon, SvJT 2009 s. 301.

arbeta heltid men ändå hinna med omfattande skiljemannauppdrag vid sidan om det ordinarie arbetet? Några sådana invändningar från arbetsgivarehåll har dock i vart fall jag inte hört och här föreligger förmodligen inga problem. Jag påstår inte heller att utredningsuppdragen och lagrådsarbetet inte fullgörs på ett sätt som fungerar bra i praktiken, men den principiella frågan om lämpligheten av sådana engagemang måste ändå få ställas.

Min slutsats blir att om Lagrådet skall finnas kvar bör det i sin helhet bemannas med andra personer än aktiva domare. Ledamöterna kan i stället utses bland pensionerade domare, företrädere från våra högsta instanser, vilket delvis redan sker, och andra högt meriterade jurister som avslutat sin karriär. Samtliga ledamöter bör utses av Högsta domstolen och Högsta förvaltningsdomstolen eller något annat organ som är fristående från Regeringskansliet. En sådan ordning kan sägas vara en naturlig fortsättning på den reform som genomfördes 2002, då en grundlagsändring gjorde att pensionerade justitieråd i princip jämfördes med aktiva justitieråd när det gäller tjänstgöring i Lagrådet. Utgångspunkten för denna reform var dock att det i största möjliga utsträckning även framgent skall vara aktiva justitieråd som tjänstgör i Lagrådet.²⁵ Denna utgångspunkt bör ändras.

En ordning där aktiva domare inte längre tas i anspråk för lagrådstjänstgöring ligger i linje med strävandena att renodla domarrollen mot dömande uppgifter. I sammanhanget kan noteras att antalet domare i de högsta instanserna som hämtas direkt från chefsbefattningar i Regeringskansliet minskat under senare år, en utveckling som förmodligen kommer att fortsätta som en följd av att även de högsta domartjänsterna numer utlyses och tillsätts i konkurrens i en transparent process. För första gången någonsin har såväl Högsta domstolens ordförande som ordföranden på den avdelning i Högsta domstolen som ordföranden inte leder en bakgrund som f.d. advokater. En diskussion om vilken betydelse detta på sikt kan få för rättstillämpningen faller dock utanför ramen för denna uppsats.

²⁵ Se prop. 2001/02:72 s. 41 ff.

3. Aktiemarknadsnämnden

3.1 Aktiemarknadsnämndens uppgifter

Aktiemarknadsnämnden skall genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.²⁶

Nämnden kan pröva varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som har gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad (aktiemarknadsbolag) eller av en aktieägare i ett sådant bolag, om åtgärden avser en aktie i ett aktiemarknadsbolag eller kan vara av betydelse för bedömningen av en sådan aktie. Detsamma gäller i fråga om utländska aktiebolag som har gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, i den utsträckning åtgärden skall bedömas enligt svenska regler. Aktiemarknadsnämnden kan, i den utsträckning den finner det vara lämpligt, även göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden rörande bolag som är noterade på en handelsplattform i Sverige.²⁷

Härutöver kan Aktiemarknadsnämnden från Finansinspektionen ta emot delegation på sådana arbetsuppgifter som avses i 7 kap. 10 § lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.²⁸ Finansinspektionen har med stöd av den nämnda bestämmelsen beslutat sådan delegation genom 14 kap. 1 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:17) om verksamhet på marknadsplatser.

Nämnden kan dessutom i fråga om undantag från och tolkningen av svenska börsregler om offentliga uppköpserbjudanden ta emot delegation från en börs i Sverige.²⁹

Det är således en mängd uppgifter av både betydande komplexitet och stor praktisk och ekonomisk betydelse som har anförtrots Aktiemarknadsnämnden. Detta förhållande reser flera principiella frågeställningar kring nämndens sammansättning, verksamhetsformer och överprövning av nämndens beslut. I det följande skall jag belysa och diskutera några sådana frågor.

²⁶ Se 14 § första stycket stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

²⁷ Se 15 § stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

²⁸ Se 15 a § första stycket stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

²⁹ Ibidem.

3.2 Aktiemarknadsnämndens sammansättning

Aktiemarknadsnämnden skall bestå av en ordförande, en vice ordförande och högst 28 övriga ledamöter.³⁰ Samtliga ledamöter utse av styrelsen för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden för högst två år, varvid skall tillses att nämnden får en sammansättning som är ägnad att inge förtroende hos aktörerna på aktiemarknaden och som är lämplig med hänsyn till nämndens uppgifter.³¹ Huvudmän för Föreningen för god sed på aktiemarknaden är Aktiemarknadsbolagens Förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm AB, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Svenskt Näringsliv.

Nämndens nuvarande ordförande och vice ordförande är eller har varit justitieråd i Högsta domstolen. Även flertalet ledamöter är jurister. Ekonomer som på olika sätt verkar eller har verkat inom kapitalförvaltning och transaktioner dominerar bland nämndens övriga ledamöter. Ledamöterna har det gemensamt att de arbetar eller har arbetat med kvalificerade aktiemarknadsfrågor.

Utan att ha detaljstuderat hur sammansättningen av ledamöter har förändrats under åren, har jag ändå intrycket att antalet ”äldre respekterade gentlemän från näringslivet” gått ned till förmån för jurister och ekonomer med inriktning på kapitalförvaltning eller transaktioner. Denna utveckling får nog ses mot bakgrund av att nämnden med åren fått ett vidgat ansvarsområde och att de frågor som nämnden har att ta ställning till i allt högre grad innefattar någon form av rättstillämpning. Rena lagtolkningsfrågor på aktiebolagsrättens område faller i och för sig utanför nämndens mandat, men ett visst mått av lagtolkning blir ändå inte sällan nödvändigt även i ärenden om god sed.³²

I vart fall tidigare har viss kritik riktats mot Aktiemarknadsnämnden för att nämnden varit alltför ”transaktionsvänlig” och inte tillräckligt beaktat särskilt de små aktieägarnas intressen. Jag är inte rätt person att bedöma om det funnits något fog för denna kritik. En skillnad mot tidigare är dock att rekryteringen när det gäller nämndledamöter breddats sedan något tiotal år, så att nämnden numera innehåller ledamöter

³⁰ Antalet övriga ledamöter är f.n. 26.

³¹ Se 16 § stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Stadgarna finns tillgängliga på www.aktiemarknadsnämnden.se.

³² Se Skog, Aktiemarknadsnämndens verksamhet – en tillbakablick, i Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s. 39.

också med bakgrund från institutionell kapitalförvaltning respektive Aktiespararna.

Det bör samtidigt påpekas att varken dessa eller några andra ledamöter "representerar" någon viss huvudman eller några särskilda intressen. Alla ledamöter skall i stället uteslutande styras av vad som uppfattas som god sed på aktiemarknaden och konkretisera detta begrepp inom ramen för gällande regelsystem.

Min erfarenhet från nämndens arbete är också att ledamöterna genomgående lever upp till detta krav. Även de ledamöter som till vardags är aktiva som rådgivare vid transaktioner ställer hårda krav på att allt skall gå rätt till och att småaktieägarna inte kommer i kläm. Olika uppfattningar och infallsvinklar som ibland kommer fram när nämnden överlägger är således inte förutsägbara utifrån olika ledamöters "hemvist".

Något som också iakttas noggrant av nämndens ledamöter är att de inte är jäviga. Jävsfrågorna diskuteras öppet i nämnden och alla är måna om att med bred marginal hålla sig borta från ärenden beträffande vilka det kan uppfattas att de på något sätt är jäviga.

Just jävsproblematiken gör att nämndledamöter som är verksamma som rådgivare med inriktning mot aktiemarknadstransaktioner sällan kan delta i ärenden som rör stora transaktioner. Detta eftersom antalet sådana rådgivare är ganska begränsat, varför de flesta aktiva rådgivarna tenderar att på något sätt vara inblandade i förekommande stora affärer, exempelvis som rådgivare till målbolaget eller till konkurrerande budgivare vid offentliga uppköp av stora bolag där det finns flera konkurrerande budgivare.

Bland nämndens ledamöter återfinns inte bara personer som på ett eller annat sätt idag arbetar aktivt med aktiemarknadsfrågor utan också personer som tidigare arbetat med sådana frågor. Dessa inkallas ofta till följd av jävsproblematiken för att delta när det gäller ärenden som rör större transaktioner. En fördel med sådana ledamöter är också att de ofta är tillgängliga med mycket kort varsel, för medverkan i brådska ärenden som måste beslutas kanske med bara någon dags varsel.

Det senare sätter fingret på något som kan vara känsligt, nämligen hur nämnden i ett visst ärende sätts samman. Med hänsyn till ledamöternas olika tillgänglighet går det inte att automatiskt efter ett rullande schema lotta ärenden helt rättvist mellan ledamöterna. När ledamöterna för prövningen av ett visst ärende väljs ut, kan det också finnas skäl att ta viss hänsyn till om ledamöterna har särskild erfarenhet av de frågor som aktualiseras. Enligt 3 § i arbetsordningen för nämnden gäller att ordföranden eller vice ordföranden alltid skall kallas till ett sam-

manträde med nämnden. Vilka som i övrigt skall kallas för behandling av ett visst ärende avgörs av ordföranden efter samråd med nämndens direktör och med beaktande av ärendets beskaffenhet. Det sägs också i arbetsordningen att en viss cirkulation mellan ledamöterna bör eftersträvas, liksom att ledamöternas erfarenheter och kunskaper skall tas tillvara på bästa sätt.

Det går emellertid inte att komma ifrån att det är en grannliga uppgift för nämndens kansli att i samråd med nämndens ordförande välja ut de ledamöter som skall delta i handläggningen av ett visst ärende, så att utgången av ärendet inte påverkas i någon särskild riktning. Såvitt jag känner till har dock någon kritik mot hur detta sköts inte framförts.

3.3 Handläggningsformer

När det gäller nämndens handläggning har vissa frågor redan belysts i annat sammanhang.³³ Jag skall här ta upp några ytterligare aspekter.

Aktiemarknadsnämndens verksamhet regleras i 14–28 §§ stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Dessa ger den övergripande ramen för nämndens verksamhet. När det gäller de mer detaljerade handläggningsreglerna så beslutar nämnden enligt 17 § själv i plenum en arbetsordning för sin verksamhet.³⁴

Det är förvaltningslagen (1986:223) som i stor utsträckning stått förebild när det gäller handläggningen i Aktiemarknadsnämnden. Även reglerna i förvaltningsprocesslagen (1971:291) har i vissa fall tjänat som förebild för handläggningsreglerna.³⁵

Det innebär att handläggningen hos nämnden är skriftlig. I handläggningen får ingå muntlig förhandling beträffande viss fråga när det kan antas vara till fördel för utredningen eller främja ett snabbt avgörande av ärendet. Dessutom skall muntlig förhandling hållas, om enskild som för talan i ärendet begär det samt förhandlingen inte är obehövlig och inte heller särskilda skäl talar mot det.³⁶

³³ Se särskilt Skog, a.a.

³⁴ Arbetsordningen finns liksom som stadgarna tillgänglig på www.aktiemarknadsnämnden.se.

³⁵ Enligt 7 kap. 10 § lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden är nämnden skyldig att följa vissa angivna bestämmelser i förvaltningslagen (1986:223) vid handläggningen av ärenden enligt den förstnämnda lagen som delegerats till nämnden.

³⁶ 18 § stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Jfr 9 § förvaltningsprocesslagen (1971:291).

Muntlig förhandling förekommer ytterst sällan hos nämnden.³⁷ I de relativt få ärenden som utgör renodlade flerparsärenden är det dock möjligt att muntlig förhandling skulle kunna fylla en funktion. Jag tänker närmast på fientliga uppköp och olika försvarsåtgärder i anslutning härtil³⁸ samt konkurrerande offentliga bud³⁹. Beskyllningarna mellan parterna haglar ofta i sådana ärenden och skriftväxlingen tenderar att aldrig ta slut. EU-domstolens effektiva handlingsregler med en skrift från vardera parten samt en kort kompletterande muntlig förhandling skulle kanske i vissa fall här kunna fylla en funktion.

När det gäller handläggningen hos nämnden är det annars förhållandet att det stora flertalet ärenden utgörs av enpartsärenden som kan vålla problem. Typexemplet är när ett aktiemarknadsbolag, en majoritetsägare eller en rådgivare frågar om ett visst tilltänkt förfarande strider mot god sed på aktiemarknaden. I sådana ärenden finns normalt ingen formell motpart som kan argumentera för de aktieägare eller andra intressen som berörs av åtgärden.

I dessa fall ligger det ett särskilt ansvar på nämnden att så långt möjligt beakta även motstående intressen. Detta är en grannlaga uppgift av flera skäl. Nämnden skall vara neutral och objektiv och får inte ikläda sig rollen som ombud för motstående intressen.⁴⁰ Därtill tillkommer svårigheten att identifiera vad som kan bli effekterna och hur andra eventuellt kan komma att drabbas av den åtgärd sökanden vill att nämnden skall godkänna. Det ligger i sakens natur att sökanden kanske inte alltid på ett fullgott sätt belyser detta i sin ansökan. En viss parallell kan här dras med den situation som Lagrådet befinner sig i då man granskar lagförslag.

Min erfarenhet är att avsaknaden av yttranden och synpunkter från dem som på ett eller annat sätt berörs av den åtgärd som omfattas av en ansökan till nämnden ofta föranleder mycket funderande både hos nämndens kansli under beredningen av ansökningen och bland de

³⁷ Jfr Skog, a.a. s. 39.

³⁸ Jfr exempelvis Old Mutuals fientliga bud på Skandia särskilt AMN 2005:46, 47 och 48 samt Mans fientliga bud på Scania särskilt AMN 2006:28 och 35.

³⁹ Jfr exempelvis Dubais och Nasdaq's konkurrerande bud på OMX särskilt AMN 2007:30, 31, 32 och 33.

⁴⁰ Även om Aktiemarknadsnämnden inte är ett offentligt organ, så är det självklart att de grundläggande principer som läggs fast i 1 kap. 9 § regeringsformen skall iakttas i nämndens verksamhet och detta inte bara när det gäller delegationsärenden från Finansinspektionen beträffande vilka regleringen är direkt tillämplig.

ledamöter som skall avgöra ärendet. I sådana sammanhang visar sig ofta styrkan av en väl sammansatt nämnd med personer med olika bakgrund och erfarenheter.

I detta sammanhang bör påpekas att stora krav ställs på dem som är sökande hos nämnden att självmant fullständigt redogöra för alla omständigheter som kan vara relevanta för bedömningen av en ansökan. Det verkliga motivet för den sökta åtgärden skall alltid redovisas ärligt och fullständigt. Nämnden ogillar ”listiga” och ”skruvade” ansökningar där nämnden själv måste försöka lista ut vilka skäl som egentligen ligger bakom den sökta åtgärden. Att också faktiska förhållanden skall redovisas korrekt och fullständigt är självklart.

Många ärenden hos Aktiemarknadsnämnden är i praktiken en form av förhandsbesked. Nämndens beslut i sådana ärenden utgår i princip från de förutsättningar som sökanden redovisat. Om det sedan visar sig att sökanden angett dessa felaktigt eller ofullständigt är det inte säkert att ett uttalande av nämnden att en viss tilltänkt åtgärd inte strider mot god sed på aktiemarknaden står sig. Ett uttalande av nämnden upphävs inte med automatik vid sådana brister, men det kan med säkerhet åberopas bara under de förutsättningar som sökanden angett i sin ansökan.⁴¹ Det ligger därför i sökandens eget intresse att fullständigt och korrekt ange alla relevanta faktiska omständigheter i en ansökan om ett uttalande från nämnden. Höga krav kan här generellt ställas på sökandena, eftersom dessa så gott som alltid företräds eller i vart fall biträds av professionella rådgivare.

Att inte på ett korrekt och fullständigt sätt redovisa relevanta sakomständigheter i ett ärende hos nämnden kan enligt min mening i sig strida mot god sed på aktiemarknaden och således rendera självständig kritik av nämnden, utöver att ett uttalande av nämnden som utgår från oriktiga eller ofullständigt angivna förutsättningar inte kan åberopas på det sätt som sökanden tänkt sig.

För att Aktiemarknadsnämnden på ett effektivt sätt skall kunna fullgöra sin uppgift att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden är det väsentligt att nämndens uttalanden ges allmän spridning till dem

⁴¹ Enligt 21 b § andra stycket stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden gäller att om Aktiemarknadsnämnden finner att beslut av nämnden blivit uppenbart oriktigt så kan det också formellt upphävas. Detta förutsätter dock att det kan ske snabbt och enkelt och utan att det blir till nackdel för någon enskild part.

som verkar på aktiemarknaden. Här är det ett problem att sekretess begärs väl slentrianmässigt hos nämnden av många sökande i ett icke-delegationsärende. Det är självklart att ett uttalande som knyter an till en ännu icke offentlig åtgärd på marknaden inte kan offentliggöras. Men det bör ses som en undantagssituation. Att en rådgivare begär sekretess exempelvis i ett ärende om en modell för ett incitamentsprogram som inte har någon koppling till ett konkret bolag, bara för att skydda idén mot plagiat är inte acceptabelt. Utgångspunkten bör alltid vara offentlighet och sekretessbelagda uttalanden bör offentliggöras så snart sekretess inte längre är nödvändig. Det är få fall där publicering inte kan ske ens i anonymiserad form. Det är också nämnden som förfogar över frågan om sekretess och inte sökanden.

Slutligen skall något sägas om extern överprövning av Aktiemarknadsnämndens beslut. Nämndens beslut i ärenden där nämnden inte agerar på delegation av Finansinspektionen kan inte överklagas.⁴²

Delegationsbeslut kan däremot överklagas. Det sker i första instans till Finansinspektionen och i andra instans till Förvaltningsrätten i Stockholm. Förvaltningsrättens ställningstagande kan i sin tur överklagas till Kammarrätten i Stockholm och kammarrättens ställningstagande till Högsta förvaltningsdomstolen. I de två sista fallen är en förutsättning att prövningstillstånd beviljas. Denna instansordning i fyra led är inte bra. Det är både för många och fel instanser.

Om ett ärende skall prövas i alla instanser kan prövningen sammanlagt ta flera år. Det är inte en godtagbar ordning när det gäller uttalanden som tar sikte på planerade åtgärder på aktiemarknaden. Med den kvalificerade sammansättning och stora erfarenhet som Aktiemarknadsnämnden har och besitter torde inte heller någon av de överprövande instanserna vara mer kompetent att avgöra de frågor i vilka Aktiemarknadsnämnden beslutar.

När myndighetsutövning delegerats till nämnden på det sätt som skett måste det ändå finnas en möjlighet till överprövning. Förslagsvis skulle den i stället kunna ordnas så att nämndens beslut, i den mån de är överklagbara, överklagas direkt till Högsta förvaltningsdomstolen. En förebild finns när det gäller förhandsbesked i skatteärenden. Sådana

⁴² Beslut i icke-delegationsärenden som fattas av ordföranden, vice ordföranden eller direktören ensam kan dock enligt 21 b § tredje stycket stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, om det föreligger särskilda skäl, omprövas av nämnden i kollegial sammansättning.

beslutas i första instans av Skatterättsnämnden, som är en kvalificerad ”expertnämnd”, överklagas direkt till Högsta förvaltningsdomstolen utan krav på prövningstillstånd.⁴³

4. Avslutning

Ovanstående rapsodiska genomgång visar att vissa principiella frågeställningar och problem trots allt har bäring både på Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden. Måhända är det därför inte fel att påstå att det finns fler gemensamma nämnare mellan Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden än Johan Munck.

⁴³ Se 22 § lagen (1998:189) om förhandsbesked i skattefrågor.

”En ny typ av juridisk litteratur”

Ragnar Boman

1. Inledning

”Det finns en typ av juridisk litteratur som är ny, åtminstone för svenska förhållanden.¹ Vad som avses är de omfattande rapporter om utredningar som tillkommit på privat initiativ med anledning av särskilda, komplicerade ärenden.”

Så inleder professor Jan Hellner en artikel i Juridisk Tidskrift (JT) nr 4/1992–93 under rubriken ”Nobelutredningen Några reflexioner”. Artikeln behandlar en rapport som gjordes på uppdrag av Stockholms Fondbörs och som avlämnades i september 1992. Rapporten bar titeln ”Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna”.

Denna utredning leddes av Johan Munck och var det första i en rad liknande uppdrag. I denna uppsats behandlar jag kort några av dessa ”privata” utredningar som har genomförts ”med anledning av särskilda, komplicerade ärenden”. ”Därom kan jag berätta ty jag var med” eftersom jag har haft förmånen att få samarbeta med Johan i alla dessa (och en hel del andra) sammanhang.

2. Leo-kommissionens rapport 1986

Hellner förmodade i sin artikel att en förebild för Stockholmsbörsens Nobelutredning kunde ha varit Leo-kommissionens rapport år 1986.² Det är nog sant, men bara delvis och snarast indirekt. En mer direkt förebild var Stockholms Fondbörs Fermenta-rapport två år senare, 1988. Mer om denna strax. En viktig skillnad mellan dessa båda utredningar var att Leo-kommissionen tillkallades av regeringen, efter ett ganska unikt ingripande av statsministern personligen, medan Fermenta-utred-

¹ Se min kommentar mot slutet av uppsatsen.

² Ds Fi 1986:21.

ningen var börsens eget initiativ, såvitt jag minns utan förslag eller påtryckningar från något håll.

Johan Munck hade redan vid mitten av 1980-talet bakom sig flera offentliga utredningar men hans debut i aktiemarknadsrelaterade sammanhang var just i Leo-kommissionen. Enligt vad Johan själv har berättat var det statsministern personligen (Olof Palme) som via justitieministern hade framfört en begäran att Johan skulle biträda kommissionen som sakkunnig – han var då rättschef i Justitiedepartementet. Leo-kommissionens rapport, som lämnades sommaren 1986, behandlas på flera andra ställen i denna bok och förbigås därför här. Jag kan dock konstatera att kommissionens granskning var en unik åtgärd i både utredningsväsendet och svensk börshistoria³ och samtidigt alltså mönsterbildande för framtiden.

3. Fermenta-utredningen 1987–1988

Mycket allvarliga händelser inträffade i det börsnoterade bolaget Fermenta mot slutet av samma år, 1986, vilket uppdagades vid Luciatid. Det stod ganska tidigt klart inom börsledningen⁴ att händelserna skulle kunna leda till avregistrering av bolagets aktier och kanske även få andra konsekvenser.⁵ Händelserna var kulmen på en bekymmersam utveckling som hade pågått under minst ett år och som hade varit föremål för ingående överväganden inom börsen vid många tillfällen. Inom börsledningen väcktes tanken att tillsätta en fristående grupp experter som – i linje med Leo-kommissionens arbetssätt – mot bakgrund av händelseförloppet skulle analysera de principfrågor som var av betydelse för börsen och aktiemarknaden och lägga fram förslag till åtgär-

³ Kreugerkraschen 1932 ledde förvisso till ett omfattande reformarbete på aktiebolagsrättens område men gav såvitt jag vet inte upphov till någon utredning inom börsområdet. Det var först genom Fondbörsutredningen, som arbetade under åren 1966–1973, som regelverket kring börsen började förändras. Det var det första reformarbetet på området sedan 1919 års lagstiftning.

⁴ Undertecknad var utredningschef vid Fondbörsen augusti 1985–juni 1987 och ägnade liksom börschefen Bengt Rydén och vice börschefen Lars Bredin en oproportionerligt stor del av arbetstiden åt Fermenta.

⁵ Fermenta avregistrerades den 19 januari 1987 efter beslut av börsstyrelsen. Senare väcktes åtal mot huvudpersonen i bolaget, Refaat el-Sayed, som dömdes till sex års fängelse för bl a grovt svindleri och grov oredlighet mot borgenär. Några styrelseledamöter i Fermenta åtalades och dömdes att betala ett mindre skadestånd till bolaget.

der. Borsstyrelsen följde förslaget och beslöt den 15 januari 1987 att tillkalla en kvalificerad grupp utredare bestående av förre generaldirektören och chefen för Bankspektionen Sten Walberg, auktoriserade revisorn ekon dr Per V A Hanner och professor emeritus Knut Rodhe med civilekonom Ulla Reinius som sekreterare.

Gruppen lämnade i augusti 1988 en omfattande rapport, "Fermenta – fakta och erfarenheter". I rapporten gavs en utförlig beskrivning och analys av utvecklingen i Fermenta och en rad förslag framfördes. Förslagen gällde minoritetsskydd, styrning av koncerner, redovisnings- och revisionsfrågor, börsens organisation, noteringskrav m m.

Många av gruppens idéer kom dock aldrig att genomföras och har senare inte förekommit på dagordningen. Däremot har Fermenta-utredningens förslag om regler mot det man kallade kursdrivning så småningom lett till regelverk, låt vara inte med det innehåll som gruppen föreslog och med andra benämningar, först "otillbörlig kurspåverkan", senare "otillbörlig marknadspåverkan".

4. Nobel-utredningen 1991–1992

Kring börsbolagen Gamlestad och Nobel Industrier hände dramatiska saker under åren 1990 och 1991 med kulmen den 21 augusti 1991 då Nobel Industriers huvudägare Erik Pensar fick lämna ifrån sig ägandet i bolaget till Nordbanken. Händelserna fick mycket stor uppmärksamhet, inte minst utomlands, eftersom de rörde ett av Sveriges största börsbolag, praktiskt taget alla de stora svenska bankerna, Finansinspektionen och till och med regeringen.

Stockholmsbörsen⁶ beslutade redan inom en månad, den 27 september 1991, att tillkalla tre utredare för att mot bakgrund av händelseutvecklingen beskriva och analysera aktuella frågeställningar av betydelse för fondbörsen och aktiemarknaden.

Johan Munck, som sedan några år (1987) då var justitieråd, blev ordförande för gruppen och samarbetade i denna med advokat Sven Harald Bauer och auktoriserade revisorn professor Ulf Gometz. Under tecknad var sekreterare och utredningen biträdades dessutom med vissa arbetsuppgifter av revisionssekreteraren Peder Munck af Rosenschöld.

⁶ Här används för enkelhetens skull genomgående uttrycket "Stockholmsbörsen". Det formella namnet var då fortfarande Stockholms Fondbörs, fr o m 1993 Stockholms Fondbörs AB, därefter bl a OM Stockholmsbörsen och OMX och numera NASDAQ OMX Stockholm.

Utredningen gjorde ett omfattande arbete, hade personliga sammanträffanden med ett femtiotal personer som på olika sätt hade berörts av händelseförloppet och granskade ett stort skriftligt material, delvis av intern karaktär, från berörda företag och personer. Informationslämnandet skedde genomgående i en anda av stor öppenhet, konstaterade utredningen i sin rapport. Något som medförde att utredningen tog lång tid och blev av speciellt slag var att händelseförloppet kring de berörda bolagen och personerna fortsatte under utredningsarbetet.

Utredningen sammanträdde åtskilliga gånger och hade livliga diskussioner om de många och komplicerade frågor som aktualiserades. En av mina egna starkaste minnesbilder är Johan Muncks simultankapacitet. Han kunde samtidigt både lyssna till diskussionen, göra egna inlägg och skriva förslag till stringenta formuleringar till utredningsrapporten.

Efter ett års arbete överlämnade utredningen i september 1992 en rapport på 313 trycksidor till börsstyrelsen. Rapporten hade titeln "Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Pensar och bankerna" med underrubriken "Händelseförlopp, bedömningar och förslag". Offentliggörandet av rapporten överskuggades av krisen för den svenska valutan, riksbankens beslut att införa 500 % ränta och annat dramatiskt, så rapporten försvann nog i media.

Det begränsade utrymmet för denna uppsats tillåter bara en mycket kort sammanfattning av de frågor som behandlades i rapporten. Den första tredjedelen är en utförlig beskrivning av händelseförloppet från september 1990 fram till några veckor innan rapporten trycktes. Utredningen ansåg att detta kunde ha ett betydande allmänt intresse och dessutom var en nödvändig bakgrund för de svåra bedömningar som ålåg gruppen.

I rapportens andra del analyserar och diskuterar utredningen de frågor som den fann viktigast. Till dessa hörde orsakerna till finanskrisen och särskilt de berörda företagens problem, de olika avtalen kring räddningsaktioner för Gamlestaden, den s k konsolideringsgaranti som Nobel Industrier och Pensars bolag Yggdrasil hade lämnat i fråga om Gamlestadens soliditet, avtal mellan Nobel Industrier, Yggdrasil och ett konsortium av svenska storbanker samt Nobel Industriens och Gamlestadens redovisning och aktiemarknadsinformation.

Slutligen framförde utredningen i den tredje delen en rad förslag i första hand rörande Stockholmsbörsens hantering av olika frågor, bl a genomgångar av nya börsbolag och vissa föreskrifter i det då gällande inregistreringskontraktet mellan börsen och börsbolagen. Gruppen diskuterade även otillbörlig kurspåverkan och lämnade ett förslag till lag-

reglering.⁷ Bortsett från det sistnämnda området kan man dock påstå att gruppen bara hade begränsad framgång.

I många av de nämnda avsnitten var det Johan Munck själv som höll i pennan.

5. Trustor-utredningen 1997–1998

I en serie artiklar med början den 31 oktober 1997 avslöjade Svenska Dagbladet tidigare helt okända missförhållanden i börsbolaget Trustor. Stockholmsbörsen agerade snabbt genom att bl a redan efter någon vecka tillsätta en utredning som skulle kartlägga händelseutvecklingen, analysera förhållandena och lägga fram förslag till ändringar i börsens regelverk och praxis till förhindrande av ett upprepande. Uppdraget lämnades till Johan Munck, som biträdades av undertecknad och Rolf Skog.

Utredningen arbetade på ungefär samma sätt som Nobel-utredningen, dvs genom samtal med en rad berörda personer och genomgångar av ett omfattande skriftligt material. Denna gång kunde utredningen dock inte höra en del av huvudpersonerna eftersom de hade blivit föremål för brottsutredningar och en av dem dessutom hade avvikit utomlands.

I rapporten ”Trustor händelser och slutsatser” redovisades den bild av händelseförloppet som hade varit möjlig att sammanställa. Eftersom delar av händelserna var eller skulle bli föremål för bedömningar i andra sammanhang av Finansinspektionen resp allmänna domstolar i Sverige och andra länder begränsade utredningen sig till sådana frågor av intresse för börsen och värdepappersmarknaden som inte kunde förväntas bli behandlade i andra sammanhang.

Utredningen lämnade förslag till en rad olika ändringar i börsens regelverk och arbetsmetoder. Bl a föreslogs en viss vidareutveckling av börsens kontroller av nya styrelseledamöter i börsbolag. Börsen borde rutinmässigt avkräva en ny kontrollägare i ett börsbolag en avsiktsförklaring. Vidare menade utredningen att Svenska Fondhandlareföre-

⁷ Johan Munck fick något år senare i uppdrag av regeringen att lämna förslag till lagreglering, något som resulterade i betänkandet (SOU 1994:68) Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor. Undertecknad medverkade som sekreterare. En lagstiftning i ämnet trädde i kraft 1 januari 1997. Numera är den ersatt av bestämmelser om otillbörlig marknadspåverkan i marknadsmissbrukslagen.

ningen borde utarbeta råd om god sed i Corporate Finance-verksamhet.

Utredningens förslag om förändringar inom börsen vann bara delvis bifall. Fondhandlareföreningen utarbetade några år senare ett dokument kallat Principer och riktlinjer för corporate finance-verksamhet.

Frågan om budplikt behandlades också. Vid den här tiden hade Näringslivets Börskommitté NBK tillsatt en arbetsgrupp som skulle utreda införandet av rekommendationer i detta ämne vilket Johan Muncks utredning kände till.⁸ I rapporten fördes bl a ett – givetvis hypotetiskt – resonemang om huruvida budplikt hade kunnat förhindra den plundring som skedde i Trustor.

6. Perstorp-utredningen 2001

Några år senare fick Johan Munck ett uppdrag från ett enskilt börsbolag. Det hör kanske inte hemma i en redogörelse för Johan Muncks granskningsrapporter eftersom det snarast är ett klassiskt rättsutlåtande men jag berör det ändå för att visa bredden i hans verksamhet i aktie-marknadsrelaterade frågor.

Det var våren 2001 som styrelsen för Perstorp AB, i samråd med Sveriges Aktiesparares Riksförbund, uppdrog åt Johan Munck att inför den ordinarie bolagsstämman 2001 granska huruvida styrelsen eller VD genom vissa åtgärder gjort sig skyldig till någon försummelse som skadat bolaget eller aktieägarna och som kunde leda till ersättningsskyldighet enligt aktiebolagslagen. Såvitt jag minns var uppdraget ett slags kompromiss mellan styrelsen och Aktiespararna så att den särskilda granskning enligt aktiebolagslagens regler som förbundet hade begärt kunde undvikas. En sådan granskning hade kunnat bli långdragen i en situation där styrelsen ville lägga frågorna bakom sig så snabbt som möjligt.

Granskningen skulle avse den informationsgivning som hade ägt rum inför, under och efter Perstorp Intressenter AB:s sedermera återkallade offentliga erbjudande från april 2000 till aktieägarna i Perstorp. Dessutom skulle granskningen avse styrelsens handlande efter det att erbjudandet hade återkallats, däribland främst spørsmålet huruvida styrelsen hade bort vidta ytterligare eller andra åtgärder för att förhindra

⁸ År 1999 infördes budpliktsregler i NBK:s reviderade takeover-rekommendation.

att erbjudandet skulle återkallas. I granskningen biträdde Johan Munck av Rolf Skog och undertecknad.

På begäran av Perstorps styrelse hade förre börschefen Lars Bredin och auktoriserade revisorn Bo Magnusson i en rapport strax innan behandlat en del av dessa frågor men i den rapporten gjordes inte något uttalande i skadestandsfrågan.

Johan Munck fick kort tid på sig och redovisade sitt utlåtande i en rapport den 27 maj. Han kom till slutsatsen att Perstorp AB inte med framgång skulle kunna föra en skadeståndstalan vid domstol gentemot styrelsen eller verkställande direktören redan av det skälet att bolaget inte torde kunna visa att det drabbats av någon ersättningsgill skada genom bolagsfunktionärernas agerande. Enligt hans mening gick det inte heller att hävda att styrelsen eller verkställande direktören åsidosatt en eventuellt på aktiebolagslagen grundad lojalitetsplikt gentemot aktieägarna på ett sådant sätt att skadestandsansvar kan komma i fråga.

Johan Munck anslöt sig till den uppfattning som hade redovisats av Lars Bredin att det var närmast uteslutet att styrelsens val av strategi i den bekymmersamma och oväntade situation som uppkommit genom budets återtagande skulle kunna anses innefatta ett åsidosättande av någon lojalitetsplikt.

Rapporten framlades vid Perstorps stämma och gillades såvitt jag minns av aktieägarna.

7. SAS-utredningen 2001

Perstorp-rapporten var ganska nyligen avklarad och behandlad på bolagets stämma när nästa stora sak dök upp för Johan Munck, SAS. I juli 2001 hade EU-kommissionen ådömt SAS böter på 39 milj euro för ett otillåtet avtal om marknadsuppdelning med det danska företaget Mærsk Air. Beslutet baserades bl a på material som Kommissionen hade beslagtagit vid en sk gryningsråd på SAS ett år tidigare. Saken väckte mycket stor uppmärksamhet och föranledde SAS huvudägare, dvs. regeringarna i Sverige, Norge och Danmark, att uppmana styrelsen för SAS att tillsätta en oberoende granskningsgrupp för att granska styrelsens roll. Detta borde ske skyndsamt.

Till utredare utsågs en framstående jurist från vart och ett av de tre länderna, advokaten Jørgen B Elmer från Danmark, advokaten Gudmund Knudsen från Norge och justitierådet Johan Munck från Sverige. Gruppen utsåg inom sig Johan i hans egenskap av den äldste av utredarna till ordförande.

Jag minns tydligt när Johan ringde på min mobiltelefon om att jag tillsammans med vår parhäst Rolf Skog skulle hjälpa till i SAS-uppdraget. Det fanns inte tid att fundera mer än tio sekunder. Detta var en tisdagseftermiddag. Första sammanträdet bestämdes till torsdagen samma vecka. Då gjordes tidsplanen upp som utmynnade i att en rapport skulle lämnas till SAS styrelse en viss dag fyra veckor senare. Egentligen borde uppdraget vara avslutat efter två till tre veckor enligt styrelsens önskan men det var helt enkelt inte praktiskt möjligt.

Medan utredningarna om Nobel-Gamlestaden resp Trustor fick ta ett år var tidsramen alltså nu mycket snäv. För min del blev det arbete sju dagar i veckan – med undantag för en lördagseftermiddag när jag ”skolkade” för att delta i ett barnbarns dop. Allt annat fick läggas åt sidan. De tre utredarna hade sina ordinarie arbeten att sköta men ågnade beundransvärt mycket tid åt granskningen.

Söndagen den 16 september 2001 överlämnades gruppens delvis kritiska rapport ”SAS styrelse och SAS/Mærsk-saken” till styrelsen för SAS som var mangrant samlad på huvudkontoret i Frösunda. Dagen därpå offentliggjordes rapporten samtidigt som hela styrelsen meddelade att de tog kritiken ad notam och ställde sina platser till förfogande.

Under de dryga fyra utredningsveckorna hann vi träffa samtliga elva ledamöter som hade ingått i SAS styrelse under åren 1998–2001 och tio andra funktionärer, chefstjänstemän och revisorer m fl. Dessutom genomgicks ett omfattande skriftligt material.

När det gällde den information som styrelsen och dess enskilda medlemmar hade erhållit rörande SAS/Mærsk-avtalet under tiden fram till gryningsråden konstaterade utredarna att styrelsen inte på något sätt underrättats om att SAS och Mærsk hade träffat en hemlig överenskommelse om marknadsuppdelning.

När det gällde styrelsens agerande efter Kommissionens gryningsråd ansåg gruppen att styrelsen inte erhöll rätttidig, relevant och tillräcklig information, men även med beaktande av detta menade gruppen att kritik måste riktas mot styrelsen för bristande aktivitet. Styrelsen kritiserades slutligen för att SAS/Mærsk-saken inte omnämndes i SAS årsredovisning för verksamhetsåret 2000 och att styrelsen efter Kommissionens beslut om bötesstraffet utan någon närmare undersökning bestämde att detta inte skulle överklagas.⁹

⁹ Efter utredningsrapportens framläggande ändrade sig styrelsen och överklagade omedelbart Kommissionens bötesbeslut till EG-domstolen som dock efter några år fastställde Kommissionens beslut.

Liksom i fallet med Nobel-utredningen överskuggades offentliggörandet av SAS/Mærsk-rapporten av dramatiska yttre händelser. Några dagar innan, den 11 september, skedde terrorattentaten i New York. De 8 oktober inträffade ett haveri med ett SAS-plan på Linate-flygplatsen i Milano varvid samtliga 110 ombordvarande omkom.

Inför den extrastämma i SAS i november 2001 då ny styrelse skulle väljas, föreslog Aktiespararna att en särskild granskningsman skulle utses för att klarlägga i vilken utsträckning styrelsens och den verkställande direktörens agerande i samband med de otillåtna konkurrensbegränsande avtalen mellan SAS och Mærsk Air hade orsakat bolaget och dess aktieägare skada och huruvida bolaget kunde ställa VD och styrelsen till ansvar för detta agerande. Den svenska regeringen rådfrågade inför stämman Johan Munck som i ett skriftligt yttrande¹⁰ påpekade att SAS-gruppens uppdrag inte omfattade skadestandsfrågan och att gruppen inte hade uttalat sig i den frågan. Inte heller omfattade gruppens uppdrag verkställande direktörens roll och ansvar. Men han konstaterade ändå i skrivelsen att det – som han såg det – var helt osannolikt att en särskild granskning skulle kunna ge underlag för skadestandsanspråk mot styrelseledamöterna eller verkställande direktören. Såvitt jag vet avskog stämman Aktiespararnas förslag om särskild granskning.

Granskningen fick dock ett annat efterspel, nämligen i Stockholmsbörsens disciplinnämnd¹¹ men där kunde givetvis varken Johan eller undertecknad delta.

8. Länsförsäkringar Liv

Under våren 2003 pågick en livlig debatt om förhållandena i några stora försäkringsbolag. Kortfattat kan man säga att det främst handlade om upplevda intressekonflikter i några ömsesidiga livförsäkringsbolag, i första hand Skandia Liv. Frågorna ledde även till initiativ på högsta politiska nivå genom att regeringen i mars 2003 gav Finansinspektionen i uppdrag att granska livförsäkringsbolagens verksamhet, något som resulterade i en rapport med titeln Intressekonflikter i livbolagen.

¹⁰ Omkring 3 november 2001 – jag saknar exakt datum.

¹¹ Disciplinnämnden leddes i det ärendet av dess dåvarande vice ordförande Hans-Gunnar Solerud. I beslutet 2002:1 ålades SAS ett vite om fyra årsavgifter för bristande informationsgivning om vissa frågor i anslutning till EU-kommissionens granskning av SAS-Mærsk-saken.

Både Skandia Liv och dess moderbolag Försäkrings AB Skandia tillsatte oberoende grupper av experter som skulle granska och bedöma olika frågor.¹²

Länsförsäkringar och den gruppens ömsesidiga livförsäkringsbolag Länsförsäkringar Liv blev också föremål för ifrågasättande uppmärksamhet. Även Länsförsäkringar Livs styrelse drog slutsatsen att en oberoende granskning av vissa transaktioner och förhållanden skulle vara lämplig och utsåg i maj 2003 en granskningsman, f d auktoriserade revisorn Bertil Edlund. Denne tog hjälp av Johan Munck, Rolf Skog, civilekonomen Gunilla Karling och undertecknad. Som vanligt spelade Johan en aktiv roll i arbetet.

Så som uppdraget formulerades av Länsförsäkringar Livs styrelse skulle utredningen sammanfattningsvis granska om vissa angivna transaktioner mellan Länsförsäkringar Liv och Länsförsäkringar Sak och/eller andra bolag inom LFAB-koncernen tillhörande sakförsäkringstargkollektivet sedan samgåendet mellan Länsförsäkringar och Wasa 1998 hade genomförts med tillbörligt beaktande av livförsäkringstagnas intressen.

Gruppen arbetade på samma sätt som de tidigare nämnda utredningarna. Den sammanträffade med ett fyrtiotal befattningshavare eller tidigare befattningshavare i Länsförsäkringar Liv, andra företag inom Länsförsäkringsgruppen och f d Wasa-koncernen samt nuvarande och tidigare revisorer och anlitade advokater. Ett omfattande skriftligt material, delvis av intern karaktär, från berörda företag granskades.

Gruppen hade i sin rapport som avlämnades i mitten av december 2003 i huvudsak inga invändningar mot de transaktioner som hade genomförts. Samtidigt framförde gruppen synpunkter på en del förhållanden som ansågs behöva förbättras eller förändras. Bland annat ansåg utredningen att avtalssituationen beträffande LF Livs kapitalförvaltning borde ses över. Utredningen förde också fram förslag till förändringar på några områden för att stärka Länsförsäkringar Livs självständighet och försäkringstagarnas förtroende för företaget.

I ett pressmeddelande ett år senare, i december 2004, konstaterade Länsförsäkringar Livs ledning att alla de förbättringsförslag som utredningen hade lagt fram då hade genomförts. Det gällde åtgärder inom

¹² Skandia Liv utsåg i mars 2003 professor emeritus Jan Ramberg, auktoriserade revisorn Ulla Nordin-Buisman och civilekonomen Lennart Låftman. Skandia anlidade fr o m april 2003 advokat Otto Rydbeck och auktoriserade revisorn Göran Tidström.

områden som försäkringstagarnas insyn och inflytande, styrning och uppföljning av verksamheten, kapitalförvaltningsavtal och finansiell information.

9. Hellners kommentarer till Nobelutredningen

För den som till äventyrs inte vet vem Jan Hellner var kan följande kortfattade uppgifter lämnas. Hellner, som var född 1917, var en framstående och mycket produktiv rättsvetenskapsman för att inte säga gigant inom viktiga delar av juridiken. Hellner lade också i egenskap av utredningsman fram förslag till ny lagstiftning inom ett flertal områden. Han var under trettio år professor vid Stockholms universitet. Hellner avled 2002.

I den ovan nämnda artikeln i Juridisk Tidskrift gör Hellner en kritisk genomgång av både Nobel-rapporten och företeelsen privata granskningsrapporter. Hellner diskuterar bland annat vilken uppmärksamhet som t ex advokater och rättsvetenskapsmän bör ägna sådana rapporter. Han menar att särskilt de senare inte gärna kan förbigå en utredning som Nobel-rapporten men att den inte kan jämföras med en offentlig utredning som åtnjuter den auktoritet som det offentliga uppdraget ger.

Hellner ger det hedersamma omdömet att Nobel-rapporten borde tillmätas ungefär samma betydelse som ett publicerat arbete av en rättsvetenskapsman. Han komplimenterar utredningen för ett mycket gott arbete genom att klarlägga vad som hade inträffat och avhålla sig från efterklokhet i sina bedömningar.

Det skulle föra för långt att här återge Hellners utförliga och delvis kritiska analys av de juridiska problem som Nobel-utredningen behandlar. Jag hänvisar den intresserade läsaren till Hellners artikel.

Såvitt jag vet har ingen i offentliga sammanhang replikerat på Hellners inlägg.

Hellner poängterar att Nobel-utredningen var av privat karaktär och inte kunde jämföras med en offentlig utredning. Men då bör man enligt min mening påminna sig att Stockholms Fondbörs vid denna tid inte var vilken privat inrättning som helst. Fram till dess att den nya börslagstiftningen trädde i kraft 1993 hade Fondbörsen en myndighetsliknande karaktär. Verksamheten hade legalt monopol på börshandel. Majoriteten av styrelsen utsågs av regeringen.

Man kan också notera att en utredning som gjordes på Stockholmsbörsens uppdrag hade en unik tillgång till material, åtminstone från

berörda börsföretag. Även om det knappast behövde framföras explicit så fanns i bakgrunden börsens befogenheter att enligt det dåvarande inregistreringskontraktet kräva in material. I det avseendet kan en börsutredning kanske jämföras med en offentlig utredning eller t o m anses ha ännu bättre förutsättningar att göra en allsidig bedömning.¹³

10. Särskild granskning enligt ABL

Den typ av granskningar och granskningsrapporter som jag har redovisat ovan skiljer sig på många sätt från institutet särskild granskning enligt aktiebolagslagen. Utrymmet i denna artikel tillåter bara några kortfattade funderingar.

Särskild granskning är ett institut som har försetts med ganska betydande inskränkningar av betydelse för särskilt noterade bolag. Bland annat ska granskningen avse bolagets förhållanden, inte till exempel ägares relationer.¹⁴ Att så är fallet sammanhänger nog med att institutet gäller alla aktiebolag, inte enbart eller ens i första hand noterade bolag. (Samtidigt kan man nog påstå att särskild granskning i andra aktiebolag än de noterade torde vara mycket sällan förekommande.) Gransknings temat ska vara preciserat och kan inte utvidgas under granskningens gång. Institutet är avsett att vara en minoritetsskyddsåtgärd och skapar insyn i bolaget i vissa frågor. Ytterst brukar syftet vara att få fram underlag för beslut på stämma om ansvarsfrihet för styrelse och ledning.

Såvitt jag vet finns ingen systematisk kunskap om orsakerna till att särskild granskning begärs, hur särskild granskning brukar gå till och vad den leder till. Frågan ägnades mycket liten uppmärksamhet i förarbetena till den nuvarande aktiebolagslagen. Litteraturen är knapphändig, en liten skrift av nuvarande justitierådet Stefan Lindskog från 1991,¹⁵ och ett kortfattat examensarbete.¹⁶

¹³ En liknande formell befogenhet hade inte Leo-kommissionen såvitt jag förstår. Men det hade förstås varit uppseendeväckande om någon av berörda personer eller bolag skulle ha vägrat samarbeta med kommissionen.

¹⁴ Se Henning, Särskild granskning HQAB, 31 maj 2012, s 6 punkt V, tillgänglig på hemsida http://www.hqab.se/files/press/hqab/hqab_granskningsrapport_2012_0531.pdf.

¹⁵ Stefan Lindskog, Särskild granskning enligt aktiebolagslagen, Norstedts 1988. Skriften är utgången från förlaget.

¹⁶ David Acebo, Särskild granskning enligt aktiebolagslagen, Juridiska fakulteten vid Lunds universitet, Vt 2006.

Utan att ha gjort en systematisk genomgång har jag påträffat ett fyrtiotal fall i Sverige av särskild granskning enligt ABL från de senaste trettio åren, huvudsakligen rörande förhållanden i noterade bolag. En personlig reflektion är att institutet kan ha kommit lite i vanrykte eftersom det på senare år ganska ofta har använts som tillhygge i en infekterad maktkamp mellan huvudägare och minoritetsägare i publika bolag.¹⁷ Mitt intryck är i varje fall att institutet används mer sällan numera än förr.

Johan Munck har själv snuddat vid frågor om förhållandet mellan särskild granskning enligt ABL och andra typer av utredningar. Han påpekade i sin ovan nämnda skrivelse¹⁸ till regeringen i november 2001 att SAS-gruppens uppdrag inte omfattade skadestandsfrågan och att gruppen inte hade uttalat sig i den frågan. Inte heller omfattade gruppens uppdrag verkställande direktören. Men han konstaterade i skrivelsen att det – som han såg det – var helt osannolikt att en särskild granskning skulle kunna ge underlag för skadestandsanspråk mot styrelseledamöterna eller verkställande direktören.

Gemensamt för de utredningar som jag har behandlat här ovan – med undantag för Perstorp-utredningen – har varit att skadestandsfrågor inte har ingått i uppdraget. I särskild granskning enligt ABL däremot står skadestandsfrågor nästan alltid i förgrunden.

Ett annat syfte med de utredningar som Stockholmsbörsen och andra har tillsatt har varit att analysera förlopp och ge förslag på åtgärder. Sådana syften faller också utanför ramen för särskild granskning enligt aktiebolagslagen.

¹⁷ Det senaste exemplet är kampen mellan Mörtstedtgruppen och Qviberggruppen i HQ AB fr o m sommaren 2011, en kamp som fortfarande när detta skrivs synes pågå. I en av de granskningar som har genomförts konstaterade granskningsmannen, en advokat, att utredningen i viss mån hade försvärats av den starka misstro, som bolagets styrelse, särskilt inledningsvis, hade hyst mot honom. Liknande svårigheter kan jag inte minnas från de utredningar Johan Munck har lett, bortsett från ett fall där det fordrades rejäl övertalning på gränsen till armbrytning (med undertecknad) för att en f d styrelseledamot i det granskade bolaget skulle förmås att ställa upp för en utfrågning av utredningen.

¹⁸ Omkring 3 november 2001 – jag saknar exakt datum. Skrivelsen var ett svar på en begäran från Näringsdepartementet om kommentar från Johan Munck sedan Sveriges Aktiesparares Riksförbund hade lagt fram ett förslag till SAS AB:s extra bolagsstämma den 6 november 2001 om särskild granskning avseende de frågor som Munck m fls utredning hade behandlat.

11. Är utredningar obsoleta?

Det är nu nästan tio år sedan någon större granskning av jämförbart slag genomfördes, Skandia resp Länsförsäkringar Liv under 2003. Det har dock inte saknats lämpliga ämnen. Carnegie och HQ är två exempel från senare år. När detta skrivs har TeliaSonera uppdragit åt en advokat att göra en oberoende granskning av ifrågasatta affärer med mobiltelefonlicenser i Uzbekistan.

I något annat sammanhang kan det vara värt att reflektera över orsakerna. Har det haft någon betydelse att Stockholmsbörsen har omvandlats från en myndighetsliknande institution till ett privatägt bolag med ett betydligt snävare uppdrag? Eller har den typ av samlade bedömningar som Nobel-utredningen representerar ersatts av mer specialiserade delutredningar.

Eller kan det vara så att utredningar av det slag som Johan Munck har ägnat så mycket tid och tankemöda åt helt enkelt är obsoleta?

Med risk för att bli beskyldd för att vara nostalgisk tror jag att samlade analyser och bedömningar av uppmärksammade komplicerade händelser och förlopp på finansmarknaderna alltid har ett värde. Förutom det rent sakliga värdet av att oberoende sakkunniga i lugn och ro samlar information och begrundar ett förlopp finns också mer psykologiska vinster att hämta. Grogrunden för konspirationsteorier minskar, upphetsade känslor kyls ner. I bästa fall får en utredning också en allmänt förtroendeskapade effekt för både berörda aktörer och marknaden i stort.

De olika vägar som normalt står till buds i dessa sammanhang är enligt min mening otillräckliga i den typ av fall som jag har behandlat i denna artikel.

Rättsväsendet (polis, åklagare, EBM, domstolar) är inte ägnat att hantera komplicerade problemställningar av den typ som de här diskuterade utredningarna har behandlat när ingen misstanke finns om brottslighet.

Bolagets egna revisorer har inte till uppgift att granska längre förlopp. Kanske har de inte heller alltid den helt fristående ställning i förhållande till styrelsen och bolaget som krävs för att de med full trovärdighet ka kunna genomföra en helt oberoende granskning.

Aktiemarknadsnämnden har inte till uppgift att göra större utredningar utan ska uttala sig i frågor om god sed på aktiemarknaden i enskilda fall.¹⁹

Formerna för sådana oberoende granskningar som jag här diskuterar behöver antagligen bli något fastare. På den punkten skulle de brittiska förhållandena kunna vara värda att studera.²⁰ I Storbritannien finns enligt den brittiska aktiebolagslagen något som kallas company investigations. Så här beskrivs populärt förutsättningarna för att vederbörande statliga myndighet ska påbörja en sådan utredning:

”There must be reasonable grounds to suspect fraud, serious misconduct, material wrong-doing or significant irregularity in a company’s affairs for us to investigate. The Insolvency Service does not only investigate the affairs of companies that are subject to insolvency proceedings. It can also investigate companies that are actively trading, or which have ceased trading without entering into insolvency proceedings, using powers of investigation under the Companies Acts.

Inspections are normally carried out where the company involved is a major plc and the matters subject to enquiry are of significant public interest

Companies Investigation Branch (‘CIB’) was formerly part of the Department of Trade and Industry (‘DTI’) itself but is now included in the Insolvency Service, an executive agency of the Department for Business, Innovation & Skills (the department recently formed from the merger of the Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform (‘BERR’), the DTI’s successor, and the Department for Innovation, Universities and Skills).²¹

Under de senaste tjugo åren har dock såvitt jag har kunnat finna bara tre rapporter offentliggjorts. Kan det vara så att utredningar av detta slag har blivit obsoleta även i Storbritannien?

¹⁹ För en diskussion av Aktiemarknadsnämndens roll, sanktionssystem etc se mitt bidrag i nämndens jubileumsskrift 2011.

²⁰ Se t ex Andrew Lidbetter, *Company Investigations and Public Law, A Practical Guide to Company Investigations*, Hart Publishing Oxford och Portland, Oregon. Den upplaga jag har tillgänglig är från 1999. Lidbetter är engelsk advokat vid advokatfirman Herbert Smith, London.

²¹ <http://www.bis.gov.uk/insolvency/Companies/company-investigation/when-can-the-service-investigate>.

Hur som helst, vi måste nog alltid räkna med det kan uppstå missförhållanden i noterade eller på annat sätt publika bolag som kan skada allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden och näringslivet i stort. Att en förtroendeskadlig händelse utreds av opartiska ”experter” är i sig en viktig förtroendeskapande åtgärd, nästan oavsett vad utgången blir av granskningen. Det är i varje fall min egen avslutande sammanfattning av de utredningar som Johan Munck har deltagit i under flera decennier.

De disciplinära förfarandena vid Stockholmsbörsen

Lars Bredin

1. Bakgrund

Styrelsen för Stockholms Fondbörs beslutade år 1993 att inrätta en disciplinkommitté vars uppgift var att efter anmälan av börschefen pröva om ett börsbolag brutit mot de avtal – inregistreringskontrakten och noteringsavtalen – de träffat med börsen. Ärenden rörande börsmedlemmar hanterades även fortsättningsvis av börsstyrelsen.

Till kommitténs ordförande utsågs justitierådet Johan Munck. Efter förändringar i börslagstiftningen och samgående mellan fondbörsen och OM har uppgifterna vidgats och övertagits av Stockholmsbörsens, numera Nasdaq OMX Stockholms Disciplinnämnd. Uppdraget som ordförande har dock hela tiden vilat på Johan Munck.

Bakgrunden till börsstyrelsens beslut belyser väl den dramatiska utvecklingen av den svenska värdepappersmarknaden och kommer därför att redovisas i korthet. Under 1970-talet förde börsen en undanskynd tillvaro. Börsmedlemmarnas antal var som lägst mindre än tio (jfr med ett 80-tal idag) och nyintroduktioner förekom knappast. Börs-handeln gällde mest premieobligationer och affärsaktiviteten i aktier var obetydlig. Detta sammanhängde bl.a. med den låga marknadsvärderingen. Vid slutet av årtiondet uppgick det samlade börsvärdet till endast ca 50 mdr kronor (jfr ca 4 000 mdr kr idag); under de mörkaste åren på 70-talet värderades aktierna på börsen genomsnittligt så lågt att en av börsens traditionellt viktigaste uppgifter, nämligen att tillhanda-hålla näringslivet riskvilligt kapital, sattes ifråga. Det livligt omdebatterade förslaget om löntagarfonder härrör från denna tid.

Den 1976 tillträdande borgerliga regeringen var förstas medveten om dessa förhållanden och vidtog också åtgärder som syftade till att stimulera sparandet och investeringsviljan, bl.a. genom det s.k. skattefondsparandet. Investerarna/spararna var emellertid till en början svårflirtade. Först sedan ytterligare lättnader för sparande i aktier införts fick de politiska besluten önskad marknadseffekt. Hösten 1980 påbör-

jades en börsuppgång som – med kortare svackor – pågick till millennieskiftet.

Det förändrade börsklimatet med kraftigt stigande kurser lockade nya deltagare till börsen, såväl på emittent- som på medlems- och investerarsidan. Börsens regelverk – utvecklat med förebild i den brittiska regleringen – var relativt nytt, inte i alla avseenden anpassat till svenska förhållanden och förstås utan vägledande praxis. Föga överraskande ledde detta till att misstag och rena övertramp begicks. På ekonomisidorna rapporterades med feta rubriker om tvivelaktiga affärer och skandaler i exempelvis Kinnevik/Fagersta, Volvo/Fermenta, Nobel, Consafe och Leo. Börsetiken blev ett kärt ämne för debatt. Förre riksbankschefen Lars Wohlin föreslog att en ”börstomstol” skulle inrättas, ansåg den gällande självregleringen otillräcklig och argumenterade i stället för skärpt lagstiftning. Fondbörsens relativt nyutnämnde chef, Bengt Rydén, och Svenska Fondhandlareföreningens ordförande Carl Langenskiöld, satte namn på problemen genom att i en DN-artikel tala om ”vilda västern på börsen”.

Debatten utlöste politisk aktivitet. Börsens styrelse kompletterades med ytterligare offentligt utsedda ledamöter och suppleanter, insiderhandeln kriminaliserades och ytterligare ändringar i lagstiftningen aviserades.

På området för självreglering var börsen pådrivande och diskuterade bl.a. med Näringslivets Börskommitté (NBK) skärpningar av kraven i inregistrerings- och noteringsavtalen.

Ett annat uttryck för en aktiv självreglering var den granskningsverksamhet som börschefen Bengt Rydén – med förflutet som chefredaktör för *Veckans Affärer* och VD för Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (SNS) – lät fondbörsen utföra i syfte att dra lärdom av begångna misstag. I detta arbete, som ingående beskrivs på annan plats i denna bok, spelade Johan Munck som ordförande i Nobel- och Trustor-utredningarna en central roll.

Etablerandet av OM och den tilltagande internationella konkurrensen fick den svenska börslagstiftningen att framstå som otidsenlig och i behov av en fullständig revidering. I en skrivelse till regeringen begärde börsstyrelsen en sådan översyn. Regeringens svar blev att tillsätta en parlamentarisk utredning, Värdepappersmarknadskommittén (VMK), med justitierådet Staffan Vängby som ordförande. I kommitténs slutbetänkande, Värdepappersmarknaden i framtiden (SOU 1989:72), lämnades förslag till en modern och mer ändamålsenlig reglering av värdepappersmarknaden. Under intryck av idéer och teorier från främst amerikanska ekonomer vann under denna tid avreglering och tilltro till

marknadskrafterna stöd i allt vidare kretsar. Regeringens proposition, signerad av Erik Åsbrink och med Stefan Ingves som nära medarbetare, reflekterade också tydligt den nya tidsandan. Den kan utan överdrift sägas ha varit radikal och mer inspirerad av de nyliberala idéerna än vad man inom Värdepappersmarknadskommittén vågade sig på att vara.

2. Debatt om börsens behandling av disciplinärenden

Vad gäller börsens behandling av disciplinärenden var den kritik som fördes fram särskilt inriktad på att börsen hade alltför många roller. Det låg en hel del i denna kritik. Börsen svarade nämligen för mycket av regelverkens innehåll, tillämpade och utdömde sanktioner samt – vilket kritikerna särskilt uppmärksammade – inkasserade eventuella vitesbe-
lopp. Till råga på allt detta var börsstyrelsens beslut utan appell.

Sedan Volvo i det ovan nämnda Volvo/Fermenta-ärendet i en anmälan till Finansinspektionen riktat allvarlig kritik mot börsens hantering av ärendet, ökade trycket på börsen ytterligare. Det var dessutom inte bara i fråga om det disciplinära förfarandet som börsen ifrågasattes. Det politiska trycket i börsverksamheten med legalt börsmonopol, omsättningsskatt på aktiehandeln och ökad offentlig representation i börsstyrelsen föranledde invändningar från många håll. Från fondbörsens ursprungliga grundare, då representerade av Bankföreningen, Fondhandlareföreningen, Stockholms Handelskammare och Industrieförbundet, var kritiken särskilt uttalad. De ansåg att börsstyrelsen politiserats och att en minoritetsställning i styrelsen alls inte svarade mot deras berättigade intresse. Börsstyrelsens storlek, med elva ledamöter och rätt till närvaro för lika många suppleanter, ansågs otymplig. Dessa synpunkter gavs särskild tyngd när Sten Wikander, styrelseproffs och välrenommerad tidigare verkställande direktör i 4:e AP-fonden, efter endast relativt kort tid lämnade styrelsen. Han fann styrelsen, där partsintressena tagit överhanden i både diskussioner och beslut, olämplig för att föra in börsen i 90-talets konkurrens klimat.

VMK, där jag var sakkunnig, föreslog i sitt betänkande en disciplin-nämnd som skulle vara gemensam för alla marknadsplatser. Förslaget lämnades utan åtgärd i regeringens proposition om ny börslagstiftning.

3. Börsen inrättar disciplinkommitté 1993

Mot denna i grova drag skissade bakgrund tog börsstyrelsen år 1993 på eget initiativ beslutet att inrätta en disciplinkommitté, som ett obero-

ende organ för hantering av disciplinärendena. Sammansättningen av nämnden var en central fråga och av särskild vikt var det att utse en lämplig ordförande. Förstahandsvalet var Johan Munck och tillfredsställelsen var stor när beskedet kom att han åtog sig uppdraget.

Johan Munck var synnerligt väl lämpad som ordförande. Efter påbörjad domarutbildning i Skånska hovrätten, hade han gjort en snabb karriär på justitiedepartementet. Via tjänst som departementsråd och enhetschef blev han rättschef. Ingen blev överraskad när han från den tjänsten år 1987 utnämndes till justitieråd och ledamot av Högsta domstolen.

Vid sidan av arbetet på departementet hade Johan Munck en lång rad tunga utredningsuppdrag, några med associationsrättslig anknytning. Det var i ett sådant sammanhang jag på nytt i tjänsten fick kontakt med Johan Munck, som jag under min tid på finansdepartementet samarbetat med. Nu handlade det om hans medverkan i den s.k Leo-kommissionen. Till kommissionens ordförande utsågs justitierådet Bengt Hult, som sakkunnig ingick Johan Munck. "Leoaffären" och dess efterspel beskrivs utförligt på annan plats i denna bok.

Bakgrunden till detta utredningsarbete var en mycket uppmärksammad "affär" avseende en riktad emission i det sedermera börsnoterade läkemedelsbolaget Leo. Emissionen riktades till bl.a. företagets styrelse och ledande befattningshavare och gjordes på villkor som snabbt visade sig utomordentligt förmånliga. Till uppmärksamheten bidrog säkert att i kretsen av aktietecknare fanns flera prominenta representanter för näringslivet, t.ex. Volvos koncernchef PG Gyllenhammar. Aktiespararna blåste till strid och på näringslivssidorna i tidningarna beräknades bl.a. det antalet miljoner som tecknarna i emissionen kunde räkna hem. Gyllenhammar bemötte kritiken, hävdade att emissionen skett enligt gällande regler och att han inte accepterade "att någon tafsade på hans heder". I denna upphetsade stämning tillsatte regeringen en kommission att utreda saken och lämna förslag till lämplig skärpt lagstiftning om riktade emissioner.

Kommissionen inledde sitt arbete med att anordna "hearings" med berörda institutioner. En sådan "hearing" skulle hållas med börsstyrelsen en dag i maj 1986 och kommissionen hade bjudits in till börshuset kl. 18. Tanken var att efter avslutat informationsutbyte gemensam middag skulle intas i børsrestaurangen. Börsstyrelsen planerade att komma till hearingen efter det att ett extra styrelsesammanträde, som under dagen hållits i förhyrd lokal på Skeppsbron, avslutats. Men denna majdag höll inte alls börsens planering. Vid styrelsesammanträdet behandlades ett komplicerat disciplinärende avseende Volvo/Fermenta. Börs-

ledningens förslag till beslut refuserades av styrelsen, diskussionen var livlig och tiden rann i väg. Klockan 18 gick bud till börshuset och Leo-kommissionen med besked att styrelsen skulle bli något försenad. Restaurangen skulle se till att gästerna undfågnades på lämpligt sätt under väntetiden. Med mer än två timmars försening kunde hearingen hållas och middagen serveras. Det blev sent.

Vid 23-tiden påbörjade børsledningen sitt arbete med att sätta på pränt det beslut som styrelsen fattat på Skeppsbron. Klockan två på natten var det klart och beslutet kunde kommuniceras med styrelsen och berörda bolag följande morgon för att därefter offentliggöras.

Volvo biträdades i ärendet av advokaten Claes Beyer, som då också var ordförande i Advokatsamfundet. Samfundet höll den dagen ett stort möte på Älvsjömässan och jag lyckades fånga in Claes Beyer på förmiddagen mellan ett par av hans föreläsningar och muntligen informera honom om børsstyrelsens beslut. Beslutet utlöste häftig reaktion på Volvo. PG Gyllenhammar kallade till presskonferens på Bromma, där han gick till våldsamt angrepp på børsstyrelsen och börschefen. För Fermenta var beslutet första steget mot den avregistrering av aktien som följde i januari 1987. Volvo/Fermenta-ärendet bidrog till att påskynda ett viktigt förändringsarbete i börsen.

4. Disciplinnämnden blir lagreglerad år 1998

I samband med samgåendet mellan Stockholmsbörsen och OM infördes i lagstiftningen med verkan fr.o.m. år 1998 ett krav på att en börs ska ha vad som benämns disciplinnämnd. Till stor del bygger det nya regelverket på erfarenheterna från den tidigare disciplinkommittén inom börsen. En viktig förändring var att disciplinnämnden i fortsättningen även skulle behandla ärenden rörande börsmedlemmar.

Jag har under närmare tjugo år haft glädjen att arbeta tillsammans med Johan Munck i Disciplinnämnden, Aktiemarknadsnämnden och inom ramen för SwedSecs disciplinnämnd. Hans sätt att leda de muntliga förhandlingarna har jag därför lärt känna och uppskatta. Hans vänlighet och beredvillighet att lyssna till parter som kan vara pressade och nervösa har ofta spritt ett angenämt lugn över sammanträdet. Sakens allsidiga belysning har Johan Munck sört för på ett effektivt och diskret sätt. Hans breda juridiska kompetens och goda omdöme har lett till att avgörandena mötts med respekt och bidragit till att skapa förtroende för värdepappershandeln. Så när som på *ett* avgörande har besluten i Disciplinnämnden varit enhälliga. Besluten har också – även i omfat-

tande och komplicerade ärenden – meddelats snabbt. Betydelsen av det kan knappast överskattas och förklaras av att till Johan Muncks intellektuella snabbhet är kopplad administrativ flyhänthet och en öppenhet för användande av modern teknik. Besluten föreligger oftast färdiga vid överläggningens avslutande.

Förfarandet i Disciplinnämnden är i princip skriftligt men på parts begäran kan muntlig förhandling hållas. Muntlig förhandling har emellertid blivit mer regel än undantag. Det är inte så svårt att förstå med hänsyn till den betydelse avgörandet kan få för de berörda. Ett ärende med muntlig förhandling i Disciplinnämnden minns jag särskilt väl. Det handlade om det s.k Luxonen-ärendet. S-E-Banken hade från det börsnoterade bolaget Luxonen förvärvat finansiella instrument av komplicerad natur. Förvärvet visade sig leda till betydande förluster, om vilka banken informerade på ett sätt som börserna fann klandervärd. Vid förhandlingen, som hölls i Högsta domstolens lokaler, infann sig bankens koncernchef, Björn Svedberg, informationsdirektören och en i banken anställd f.d. advokat. Vanligen brukar i sådana fall förhandlingen skötas av de närvarande juristerna och frågor besvaras av part. Så skedde inte denna gång. Sedan jag redovisat börserns anmärkningspåstående, utvecklade sig en dialog mellan Björn Svedberg och Johan Munck, varvid instrumentens natur analyserades med stringens och på hög intellektuell nivå. I Disciplinnämndens beslut prickades banken för sin informationsgivning, vilket dagen efter uppmärksammades på förstasidan i Financial Times. Det uppskattades förstås inte överallt. Om Björn Svedbergs briljanta försvar fick den uppskattning det förtjänade vet jag inte. Hade han svarat för bankens information hade den – för att använda hans egna ord – varit ”mindre kaxig” – och börserna sannolikt besparats ett besvärligt disciplinärende.

5. Summering av disciplinärendena

Jag vill avslutningsvis nämna att jag tillsammans med f.d. chefsjuristen vid börserna Ulf Lindgren gjort en översiktlig genomgång av utslagen i disciplinärendena vid börserna och kunnat konstatera att hittills ett hundratal avgöranden träffats. Därvid har hela sanktionsbatteriet kommit till användning. Den ultimata påföljden, avregistrering/avnotering av det bolagets finansiella instrument, har tillämpats med återhållsamhet vid exempelvis grava överträdelser av regelverket eller då av börserna begärda rättelseåtgärder inte vidtagits. Denna praxis är inte särskilt förvånande om man beaktar att en sådan påföljd i första hand drabbar –

inte den som felat – utan bolagets aktieägare. Den tveklöst vanligaste påföljden utgörs av vite, som – liksom det straffrättsliga dagsbotssystemet – graderas med utgångspunkt i allvaret i försummelsen. Varning, erinran eller kritiskt uttalande har också använts med viss frekvens.

De omständigheter som utgör grunden för disciplinärendets anmärkningspåstående utgör inte sällan förhållanden som juridiskt prövas också i förfaranden av annan art än det disciplinära. Det kan handla om ansvar i brottmål eller om civilmål angående skadestånd eller arbetsrättslig påföljd. Tidsmässigt sker ofta prövningen av disciplinärendet innan de andra förfarandena ens inletts. Det ligger i öppen dager att detta ställer särskilda krav på Disciplinnämnden, som – såvitt jag känner till – hanterat dessa problem utan att förfarandena annorstädes påverkats eller störts.

Disciplinnämndens beslut år 1999 rörande Credit Suisse First Boston Limited och NF Nordiska Fondkommission AB har definitivt haft prejudicerande verkan. För nämnden var huvudfrågan i ärendet i vad mån förutsättningar fanns att utkräva disciplinpåföljd för att ett medlemsföretag brutit medlemsavtalet genom enskilda anställdas agerande. Disciplinnämnden konstaterade i sina överväganden att huvudprincipen i svensk rätt är att ett företag bär strikt ansvar för sina anställdas handlande, s.k. principalansvar. Kontraktsbrottet anses i sådant fall vållat av företaget självt. Nämnden fann inte skäl att avvika från denna huvudprincip och i det aktuella ärendet ålades de båda företagen att utge vite.

Under hänvisning till ansvaret för de anställdas handlade utdömde nämnden i november 2007 ett vite om 5 milj. kr för att anställda mäklare i Carnegie Investment Bank AB manipulerat marknadspriser för att dölja tidigare avsiktliga felvärderingar i bankens tradingportfölj. I disciplinärendet var börsen och banken överens om hur förfarandet gått till. Nämnden utgick från detta i sin bedömning. När mäklarnas agerande flera år senare prövades i ett brottmål om obehörig kurspåverkan förmådde åklagaren inte styrka sina påståenden och mäklarna frikändes. En parallell kan dras till de uppmärksammade förfarandena kring Skandias information i årsredovisningen för år 2000 avseende verkställande direktörens förmåner. Skandia prickades disciplinärt av nämnden, men direktören friades åratals därefter i åtal om skattebrott.

Ytterligare ett par avgöranden förtjänar omnämnande dels för den vägledande betydelse de kan förväntas få, dels för att spegla mångfalden av frågeställningar som nämnden har att ta ställning till.

I april 2008 ålades Sandvik AB att utge vite för att bolaget brutit mot god sed på värdepappersmarknaden genom att kringgå de s.k. Leo-reg-

lerna i aktiebolagslagen. Enligt dessa regler kan ett börsbolag inte utan bolagsstämman godkännande överlåta aktierna i ett dotterbolag till verkställande direktören i bolaget. I det aktuella ärendet hade Sandvik – utan bolagsstämman godkännande – överlåtit dotterbolagsaktierna till direktörens (myndiga) dotter. Enligt nämnden var det svårt att se att upplägget med överlåtelsen av aktierna till dottern hade relevans på annat sätt än som ett försök att kringgå Leo-reglerna. Därigenom hade Sandvik – enligt nämnden – tveklöst åsidosatt allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden.

Disciplinärenden med anmärkningspåståenden grundade på rena redovisningstekniska fel har tidigare inte förts till nämnden. Sedan börserna numera ålagts tillsynsansvar avseende börsbolagens redovisningar, har disciplinnämnden i ett beslut i maj 2011 funnit att ett tidigare noterat bolag, HQ AB, i tre fall brutit mot börsens regelverk för emittenter avseende efterlevnaden av International Financial Reporting Standards ("IFRS"), en vedertagen internationell standard för redovisning i börsnoterade bolag. En inte helt lättillgänglig materia. Med redovisningsexpertis i nämnden bedömdes förseelserna som så allvarliga att antalet viten bestämdes till fem.

Som antytts ovan och som tydligt framgår av andra uppsatser i denna bok har Johan Munck genom sina insatser i hög grad bidragit till att marknadens självreglerande krafter kunnat utnyttjas och få betydande spelrum.

Vad är det för särskilt med särregeln?

Karl-Erik Danielsson

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Tvångsinlösen av aktier föranleder ofta tvist mellan majoritets- och minoritetsaktieägare om frågor rörande inlösenbeloppets storlek, dvs. till vilket pris minoritetsägarna skall lösa in sina aktier. Till de vanligt förekommande problemställningarna hör värderingsfrågor vid tillämpningen av 22 kap. 2 § aktiebolagslagen (2005:551) ("ABL 2005") som har följande lydelse:

"Om frågan om lösenbeloppet för en aktie som skall lösas in enligt detta kapitel är tvistig, skall lösenbeloppet bestämmas med tillämpning av andra–fjärde styckena.

Lösenbeloppet för en aktie skall bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. För en aktie som är föremål för handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet skall lösenbeloppet motsvara det noterade värdet, om inte särskilda skäl motiverar något annat.

Lösenbeloppet skall bestämmas med hänsyn till förhållandena vid den tidpunkt då begäran om prövning av skiljemän enligt 5 § gjordes. Om det finns skäl för det, får beloppet i stället bestämmas med hänsyn till förhållandena vid en tidpunkt som infaller tidigare.

Har ett yrkande om inlösen av aktie enligt detta kapitel föregåtts av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och har detta erbjudande antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser, skall lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat."

Huvudregeln, bestående av en regel för noterade aktier och en regel för onoterade aktier, återfinns i andra stycket. Vidare regleras frågan om

värderingstidpunkt särskilt i tredje stycket. Fjärde stycket innehåller därefter den s.k. särregeln, enligt vilken lösenbeloppet, om yrkandet om inlösen har föregåtts av ett offentligt erbjudande, skall motsvara det erbjudna vederlaget.

Endast vid ett fåtal tillfällen har frågor om värdering vid tvångsinlösen prövats av Högsta domstolen. Prejudikaten på området är därför lästräknade. Allt som allt finns det sedan tidigare tre rättsfall som, utan att direkt avse tillämpningen av särregeln, handlar om värdering vid tvångsinlösen: NJA 1957 s. 1 ("Gimo-fallet"), NJA 1992 s. 872 ("Balken I") samt NJA 1996 s. 293 ("Balken II"). Högsta domstolen har därutöver nyligen prövat frågan om räckvidden av särregelns tillämplighet. Rättsfallet avser dock endast betydelsen av att lagstiftaren vid införandet av ABL 2005 ändrade ett rekvisit i särregeln. Rättsfallet är refererat i NJA 2011 s. 932 ("Old Mutual-fallet").

I denna uppsats ifrågasätts vad särregeln som värderingsmetod numera har för betydelse och vad som skiljer den från huvudregeln över huvud taget. Om ett visst pris har accepterats av i princip alla minoritetsägare rör det sig väl per definition om ett marknadsmässigt pris?

2. Värderingsregler vid tvångsinlösen

2.1 Perioden 1948–1976

Regler om tvångsinlösen infördes först genom lagen (1944:705) om aktiebolag ("ABL 1944"), som trädde i kraft den 1 januari 1948. Bestämmelsen om tvångsinlösen i 174 § 2 mom. ABL 1944 var avsedd att utgöra ett förberedande moment i en förenklad fusionsprocess.¹

Genom införande av en möjlighet till tvångsinlösen ansåg lagberedningen att möjligheten för minoriteten att kräva ett oskäligt högt pris för sina aktier skulle minska. Därutöver ansågs det att möjligheten skulle begränsa för majoritetsaktieägaren att utnyttja sin ställning för att pressa minoriteten till att överlåta sina aktier till ett underpris.² Tvångsinlösenreglerna syftade således till att skydda både majoritets- och minoritetsaktieägaren vid en tilltänkt fusion, vilket även var anledningen till att bägge sidor gavs en rätt att initiera en tvångsinlösenprocess.

¹ SOU 1941:9 s. 610 f.

² SOU 1941:9 s. 611.

Lagberedningen föreslog också en regel för bestämmande av lösenbeloppet av innebörd att detta skulle motsvara "aktiens verkliga värde". Någon närmare motivering till vad som avsågs med aktiens verkliga värde lämnades dock inte av lagberedningen. De föreslagna tvångsinlösenreglerna kommenterades inte heller särskilt av departementschefen när förslaget överlämnades till riksdagen.³ Regeln infördes i 223 § 1 mom. andra stycket ABL 1944 med lydelsen:

"Är tvist om lösens belopp, skall detta bestämmas så att det motsvarar aktiens verkliga värde."

Här återfinns ursprunget till den regel som numera motsvaras av huvudregeln i 22 kap 2 § andra stycket ABL 2005. Någon regel som var avsedd att tillämpas i särskilda värderingssituationer fanns inte i ABL 1944.

Första gången Högsta domstolen prövade hur lösenbeloppet skulle bestämmas var i Gimo-fallet. Omständigheterna var i korthet följande.⁴ Gimobolaget bedrev inte någon rörelse. Moderbolaget, Korsnäs aktiebolag, arrenderade samtliga Gimobolagets fastigheter och övriga tillgångar. Arrendeavgiften var emellertid inte fastställd till marknadsmissiga villkor utan till ett belopp så att Gimobolaget genom arrendet nätt och jämnt fick täckning för sina skatter och skuldräntor. Aktiekapitalet i Gimobolaget var fördelat på 200 000 preferensaktier, vilka hade företrädesrätt till utdelning, och 20 000 stamaktier. Korsnäsbolaget ägde samtliga preferensaktier och 19 755 stamaktier i Gimobolaget när Korsnäsbolaget år 1951 begärde tvångsinlösen av återstående 245 stamaktier. Huvuddelen av aktierna i Korsnäsbolagets ägo hade förvärvats långt tidigare. Under de 14 år som föregick påkallandet av tvångsinlösen hade endast 313 stamaktier bytt ägare. Samtliga dessa aktier hade förvärvats av Korsnäsbolaget. Stamaktierna i Gimobolaget hade inte givit någon utdelning under 30 års tid. Någon utdelning kunde inte påräknas av minoriteten inom överskådlig tid.

Eftersom Korsnäsbolaget således till fullo kontrollerade Gimobolaget, var värdet på de återstående stamaktierna närmast obefintligt i minoritetens hand. Detta faktum fick Högsta domstolen att, lika med underrätterna och skiljenämnden, inta ståndpunkten att värderingen

³ Jfr SOU 1941:9 s. 692.

⁴ Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen, 1980, s. 132 (cit. Flodhammar) och Sjöberg, Tvångsinlösen, 2007, s. 190 ff. (cit. Sjöberg) med hänvisning till Jernnergren och Näslund, Gimo AB 30 år senare: En övning i företagsvärdering. Beta, tidsskrift för bedriftsøkonomi 1/88.

av stamaktierna skulle ske utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier. Skiljenämnden ansåg att det följde av likabehandlingsprincipen ”att ingen skillnad får göras mellan olika aktiers rätt till andel i bolagets vinst och övriga tillgångar” och att denna princip skulle åsidosättas om lösenbeloppet för minoritetsaktier skulle beräknas efter en annan och ofördelaktigare värderingsgrund än som kunde komma i fråga för övriga aktier i bolaget. Skiljenämnden uttalade vidare att ”[d]en omständigheten att en minoritetsaktie vid försäljning på allmänna marknaden ofta torde betinga ett lägre pris än övriga aktier i bolaget eller kanske rentav sakna varje saluvärde kan – till följd av principen om aktiernas likställighet – icke heller tillmätas någon betydelse i ett fall som detta, då fråga är om en uppgörelse mellan olika aktieägare inom ett och samma bolag. På grund av vad sålunda anförts finner skiljenämnden, att vid bestämmandet av ifrågavarande aktiers värde bör bortses ifrån att de utgöra en så obetydlig del av hela aktiestocken i Gimobolaget att de icke kunna medföra något praktiskt inflytande på bolagets åtgöranden.”⁵

Dessutom uttalade Högsta domstolen att aktierna ”*på de skäl HovR:n anført*” skulle värderas med tillämpning av det matematiska värdets princip.⁶ Hovrättens domskäl innehåller följande passus:

”De metoder som komma till användning vid värdering av aktier – *då värderingen anses icke böra grundas på förekomna försäljningar* – äro det matematiska värdets metod (”realvärdesalternativet”) och förräntningsmodellen (”avkastningsvärdet”).”⁷ (Egen kurs.)

Högsta domstolen bestämde således lösenbeloppet på grundval av en företagsvärdering.

Bland andra Sigurd Löfgren – som var sakkunnig i målet – har uttalat att ”[m]ed hänsyn till dess speciella förhållanden måste Gimofallet betraktas som helt onormalt, och något prejudicerande inflytande på fastställande av aktiens verkliga värde kan domslutet knappast ha.”⁸ Rättsfallet är emellertid mycket svårtolkat. Först genom den analys av Gimo-fallet som Högsta domstolen företog i Balken II har det klarlagts att Gimo-fallet utgör ett undantagsfall och att lösenbeloppet endast i andra hand, då gjorda försäljningar inte bör (eller kan) läggas till grund

⁵ Se skiljenämndens bedömning på s. 4 i referatet.

⁶ Se Högsta domstolens bedömning på s. 32 i referatet.

⁷ Se hovrättens bedömning på s. 30 i referatet.

⁸ Dahlgren & Moberg, Tvångsinlösen av aktier, 1976, s. 49, med hänvisning till Sigurd Löfgren: Tvångsinlösen av aktier, Svenska Dagbladet 1967-03-16.

för lösenbeloppets bestämmande, skall bestämmas på grundval av en företagsvärdering. Som angivits ovan förelåg mycket speciella förhållanden i målbolaget och aktiernas värde kunde inte bestämmas med ledning av gjorda försäljningar eftersom sådana inte, annat än i mycket ringa omfattning, förekommit på närmare 14 år.

På grund av att omständigheterna i Gimo-fallet var så särpräglade och rättsfallet därför så svårtolkat hamnade, enligt min mening, regeln att lösenbeloppet skulle bestämmas så att det motsvarade aktiens verkliga värde i ett egendomligt ljus och missuppfattades såväl av skiljenämnder som i doktrinen. Moderbolagets uppfattning i frågan var vid denna tid ofta att lösenbeloppet på grundval av förekomna överlåtelse skulle bestämmas efter vad målbolagsaktien hade för värde i aktieägarens hand. Det vanligt förekommande resonemanget på minoritetsidan var däremot ofta att lösenbeloppet skulle svara mot aktiens andel av företagets värde.⁹ Det var således företaget, och inte aktien, som ansågs vara det primära värderingsobjektet när lösenbeloppet skulle bestämmas. Större delen av tvångsinlösenprocessen ägnades därför åt att analysera olika värderingsutlåtanden som ingivits av parterna. Gunnar Flodhammar sammanfattar skiljedomspraxis på följande sätt:

”[g]enomgången av skiljedomspraxis visar att en förhärskande uppfattning är att lösenbelopp skall bygga på företagets värde, vilket i sin tur anses vara det högsta av avkastnings- och likvidationsvärdet. Eftersom likvidationsvärdet [...] endast är ett specialfall av avkastningsvärdet, kan den förhärskande uppfattningen anges vara att lösenbeloppet skall baseras på företagets avkastningsvärde. Denna uppfattning [...] anser jag vara riktig.”¹⁰

Till saken hör att Flodhammar själv var mycket aktiv på minoritetsidan i tvångsinlösentvister.

Det är enligt min mening mycket olyckligt att Gimo-fallet blev det första rättsfallet rörande värdering vid tvångsinlösen som Högsta domstolen prövade, eftersom omständigheterna i målet var så särpräglade. Utvecklingen av skiljedomspraxis under perioden påverkades självfallet av Gimo-fallet. Hade Högsta domstolen i stället prövat ett fall där omständigheterna varit mer normala, hade skiljedomspraxis säkerligen

⁹ Tude, Värdering av minoritetens aktier – finns det en korrekt metod? Artikeln återfinns i den av Stockholm Centre for Commercial Law utgivna skriften Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?, 2003, s. 65 (cit. Tude).

¹⁰ Flodhammar, s. 143 ff. och s. 202 f.

gått i annan riktning och dessutom blivit stabilare. Det skulle dröja nästan 40 år innan den rätta tolkningen av huvudregeln fastslogs av Högsta domstolen, varom mera nedan.

2.2 Perioden 1977–1996

Aktiebolagsutredningen lade år 1971 fram ett förslag till ny aktiebolagslag (SOU 1971:15). I betänkandet uttalades att bestämmelsen om aktiens verkliga värde i ABL 1944 visserligen var självklar såtillvida att den uttrycker att skiljemännen skall söka fastställa ett verkligt ekonomiskt värde och inte något rent formellt som till exempel aktiens nominella belopp. Eftersom bestämmelsen ansågs intetsägende och inte gav någon ledning för lösenbeloppets bestämmande, utlämnades den emellertid i förslaget till ny aktiebolagslag. Fastställandet av grunderna för lösenbeloppets bestämmande överlämnades därmed till doktrin och rättspraxis.¹¹

Aktiebolagsutredningen uttalade i betänkandet vidare följande i frågan om till vilken tidpunkt värderingen skall hänföras:¹²

”Det synes principiellt riktigast att löseskillingen fastställs med hänsyn till aktiens värde vid tiden då lösningsanspråk i föreskriven ordning framställdes.”

Den i uttalandet förespråkade värderingstidpunkten fanns inte med i aktiebolagsutredningens lagförslag och upptogs heller inte i aktiebolagslagen (1975:1385) (”ABL 1975”). Uttalandet bekräftades emellertid i Balken I. Högsta domstolen anförde då nämligen att ”[d]en princip som hittills i vid omfattning tillämpats i skiljedomspraxis, nämligen att förlägga värderingstidpunkten till påkallandedagen, synes väl ägnad att tillgodose det behov som finns att vid värderingen eliminera värdepåverkan från moderbolagets sida.”

Inte heller någon regel motsvarande särregeln fanns i aktiebolagsutredningens lagförslag. De första uttalandena som ledde till införandet av särregeln finns i stället i en artikel av Knut Rodhe i *Ekonomisk Revy* 1973, alltså efter aktiebolagsutredningens ovan citerade uttalande avseende värderingstidpunkten. Enligt Rodhe kvarstod, trots uttalandet, en spekulationsmöjlighet för minoriteten för det fall inlösenanspråket föregåtts av ett offentligt bud och minoriteten då valt att inte acceptera

¹¹ SOU 1971:15 s. 369.

¹² SOU 1971:15 s. 369.

budet. Om en minoritet avvaktade en tvångsinlösenprocess, och det offentliga budet ledde till resultat, kunde, menade Rodhe, minoriteten tillgodogöra sig en värdestegring på aktierna i tiden mellan det offentliga budet och den tidpunkt då inlösenanspråket framställdes. Enligt Rodhe var därför införandet av en regel, med förebild i engelsk bolagsrätt där priset vid det offentliga erbjudandet användes som måttstock för lösenbeloppets storlek, en lösning på denna problematik avseende tiden mellan tvångsinlösenförfarandet och ett föregående offentligt erbjudande.¹³

Eftersom särregeln inte fanns med i aktiebolagsutredningens förslag, behandlades den inte heller av någon remissinstans.¹⁴ De första spåren av särregeln i svenskt lagstiftningsarbete syns i stället först sedan Knut Rodhes artikel publicerats, nämligen i propositionen till ABL 1975. I specialmotiveringen uttalade föredragande statsrådet Carl Lidbom:

”Jag vill vidare ta upp en fråga som ibland diskuterats på vissa håll, nämligen om minoritetsaktieägare bör vara skyldig att som lösenbelopp godta det pris för en aktie som moderbolaget erbjudit vid inbjudan till en vidare krets att sälja aktier [...]. Situationen är alltså den att ett bolag offentliggjort ett erbjudande att köpa aktier i ett annat bolag för ett visst pris. Detta erbjudande har accepterats av så många aktieägare att bolaget i fråga fått mer än 90 % av aktierna i det av erbjudandet berörda bolaget. Det kan då te sig egendomligt att de aktieägare som inte accepterar erbjudandet skall ha möjlighet att i ett inlösningsförfarande få ut ett högre pris för sina aktier. Detta möjliggör nämligen ett slags utpressning gentemot det nyblivna moderbolaget. Jag förordar därför för den speciella situationen en regel av innebörd att det av övriga aktieägare godtagna priset skall anses utgöra aktiens värde [...].”¹⁵

Föredragande statsrådet benämnde i förbigående regeln ”*särregeln*”. I linje med uttalandet i propositionen infördes denna i 14 kap. 9 § tredje stycket ABL 1975 med följande lydelse:¹⁶

¹³ Tvångsinlösen av minoritetsaktier – Förbättringar möjliga, Rodhe i Ekonomisk Revy 1973 s. 533–537.

¹⁴ Flodhammar, s. 194.

¹⁵ Prop. 1975:103 s. 533.

¹⁶ Senare flyttades särregeln från 14 kap. 9 § tredje stycket till 14 kap. 31 § tredje stycket ABL 1975.

”Har moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolaget på grund av inbjudan till en vidare krets att till moderbolaget överlåta sådana aktier mot visst vederlag, skall lösenbeloppet motsvara vederlaget, om ej särskilda skäl föranleder annat.”

Alltsedan dess har uttrycket ”särregeln” använts för att beteckna en värderingsregel som tar sikte på en situation där moderbolaget förvärvat aktier på grund av ett uppköpserbjudande som antagits av ägare till ett stort antal utestående aktier. Det har ovan påpekats att i samband med införandet av särregeln utgick den dåvarande regeln i ABL 1944 som innebar att lösenbeloppets storlek skulle bestämmas så att det motsvarade aktiens verkliga värde. ABL 1975 innehöll således ingen annan regel för lösenbeloppets bestämmande än särregeln, vilket kan tyckas märkligt från rent språkliga utgångspunkter. Uttrycket ”särregeln” torde rimligen ha innebörden att regeln skall åtskiljas eller hållas isär från en eller flera andra regler. Varför tog då lagstiftaren samtidigt bort huvudregeln för bestämmande av lösenbeloppet och lämnade den nya särregeln att sväva fritt utan anknytning till andra sådana regler? Även en vag huvudregel hade varit bättre än ingen alls.

Borttagandet av regeln att lösenbeloppet skall uppgå till aktiens verkliga värde då särregeln infördes medförde en osäkerhet beträffande vad som gällde om särregeln inte var tillämplig. Det var således fritt fram för varierande påståenden om hur lösenbeloppet skulle bestämmas. Företrädare för majoritetsaktieägare förespråkade börsvärdet till följd av särregelns införande. Bland gode män och ombud för minoritetsaktieägare var uppfattningen däremot regelmässigt att börsvärdet inte var relevant. Flodhammars uppfattning var att om särregeln inte var tillämplig, skulle lösenbeloppet bestämmas efter aktiens andel i företags värde. Särregeln fick inte tillämpas analogt, hette det. Den omständigheten att det förelåg en inte oväsentlig skillnad mellan företagsvärdet och vederlaget enligt det offentliga erbjudandet kunde dessutom, menade Flodhammar, i sig vara ett tillräckligt särskilt skäl att frångå särregeln.¹⁷ Många gode män och ombud för minoritetsaktieägare instämde i denna uppfattning (se avsnitt 2.1 ovan). På grund av denna irrlära tyngdes därför tvångsinlösenförfaranden ofta av åtminstone en företagsvärdering som utvisade att lösenbeloppet skulle uppgå till ett avsevärt högre belopp om detta bestämdes på grundval av företags värde i motsats till om detta bestämdes på grundval av särregeln.¹⁸

¹⁷ Flodhammar, s. 182 och s. 191 f.

¹⁸ Jfr Tude s. 66.

Det finns flera exempel från skiljedomspraxis där minoriteten påstått att en värdering av målbolagsaktien utvisar särskilda skäl att avvika från särregeln. I Petrus Berglunds bok om skiljedomar sprungna ur särregeln presenteras fem skiljedomar som avser detta påstående. I fyra av skiljedomarna har skiljenämnden ogillat påståendet, men i tre av dessa har skiljenämnden samtidigt, enligt Berglund, antytt att den inte är främmande för att bifalla ett sådant påstående. I en skiljedom som avser Sabas tvångsinlösen av aktier i Stockholms Förvaltningsbolag Svea har påståendet till och med bifallits.¹⁹

Balken II satte dock stopp för dylika resonemang och besvarade frågan om det var målbolaget eller dess aktier som var det primära värderingsobjektet när särregeln inte var tillämplig. Högsta domstolen uttalade, med hänvisning till SOU 1969:50 angående expropriation av fastigheter, att en tvångsinlösen så långt möjligt skall ge samma ekonomiska resultat som en frivillig försäljning av aktierna.²⁰ I domskälen behandlade Högsta domstolen utförligt domskälen i Gimo-fallet och uttalade att Gimo-fallet ger stöd för uppfattningen att marknadspriset på målbolagets aktier normalt skall läggas till grund för lösenbeloppet vid tvångsinlösen.

Högsta domstolen konstaterade vidare att även om det inte infördes någon allmän bestämmelse i ABL 1975 om att lösenbeloppet skulle bestämmas med hänsyn till aktiens verkliga värde visar införandet av särregeln att lagstiftaren inte tagit avstånd från uppfattningen att det är aktiernas marknadspris som skall läggas till grund för lösenbeloppet. Högsta domstolen fann att ingenting talar för att särregelsfallet är den enda situation där marknadspriset kan läggas till grund för lösenbeloppet, utan konstaterade att det tvärtom ligger nära till hands att:

”tillämpa särregeln *analogt* i situationer där moderbolaget på grund av ett offentligt erbjudande till ett och samma pris förvärvat en betydande del av sina aktier i bolaget, men exempelvis på grund av att erbjudandet lämnades när moderbolaget redan ägde hälften av samtliga aktier i bolaget, särregeln inte blir direkt tillämplig.” (Egen kurs.)

¹⁹ Berglund, En inventering av skiljedomar sprungna ur särregeln (ABL 14:9, 3 st.), 1992, s. 32.

²⁰ I SOU 1969:50 uttalas på s. 167 att ”[s]yftet med den värdering, som ligger till grund för bestämmande av löseskilling, skulle med denna utgångspunkt närmast bli att bestämma det pris, som en fastighet av ifrågavarande art skulle betinga, om den utbjöds till försäljning i allmänna marknaden.”

Jag har alltid ställt mig något frågande till en analog tillämpning av särregeln. Balken II ger enligt min mening inte stöd för att särregeln i vissa fall kan tillämpas analogt, utan snarare för att om särregeln inte är tillämplig skall huvudregeln tillämpas. Genom Balken II slog Högsta domstolen således fast att "aktiens verkliga värde" alltså utgjorde huvudregeln för lösenbeloppets bestämmande trots att denna regel utgick ur lagstiftningen i samband med att särregeln infördes. Dessutom framgår av Balken II att Gimo-fallet var ett mycket säregt rättsfall och att "aktiens verkliga värde" normalt innebär att marknadens pris, dvs. förekomna försäljningar, skall läggas till grund för lösenbeloppets bestämmande. Balken II visade således att gällande rätt ända sedan ABL 1944 har inneburit att det är aktien som är det primära värderingsobjektet.

2.3 Perioden 1997–2012

Aktiebolagskommittén avlämnade kort efter Balken II ett delbetänkande (SOU 1997:22) med förslag till förändringar i ABL 1975, bland annat i fråga om fastställande av lösenbeloppet. Aktiebolagskommittén fann ingen anledning att frånga Högsta domstolens ståndpunkt i Balken II och föreslog därför i enlighet härmed en bestämmelse av innebörd att aktiens värde, som huvudregel, skall motsvara marknadspriset för aktien.²¹ Även regeringen instämde i denna bedömning i sitt förslag till ny aktiebolagslag (prop. 2004/05:85), dvs. ABL 2005. Skälen för regeringens förslag är utförligt motiverade i propositionen, och lagförslaget kommenteras grundligt av departementschefen. Ordvalen i lagförslaget bär tydliga spår av Nials²² samt Silléns och Löfgrens²³ sakkunnigutlåtanden i Gimo-fallet. Sålunda uttalas i propositionen följande:

"När det gäller aktier som inte är noterade på börs eller annan marknadsplats kan det vara svårt att fastställa ett marknadsvärde. Den principiella utgångspunkten för hur lösenbeloppet skall bestämmas bör emellertid enligt vår uppfattning vara densamma i dessa fall som när det är fråga om noterade aktier. Lösenbeloppet bör med andra ord bestämmas utifrån aktiernas verkliga eller beräknade försäljningsvärde. Om aktien, trots att den inte varit noterad, har varit föremål för någorlunda regelbunden handel bör

²¹ SOU 1997:22 s. 281.

²² Se sakkunnigutlåtande av Nial på s. 9 ff. i referatet.

²³ Se sakkunnigutlåtande av Sillén och Löfgren på s. 14 ff. i referatet.

lösenbeloppet bestämmas med ledning av vad aktien har betingat vid en sådan handel. Om någon handel inte har förekommit eller om handeln har varit mycket begränsad bör lösenbeloppet i stället grundas på ett beräknat försäljningsvärde. En sådan beräkning kan ta sin utgångspunkt i t.ex. bolagets resultat eller ställning. Även jämförelser med aktier av liknande slag, för vilka det finns ett marknadsvärde utbildat, kan komma till användning [...].”²⁴

Och vidare:

”Andra stycket innehåller huvudregeln om hur lösenbeloppet skall bestämmas. Bestämmelsen i första meningen innebär att lösenbeloppet skall utgöras av det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. När det gäller aktier som inte handlas på en börs, en auktoriserad marknadsplats eller en annan reglerad marknad, innebär detta att lösenbeloppet får bestämmas på grundval av aktiens verkliga eller beräknade försäljningspris. I vissa fall kan det förekomma handel av aktier även utanför marknadsplatser av angivna slag. Om en aktie har varit föremål för sådan handel, torde det pris som har betalats vid sådana affärer kunna ligga till grund för lösenbeloppets bestämmande, under förutsättning att detta pris kan anses vara representativt för aktiens verkliga värde. Om någon handel av detta slag inte förekommer, får värderingen ta sin utgångspunkt i vedertagna principer för beräkning av värdet av en andel i ett bolag. En sådan värdering torde normalt få grundas på bolagets resultat eller ställning men även jämförelser med aktier av liknande slag kan komma till användning. Värderingar av det sistnämnda slaget skall dock endast utgöra medel för att bestämma det pris som aktien kan antas betinga vid en tänkt försäljning. Såsom framgår av uttrycket ’under normala förhållanden’ skall bortses från faktorer som mera tillfälligt har påverkat aktiens värde.”²⁵

Det följer av ovanstående förarbetsuttalanden att, vid tillämpning av huvudregelns första mening, en skiljenämnd respektive en domstol först har att ta ställning till huruvida det har förekommit någon handel med målbolagsaktien. Om så är fallet, och det pris för vilket målbolagsaktien då har handlats kan anses vara representativt för aktiens verkliga värde, skall detta vara bestämmande för lösenbeloppet. Lösenbeloppet

²⁴ Prop. 2004/05:85 s. 451 f.

²⁵ Prop. 2004/05:85 s. 811 f.

skall således i första hand grundas på priset vid gjorda försäljningar och endast i andra hand, då någon handel inte har förekommit eller då handeln har varit mycket begränsad (eller då priset inte kan anses representativt för aktiens värde), skall målbolaget värderas och lösenbeloppet sedan fastställas med utgångspunkt från det pris aktien kan antas betinga vid en försäljning. Det är således alltid aktien, även då företagsvärdet används, som är det primära värderingsobjektet när lösenbeloppet skall bestämmas. Skälet till detta torde vara att värderingar generellt sett är förenade med en stor osäkerhet och ger varierande resultat beroende på vilka parametrar som väljs och vilka antaganden som används som utgångspunkt för värderingarna.²⁶ Förekommande försäljningar däremot representerar verkliga händelser och har därför naturligtvis ett större bevisvärde än värderingar av målbolaget.

I enlighet med Högsta domstolens uttalanden och resonemang i Balken I (se avsnitt 2.2) lagfästes i 22 kap. 2 § tredje stycket ABL 2005 också principen att vid värdering enligt huvudregeln skall värderingstidpunkten utgöras av påkallandedagen. Bestämmelsen är emellertid inte tillämplig då särregeln skall ligga till grund för bestämmande av lösenbeloppet. Då är det i stället vederlaget enligt det offentliga erbjudandet som är styrande för lösenbeloppet, varför värderingstidpunkten är bestämd till en händelse i tiden, nämligen budet.²⁷ När särregeln är tillämplig, och vederlaget består av kontanter, blir värderingstidpunkten den dag då det offentliga erbjudandet gjordes. Består vederlaget av något annat än kontanter, skall de värdepapper som erbjuds värderas. Värderingen skall i så fall hänföra sig till hela erbjudandetiden.

Även särregelns lydelse förändrades i samband med införandet av ABL 2005 (se den nuvarande lydelsen i avsnitt 1.1 ovan)²⁸. Den nuvarande lydelsen motiverades i förarbetena med att lagstiftaren ville utöka tillämpningsområdet för särregeln så att den skulle gälla även i fall då budgivaren redan före det offentliga erbjudandet ägde hälften eller mer än hälften av aktierna i målbolaget. I stället för att moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier genom det offentliga erbjudandet borde, ansåg regeringen, det väsentliga vara att en tillräckligt stor andel av de aktieägare till vilka erbjudandet riktat sig godtagit det erbjudna priset.

²⁶ Gimo-fallet är ett talande exempel på detta. Där fastställde olika skiljenämnder, domstolar och domare inte mindre än sju olika aktievärden, från 125 kronor till 1 900 kronor. Parternas värderingar låg mellan 50 och 2 305 kronor (Flodhammar, s. 134).

²⁷ Sjöberg, s. 396.

²⁸ Sjöberg, s. 384.

Erbjudandet måste dock ha omfattat samtliga återstående aktier. I förarbetena framgår emellertid inte varför bestämmelsens ordalydelse skärptes i detta avseende, från kravet att det offentliga erbjudandet skulle rikta sig till en vidare krets, till kravet att erbjudandet måste omfatta samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar.²⁹

3. Old Mutual-fallet

3.1 Inledning

I Old Mutual-fallet prövade Högsta domstolen räckvidden av särregelns tillämplighet enligt dess nya ordalydelse.³⁰ Prövningen avsåg endast vad som benämns ”de matematiska rekvisiten” i särregeln, dvs. (i) om det i målet aktuella erbjudandet avsåg samtliga aktier som moderbolaget inte redan innehade och (ii) om erbjudandet hade antagits av ägare till mer än nio tiondelar av dessa aktier. Frågan huruvida det förelåg särskilda skäl prövades inte. Rättsfallet har kommenterats av två författare, professor Daniel Stattin³¹ och docent Gustaf Sjöberg³². Stattin ifrågasätter Högsta domstolens argumentation och rättskälleanvändning men anser att domstolens majoritet hamnat rätt i sak. Sjöberg anför vägande kritik mot såväl handläggningen som bedömningen i domstolen. Min uppfattning om Old Mutual-fallet är att detta är närmast betydelselöst för den fråga som skall lösas, alltså den om lösenbeloppet.

3.2 Omständigheter och utgång i målet

Den 2 september 2005 lämnade Old Mutual plc (”Old Mutual”) ett offentligt erbjudande i ett prospekt varigenom aktieägarna i Försäkringsaktiebolaget Skandia (publ) (”Skandia”) mot vederlag i form av kontanter och aktier fick möjlighet att överlåta sina aktier i Skandia till Old Mutual. Vid tidpunkten för erbjudandet innehade Old Mutual

²⁹ Prop. 2004/05:85 s. 452 f.

³⁰ Prövningen avsåg tillämpligheten av den likalydande särregeln i 14 a kap. 2 § fjärde stycket FRL. FRL har emellertid upphävts och den nu gällande försäkringsrörelselagen (2010:2043) innehåller inte några bestämmelser om tvångsinlösen. En situation som den i målet förevarande regleras därför numera av särregeln i ABL 2005.

³¹ Stattin, Högsta domstolen tolkar särregeln vid tvångsinlösen av aktier – En kommentar till NJA 2011 s. 932, SvJT 2012 s. 488 ff.

³² Sjöberg, Tvångsinlösen – särregelns tillämpning, JT 2011–12, s. 892 ff.

inga aktier i Skandia, men genom erbjudandet förvärvades, under anmälningstiden, drygt en miljard aktier. Därigenom uppnådde Old Mutual en ägarandel tillräcklig för att kunna tvångsinlösa resterande aktier. Old Mutual påkallade därefter skiljeförfarande med stöd av 14 a kap. 1 § försäkringsrörelselagen (1982:713) ("FRL").

Det offentliga erbjudandet hade begränsats i prospektet, huvudsakligen såtillvida att erbjudandet, varken direkt eller indirekt, lämnades i USA eller i Australien, Kanada och Japan eller i någon annan jurisdiktion där erbjudandet eller transaktionen skulle strida mot tillämplig lag. Begränsningen innebar att innehavare av 17,7 procent av det totala antalet aktier i Skandia inte fick ta del av erbjudandet. Eftersom erbjudandet på detta sätt hade begränsats, uppstod fråga om särregeln var tillämplig för fastställande av lösenbeloppet. Frågan blev föremål för särskild skiljedom. Skiljenämnden fann att särregeln inte var tillämplig, eftersom ägare av målbolagsaktier som befann sig i de undantagna jurisdiktionerna inte kunde anses omfattade av uppköpserbjudandet och inte heller tilläts att acceptera detta.

Old Mutual begärde överprövning av skiljedomen och yrkade vid Stockholms tingsrätt att särregeln skulle förklaras tillämplig. Tingsrätten hänsköt i enlighet med 56 kap. 13 § rättegångsbalken målet till Högsta domstolen, som meddelade prövningstillstånd.

Högsta domstolen noterade att erbjudandet enligt sin ordalydelse avsåg samtliga aktieägare. Erbjudandets jurisdiktionsbegränsning förklarades från Old Mutuals sida med att de undantagna ländernas värdepappersmarknadslagstiftning annars skulle ställa till stora problem. Det konstaterades av Högsta domstolen, med hänvisning till Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:22, att detta förfaringssätt är mycket vanligt förekommande på marknaden och att budgivare endast undantagsvis låter uppköpserbjudanden omfatta aktieägare i USA och andra länder med komplicerad värdepappersmarknadslagstiftning.

Enligt Högsta domstolen kan aktieägare, trots att de befinner sig i en undantagen jurisdiktion, ändå låta sina aktier omfattas av erbjudandet. Så kan till exempel ske genom att aktieägaren säljer aktierna vidare till någon som har sitt hemvist i en jurisdiktion som omfattas av erbjudandet, som därefter kan acceptera erbjudandet. Eftersom budgivaren då inte kan vägra att lösa in sådana aktier, ansåg Högsta domstolen att erbjudandet i målet, trots jurisdiktionsbegränsningarna, omfattade "samtliga aktier". Högsta domstolen tycks således, till skillnad från skiljenämnden som argumenterade på ett liknande sätt, ha anlagt ett synsätt som innebär att jurisdiktionsbegränsningar av detta slag inte ute-

sluter själva aktierna, utan enbart de aktieägare som befinner sig i någon av de undantagna jurisdiktionerna.

Högsta domstolen sade sig inte finna något stöd i förarbetena vare sig till FRL eller till ABL 2005 för tolkningen av uttrycket ”samtliga aktier” när vissa jurisdiktioner undantagits från ett uppköpserbudande. I stället hänvisades till två doktrinuttalanden som enligt Högsta domstolen kortfattat berört frågan, där det ena utan hänvisning eller närmare motivering hävdar att särregelns tillämplighet inte hindras av jurisdiktionsbegränsningar.³³

Eftersom jurisdiktionsbegränsningar är mycket vanligt förekommande på marknaden, fann Högsta domstolen ytterligare stöd för ovanstående resonemang i argumentet att om särregeln aldrig skulle kunna tillämpas när uppköpserbudanden förenas med jurisdiktionsbegränsningar skulle särregelns tillämplighet beskäras avsevärt. Detta kan enligt Högsta domstolen inte ha varit lagstiftarens avsikt. Även ändamålsskäl sades tala för denna tolkning, men vilka ändamålsskäl som åsyftas utelämnar Högsta domstolen ur domskälen. Domstolen nöjde sig i stället med att konstatera att några vägande skäl mot en sådan tolkning i vart fall inte kunde anföras.

Avslutningsvis gav Högsta domstolen extra styrka till sin argumentation genom en komparativ utblick mot Storbritannien, där det införts uttryckliga bestämmelser av innebörd att dylika jurisdiktionsbegränsningar inte hindrar tillämpningen av de takeover-regler som finns där.

Högsta domstolens slutsats i målet är således att särregelns krav på att samtliga aktier måste omfattas av erbjudandet skall anses vara uppfyllt trots att erbjudandet är begränsat i fråga om de jurisdiktioner till vilka det är riktat. Detta ledde i sin tur också till att särregelns andra ”matematiska krav” ansågs uppfyllt, eftersom mer än 90 procent av målbolagsaktierna förvärvades av Old Mutual i samband med uppköpserbudandet. Därmed fann Högsta domstolen att särregeln var tillämplig.

Två justitieråd var skiljaktiga och ansåg, lika med skiljenämnden, att särregeln inte var tillämplig. I sin skiljaktiga mening påpekade de dock att ”[v]id bestämmande av aktiens marknadsvärde enligt huvudregeln kan det dock inte uteslutas att det, beroende på omständigheterna, kan

³³ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen en kommentar (1 januari 2011, Zeteo kommentaren till 22 kap. 2 § under 5. Särregeln). Den andra hänvisningen är till Nyström m.fl., Takeover-reglerna en kommentar, 2010, s. 23 f., där det sägs att ”[s]ådana restriktioner medför inte att ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i ett bolag blir att betrakta som partiellt bud [...]”.

få betydelse att en stor andel av aktieägarna har accepterat erbjudandet.”

3.3 Kommentar till Old Mutual-fallet

Personligen är jag benägen att anse att ovanstående påpekande från de skiljaktiga justitieråden är alltför försiktigt hållet. Det förhållandet att en så stor andel av aktieägarna som i Old Mutual-fallet – 98,25 procent – har accepterat ett offentligt bud är även enligt huvudregeln inte bara av betydelse utan helt avgörande för lösenbeloppets bestämmande. Eftersom lösenbeloppet fastställs på basis av dessa försäljningar torde detta under alla förhållanden vara lika stort, oavsett om det bestäms på grundval av huvudregeln eller särregeln.

I huvudregelns *andra* mening anges att lösenbeloppet för aktier som är föremål för handel vid börs, auktoriserad marknadsplats eller annan reglerad marknad skall motsvara det noterade värdet om inte särskilda skäl föreligger som motiverar ett annat lösenbelopp än den noterade kursen (börsregeln). Lösenbeloppet skall bestämmas med hänsyn till förhållandena vid påkallandedagen. Vid påkallandet i Old Mutual-fallet fanns, sedan målbolagsaktien avnoterats från London Stock Exchange, emellertid inget noterat värde. Börsregeln är således inte direkt tillämplig,³⁴ varför lösenbeloppet skall bestämmas med tillämpning av huvudregelns *första* mening.

Enligt särregeln skall lösenbeloppet motsvara vederlaget, dvs. det av övriga aktieägare godtagna priset.³⁵ Numera, efter Balken II och införandet av ABL 2005, är det klarlagt att lösenbeloppet också enligt huvudregeln skall fastställas på grundval av gjorda överlåtelse. Både huvudregeln och särregeln söker således fastställa samma värde, vilket i ABL 1944 benämndes aktiens verkliga värde.

Vederlaget enligt det offentliga erbjudandet i Old Mutual-fallet bestod av både kontanter och aktier. Skiljedomspraxis innebär att då vederlag enligt ett offentligt uppköpserbjudande består av noterade aktier, eller en kombination av noterade aktier och kontanter, skall vederlagsaktien – avseende sådana fall då särregeln är tillämplig – värderas till det genomsnittliga noterade värdet (volymviktat genomsnittspris)

³⁴ Däremot torde stängningskursen eller den senaste tidens, före avnoteringen, kursutveckling ha ett högt bevisvärde vid fastställande av lösenbeloppet.

³⁵ Widhagen, Om tvångsinlösen av aktier – några reflektioner, i Festskrift till Gottfried Calissendorff, 1990, s. 321 (cit. Widhagen).

av vederlagsaktien under hela erbjudandetiden.³⁶ Enligt min mening kan beräkningen av vederlaget när huvudregeln är tillämplig inte fastställas på något annat sätt. Bedömningen är densamma och det är det verkliga vederlaget vid varje enskilt genomfört förvärv som värderas.

Genom det offentliga erbjudandet erhöll Old Mutual accepter från aktieägare vilkas totala innehav uppgick till 98,25 procent av aktierna i målbolaget.³⁷ Det faktum att så många aktier förvärvades innebär att köpeskillingen vid förvärven måste anses representativ för aktiens värde. Därmed utgör förvärven ett mycket starkt bevis för vad lösenbeloppet skall bestämmas till. Resonemanget bekräftas också av Aktiebolagskommittén, som i sitt delbetänkande³⁸ uttalade att "[d]en omständigheten att ett uppköpserbjudande antagits av ägare till ett mycket stort antal aktier [utgör] en så stark indikation på att det erbjudna priset utgör ett riktigt mått på aktiens värde, att det bör frångås endast under särskilda omständigheter."

Ett motiv som brukar anföras till stöd för särregeln är att den förenklar och skyndar på tvångsinlösenförfaranden. Old Mutual-fallet är dock ett talande exempel på att det inte alltid förhåller sig så, utan att särregeln i stället kan leda till komplicerade gränsdragningsfrågor som försvårar och försenar tvångsinlösenprocessen. Old Mutual-fallet avser, som jag beskrivit ovan, endast tolkningen av ett rekvisit i särregelns nya ordalydelse. Det är således en mycket begränsad fråga som Högsta domstolen behandlar i fallet och dess prejudikatvärde för lösenbeloppets bestämmande måste därför anses mycket ringa. Vilken regel som formellt tillämpas torde som sagt inte heller vara av betydelse.

4. Avslutande synpunkter

För att kunna besvara frågan vad det är för särskilt med särregeln har jag ansett det vara viktigt att kort belysa utvecklingen av värderingsfrågor alltsedan möjligheten att tvångsinlösa aktier infördes i svensk aktiebolagsrätt. Vägen till de regler som nu gäller i ABL 2005 har inte varit rak.

³⁶ Sjöberg, *Tvångsinlösen*, 2007, s. 422 samt Widhagen s. 321 f.

³⁷ Då erbjudandet inte riktades till aktieägare vars totala innehav uppgick till 17,7 procent av aktierna i Skandia måste det som både skiljenämnden och Högsta domstolen konstaterat, utanför erbjudandet och innan anmälningstiden löpte ut, även ha förekommit överlåtelser av målbolagsaktier från sådana aktieägare som inte omfattades av erbjudandet till sådana aktieägare som omfattades av erbjudandet.

³⁸ SOU 1997:22 s. 283.

Den första värderingsregeln infördes i ABL 1944 och innehöll att lösenbeloppet skulle bestämmas så att det motsvarade aktiens verkliga värde. Regeln prövades av Högsta domstolen i Gimo-fallet, där omständigheterna var mycket särpräglade. Rättsfallet är svårtolkat men kom i viss mån att styra skiljedomspraxis i riktningen att det var företaget som var värderingsobjektet och inte aktien. Värderingsutlåtanden blev därför ett vanligt förekommande bevismedel.

Särregeln infördes först genom ABL 1975. Emellertid tog lagstiftaren samtidigt bort den tidigare allmänna värderingsregeln, eftersom den ansågs intetsägende. Särregeln blev således den enda värderingsregeln i ABL 1975. Till den oklarhet som tidigare rådde om vad som avsågs med ”aktiens verkliga värde” lades nu frågan vad som skulle gälla om särregeln inte var tillämplig.

Rättsläget klarnade först genom Balken II. I rättsfallet fastslogs det tämligen självklara att det är aktien som är det primära värderingsobjektet. Vidare ansåg Högsta domstolen att införandet av särregeln visar att lagstiftaren inte tagit avstånd från uppfattningen att det är aktiernas marknadspris som skall läggas till grund för lösenbeloppet, även när särregeln inte är tillämplig. Särregeln är alltså inte någon särregel utan snarare en variant av huvudregeln, som tydligen fortsatt att gälla trots att den inte fanns med i ABL 1975.

Genom införandet av ABL 2005 lagfästes Högsta domstolens ståndpunkter i Balken II. I 22 kap. 2 § ABL 2005 finns numera avsevärt mer utvecklade värderingsregler än i tidigare lagstiftning. I Old Mutual-fallet prövade Högsta domstolen vilken av huvudregeln och särregeln i 22 kap. 2 § ABL 2005 som skulle tillämpas i ett visst fall. I beaktande av hur huvudregeln är utformad och hur den tillämpats efter Balken II har jag således svårt att se att lösenbeloppet, av en skiljenämnd eller domstol, skulle kunna anses uppgå till ett annat belopp än den köpeskilling för vilken målbolagsaktien förvärvats, oavsett vilken regel – huvudregeln eller särregeln – som används vid bedömningen. Den ställda frågan kan således besvaras med att det inte är något särskilt med särregeln.

Som framgått ovan korresponderar i dag det sätt på vilket huvudregeln tillämpas i så hög grad med det sätt på vilket särregeln tillämpas att en särskild regel vid offentliga erbjudanden till och med kan te sig onödig. Det är aktien som är det primära värderingsobjektet oavsett om det är särregeln eller huvudregeln som tillämpas. Och lösenbeloppet skall normalt grunda sig på aktiens marknadspris, dvs. gjorda försäljningar och det pris som därvidlag har godtagits av övriga aktieägare.

”Handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls”
– en legal uppmaning och SwedSec-licensiering
som ett sätt att följa den

Per-Ola Jansson

1. Lagens uppmaning

1.1 Introduktion och presentation av en lagregel

Johan Munck har lämnat många viktiga bidrag till nytta för den svenska finansmarknaden. Bland dessa kan nämnas att han i hast fick ta på sig ordförandeskapet och slutföra arbetet i Värdepappersmarknadsutredningen sedan dess tidigare ordförande avlidit. Få kunde vara bättre lämpade än Johan Munck för ett hastigt påkommet inbrott på ett så komplicerat område som utredningens. Den skulle på kort tid anpassa ett mycket omfattande och komplext EU-direktiv till svensk lagstiftning. Utredningen presenterade sina förslag i betänkandet (SOU 2006:50) En ny lag om värdepappersmarknaden. Det är ett imponerande aktstycke för att ha åstadkommit under begränsad tid, men i delar nog så svårtillgängligt. Det senare skall inte skyllas på utredningen utan på det direktiv, som satte ramarna för arbetet. Utredningens förslag är i allt väsentligt identiska med den nu gällande lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, som blev ett resultat av utredningens arbete.

I lagen finns en bestämmelse, som till det yttre kan se mera enkel ut än merparten av lagens i övrigt marknadstekniskt mer eller mindre avancerade bestämmelser. Den finns i 8 kap. 1 § och säger att ett värdepappersinstitut skall tillvarata sina kunders intressen, handla hederligt, rättvist och professionellt samt i övrigt handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Liknande bestämmelser finns längre fram i lagen med inriktning på börser och clearingorganisationer.

Bestämmelsen är bara delvis ett resultat av den av Johan Munck ledda utredningen. Legala krav om att upprätthålla förtroendet för vär-

depappersmarknaden hade sedan tidigare funnits redan i ett par decennier i den svenska lagstiftningen. De gjorde sina första steg i insiderregleringen och fick senare fäste också i annan lagstiftning, exempelvis i lagen (1991:980) om värdepappersrörelse, vilken föregick den nuvarande värdepappersmarknadslagen.

I den här artikeln kommer jag att diskutera lagens uppmaning om att förtroendet skall upprätthållas för att avsluta med ett praktikexempel i bestämmelsens anda. Diskussionen kommer bland annat att föras med utgångspunkt i en svårighet med förtroendebestämmelsen i lagen om värdepappersmarknaden, nämligen att bestämmelsen rimligen borde kräva ett aktivt förtroendeskapande i verksamheten, medan det är svårt att få grepp om var detta mera precist skulle bestå. Det är däremot lättare att inse vad som kan ligga i dess motsats, det vill säga felsteg av olika slag som kan vara nedbrytande för förtroendet. Om förtroendet redan är gott bör det normalt vara tillräckligt att undvika sådana för att det skall upprätthållas. Det är dock inte alltid säkert, då passivitet och slentrian, vilka i och för sig kanske inte medför felsteg, ändå kan skada förtroendet. Skulle förtroendet vara svagt, synes bestämmelsen sakna udd, om det skulle vara tillräckligt för de berörda att upprätthålla förtroendet på denna skrala nivå.

Lagregelns nakna ”förtroende” bör utan bekymmer kunna läsas som om det innehåller det underförstådda tillägget ”gott”, det vill säga att det är det goda förtroendet som är lagens syfte. Ser man till lagbestämmelsens rimliga syfte bör inte heller, trots ordalydelsen, någon skarp gräns dras mellan att skapa förtroende och att upprätthålla detta. Syftet bör uppfattas vara att understödja ett aktivt förtroendeskapande till gagn för värdepappersmarknaden. Det är i hög grad kring ett sådant förtroendeskapande den fortsatta diskussionen kommer att föras. Här och där kommer den att snävas åt till att handla mera om förtroende i de personliga kundkontaktarna än det som sätts på spel i de övergripande marknadsfunktionerna.

1.2 Något om bestämmelsens bakgrund och hur den brukar förklaras

Även om kraven på att den som är verksam i värdepappersrörelse skall verka för marknadsförtroendet således har upprepats i flera lagar finns i förarbetsuttalanden och kommentarer till lagstiftningen endast få tydliga riktmärken för vad som ligger i kraven, i varje fall om man vill veta något om hur ett aktivt förtroendeskapande skall gå till vid de dagliga

kundkontakterna. Vid sidan av de tre preciseringar om hederlighet, rättvisa och professionalism som nu finns i lagen och förtydligar dess inriktning är det så gott som bara Värdepappersmarknadskommittén som gett några ledtrådar, vilket skedde i slutet av 1980-talet. Det mesta som i övrigt har sagts i saken är tämligen kortfattat. Ett belysande exempel finns i prop. 1990/91:142, som följde på Värdepappersmarknadskommittén och i vilken lades fram förslag till den nämnda, tidigare gällande lagen om värdepappersrörelse. Där sägs, att innebörden av rekvisitet sund värdepappersrörelse – vilket inrymde kravet på handlande för att upprätthålla förtroendet – inte är statiskt utan kan variera beroende på hur värdepappersmarknaden utvecklas och att inspektionsmyndighetens liksom vissa privata organisationers praxis och rekommendationer kan ha betydelse för att bestämma innebörden. I propositionen sägs således just inte mera än att det läggs i någras händer att fylla ut lagens krav. Uttalandet ger dock stöd för självreglering som komplement till lagstiftningen. Utöver detta finns i propositionen några allmänt hållna uttalanden om att det är av vikt för förtroendet med en effektiv information och om vikten av ingripanden mot osunda beteenden.

I den tidigare gällande lagen om värdepappersrörelse knöts således förtroenderekvisitet samman med kravet på att rörelsen skulle drivas så att den kunde anses sund. Sundhetskravet går tillbaka på en parallell i banklagstiftningen. Där hade kravet haft hemortsrätt sedan länge och betydde från början inget annat än att en bank skulle bedrivas så att dess ekonomiska ställning inte äventyrades. Det var alltså fråga om ekonomisk sundhet. När bankerna under 1970- och 80-talen ville hålla ifrån sig vissa tveksamma affärer fick de hjälp av sin tillsynsmyndighet Bankinspektionen, vilken i uttalanden kallade etikmeddelanden – närmast en form av allmänna råd – gav sundhetskravet ett delvis nytt innehåll med etiskt betonade riktlinjer för verksamheten. Med dessa som stöd kunde bankerna värja sig mot vissa slag av oönskade affärer till gagn för förtroendet hos allmänheten för dem och deras verksamhet. Denna nya betydelse av sundhetskravet, vars uppkomst kan sägas ha varit mera praktiskt än rättsligt betingad, fick så småningom ett rättsligt stöd i samband med att banklagstiftningen formades om.

Steget från sundhet i bankverksamheten till värdepappersrörelsen var inte långt och när det hade tagits låg det nära till hands att göra tillägg om förtroendet också i lagstiftningen om det senare slaget av rörelse. Det låg i linje med argument som ekonomer ofta använt, när de beskrevit värdepappersmarknaden.

I det inledningsvis nämnda, under Johan Muncks ordförandeskap framlagda betänkandet sades om förtroenderekvisitet inte mera än att någon saklig skillnad inte avsågs i den nya lag som föreslogs jämfört med motsvarande bestämmelse i den då gällande lagen om värdepappersrörelse. Emellertid föreslog utredningen att det i lagtexten skulle läggas till krav på att ett värdepappersinstitut skall handla ”hederligt, rättvist och professionellt”, vilka krav också flöt in i den färdiga lagen. Genom att det i lagen sägs att ett institut vid sidan av dessa tre krav ”även i övrigt” skall iakttä ett för värdepappersmarknaden hos allmänheten förtroendeingivande handlande medverkar de till att precisera förtroendekravet. I prop. 2006/07:115, i vilken utredningens lagförslag stöptes om till slutgiltig form, ges inga ytterligare ledtrådar till förståelsen av förtroenderekvisitet.

Om vi går tillbaka något i historien så finner vi, som redan har nämnts, den mest grundliga genomgången i offentligt tryck av värdepappersmarknadens funktioner och förutsättningar i det betänkande som lades fram av Värdepappersmarknadskommittén och som ledde bland annat till den tidigare nämnda lagen om värdepappersrörelse. I betänkandet (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden talade kommittén en hel del om vikten av förtroende för denna marknad och angav ett antal förutsättningar som borde tjäna förtroendet. Som sådana betonades särskilt att transaktionssystemen skall vara snabba och säkra, att transaktionskostnaderna skall vara låga, att likviditeten skall vara hög, att neutralitet skall iakttas mellan olika aktörer i handeln, att kurserna – det vill säga priserna på finansiella instrument – skall baseras på relevant information, att informationen skall vara samtidig och omedelbar, liksom att den skall vara öppen, fullständig, korrekt och snabb samt att likabehandling skall gälla i fråga om tillgång till den (betänkandets del I, s. 271). Detta rör tämligen marknadstekniska förhållanden, vilka det i första hand åvilar den som organiserar marknaden, exempelvis en börs, att beakta. Genomgången säger dock inte mycket om hur ett värdepappersinstitut skall agera i sina dagliga kundkontakter, de som främst ombesörjs av institutets anställda. Till sin uppräknings av dessa förhållanden, i vilken det är lätt att instämma, lade utredningen också avslutningsvis ett slags allmän handlingsregel i form av det mycket mindre påtagliga påbudet att ”deltagarna på marknaden bör även i övrigt iakttä god sed”.

Värdepappersmarknadskommitténs påbud om god sed kan uppfattas som en formel för förtroendet i en vidare bemärkelse. I ett försök att sätta kött på benen gjorde kommittén en genomgång av hur man borde

kunna se på den goda seden (betänkandets del I, s. 287, under rubriken "God sed och etik" och del II, kapitel 13 under rubriken "Börsetikens former och innehåll"). Den som läser detta får till livs mycket klokt om vikten av förtroende, men handfast ledning ges knappast i fråga om hur ett värdepappersinstitut och dess företrädare skall bete sig för att värna förtroendet vare sig när det bränner till eller när allt går sin gilla gång. Utredningen insåg förmodligen det omöjliga i att skapa en handbok om detta, liksom att lägga fram ett en gång för alla fungerande etiskt normsystem och rundade av med att "det ligger i sakens natur att lagstiftningen för att bli effektiv måste kompletteras med åtaganden bland dem som själva agerar på marknaden" (betänkandets del I, s. 289). Utredningen tycks således ha menat att självreglering inte bara *kan* förekomma vid sidan av lagstiftningen, utan att den *bör* göra det, kanske till och med som ett nödvändigt komplement.

I den litteratur där värdepappersmarknadslagstiftningens förtroenderekvisit har kommenterats har diskussionen till stor del, i likhet med Värdepappersmarknadskommitténs genomgång, handlat om varför det är så viktigt med förtroendet och mindre om hur det skapas. För egen del har jag då och då försökt skriva eller säga något om varför förtroendet är viktigt och har då lånat ekonomiskt färgade argument för behovet av förtroende och talat bland annat om samhällsnyttan med finansiellt sparande, de finansiella affärernas omfattning, deras risker och den egenheten att de avser något så diffust som framtida värdeutveckling baserad på förhållanden som inträffar först sedan affärerna gjorts. Men i likhet med de flesta har jag svävat på målet när det gällt att tala om hur den bör bete sig som vill skapa eller vidmakthålla ett förtroende för värdepappersmarknaden.

Att de som har behandlat frågan om förtroendet för värdepappersmarknaden mest har talat om hur viktigt detta är och mera om de risker som förknippas med att det raseras än hur det kan åstadkommas kan hänga samman med att en fri och öppen marknad, som den svenska värdepappersmarknaden är trots att den omges av åtskilliga regler, ger utrymme för att felsteg skall kunna begås. Så vore fallet i mindre grad om vi hade att göra med en sluten och kanske ransonerad marknad. Att vi får fortsätta att ha en öppen marknad är dock av stor vikt för samhällsutvecklingen. Därför är det också viktigt att förtroendet värnas, såsom värdepappersmarknadslagen kräver.

1.3 Samfällida vittnesmål om förtroendets betydelse

Argumentet om förtroendets betydelse för värdepappersmarknaden och risken för att det raderas har sitt ursprung i diskussionen om det goda samhället liksom i samhälls- och företagsekonomin, inom vilken förtroende betonas som särskilt viktigt för funktionen hos ekonomiska system. I såväl offentliga som privata skrifter finns således många uttalanden till stöd för vikten av förtroende för värdepappersmarknaden, vilka så gott som genomgående faller tillbaka på ekonomiska argument om marknadens samhällsnytta och de risker som finns i den. Förtroendet anses vara en nödvändig förutsättning för att attrahera riskvilligt kapital till nyttiga eller nödvändiga investeringar. Om man ser till det finansiella systemet som helhet skulle man rent av kunna hävda att förtroendet är nödvändigt för finansieringen av vår välfärd. I den tidigare berörda prop. 1990/91:142 betonas visserligen (s. 84) värdepappersmarknadens betydelse för samhällsekonomin som ett sidoordnat moment till förtroendet, men man bör nog snarare se den samhällsekonomiska betydelsen och förtroendet som samordnade.

De ekonomiskt baserade argumenten ligger långt framme också i den pågående debatten om finansmarknaden. Som ett exempel ur dagspressen kan nämnas att man i Svenska Dagbladet den 22 februari 2012 i en artikel om börsverksamhet kunde läsa att "förtroendet är på sikt värdepappersmarknadens kanske viktigaste tillgång". Av sammanhanget borde man förstå att också det omvända gäller, det vill säga att dess kanske största risk är att förtroendet går förlorat. Den som är verksam i värdepappersmarknaden känner mycket väl igen detta och får ofta höra att hon eller han är verksam i en förtroendebransch.

Den ekonomiska argumentationen för förtroendets betydelse baseras på värdepappersmarknadens viktiga uppgift som finansieringskälla. Som sådan fungerar den bara om ett stort antal finansiärer är beredda att medverka i den, vilket de erfarenhetsmässigt drar sig för om deras förtroende för marknaden sviktar. Deras aversion mot okontrollerbara risker gör sig då gällande och de kräver en högre riskpremie med ökade finansieringskostnader som följd, om de över huvud taget skall vara beredda att ställa upp.

För att förstå vad som ligger i värdepappersmarknadslagens krav på förtroende kan det dock inte vara tillräckligt att inse marknadens ekonomiska betydelse, utan den som skall uppfylla kravet måste skaffa sig en mera praktiskt användbar bild av dess innebörd. Detta underlättas rimligen av att förtroendet är lika mycket en affärsmässig angelägenhet

för de berörda företagen som en angelägenhet för dem att iaktta laguppfyllelse.

Inte minst värdepappersinstitutens affärsmässiga intresse av förtroende för sin verksamhet har bidragit till att ett aktivt arbete rörande uppträdande och regelfterlevnad har slagit rot i värdepappersmarknaden. Det framträder i första hand i den form av verksamhet som alltså också i vårt land går under sin anglosachsiska beteckning *compliance*. Den har ibland beskrivits som en verksamhet för normsäkring. I varje värdepappersinstitut finns nu en särskild funktion för detta. Men funktionen blir ganska tandlös i fråga om strävan efter förtroende om det inte står i varje fall någorlunda klart hur detta kan skapas och upprätthållas. Det räcker inte med att undvika fallgropar för att förtroendeskapandet skall vara effektivt. Häri ligger en svårighet, då det inte är lätt att en gång för alla ge en detaljerad beskrivning av hur den som skall verka för att förtroendet upprätthålls skall uppträda. När något sägs om aktivt förtroendeskapande brukar det oftast handla om att prissättningen på marknaden skall vara öppen och tillförlitlig och att informationsflödet fungerar väl, i huvudsak marknadstekniska argument vilka ger ringa ledning i fråga om de inblandades personliga uppträdande i deras dagliga verksamhet.

Också om marknadsaktörerna själva således har en affärsmässigt naturlig strävan att skapa förtroende för sin verksamhet kan man utgå från att det är den långvariga och starka betoningen av förtroendet i den ekonomiska diskussionen som i första hand har inspirerat lagstiftaren till att ta in krav på upprätthållande av förtroende i lagstiftningen. Fastän förtroendebestämmelsen mest ser ut som en moralisk förpliktelse med sken av naturrätt ligger den därför som lagregel, med sitt tydliga ekonomiska nyttofundament, väl i linje med den naturrättsfientliga Uppsalaskolans, och där särskilt Vilhelm Lundstedts, princip om att samhällsnyttan bör utgöra ett rättesnöre för lagstiftningen.

Till de vanligast använda ekonomiskt inriktade argumenten för viken av förtroende för värdepappersmarknaden bör läggas ett mera moraliskt betonat. Det gäller beroende och beroendeförhållanden. I värdepappersmarknaden gäller att såväl kapitalsökande som investerare är märkbart beroende av dem som står för tjänsteutbudet i marknaden, inte minst av värdepappersinstituterna i deras roller som mellanhänder i transaktionsleden. Ett beroende förutsätter, jämsides med ömsesidig nytta, förtroende för att förhållandet mellan parterna skall flyta smidigt. Man kan se det på professionalism hos aktörerna grundade förtroendet, liksom deras plikt att upprätthålla detta, som korrektiv mot att de får ett oförsvarligt övertag över sina kunder.

1.4 Förtroendebestämmelsen som grund för rättsliga åtgärder

Hur starkt stöd man än kan finna för en bestämmelse som kräver förtroendeinriktat handlande med allmänheten som mål ter den sig ändå något udda i den svenska lagstilen. Men nu är ju kravet likväl lag och inte styrt av något normativt ”bör”, utan här gäller ett klart uttalat ”skall”. Av detta skulle kunna förstås att en bristfällig uppfyllelse rent av skulle kunna föranleda sanktion. Den som undviker andra regelöverträdelser kan nog ändå känna sig ganska lugn i fråga om risken för detta. Här kan man falla tillbaka på bestämmelsens ordalydelse och det tämligen passiva uttrycket ”upprätthålla”, där först brott däremot bör kunna klandras, medan ett aktivt förtroendeskapande mera får ses som ett berömvärt syfte stött av lagen.

Lugnet bör kunna utsträckas till att gälla risken för krav grundat på förtroenderekvisitet. Det kan svårigen utnyttjas som självständig grund för ett krav riktat mot ett företag på vilket förtroendekravet ställs.

I sanktionssammanhanget bör ändå påpekas att Finansinspektionen i det första av en serie beslut rörande Carnegie Investment Bank för några år sedan i en genomgång av tillämpliga regler tydligt framhöll det krav på förtroendeinriktat handlande som stipulerades i den då tillämpliga lagen om värdepappersrörelse, vilken gällde också sådan rörelse i bank (Finansinspektionens beslut den 27 september 2007, Dnr 07-6125). Även om inspektionen i sina skäl för att utdela en varning inte föll tillbaka på just förtroenderekvisitet kan man inte bortse från att det lyftes fram som en av de regler som skulle iakttas. Det skall sägas, att varningen baserades på inspektionens bedömning att andra regelöverträdelser hade skett.

Lagstiftningen är uppbyggd så att dess sanktioner så gott som uteslutande kan riktas mot de företag för vilka den gäller. I sin verksamhet företräds de av anställda eller uppdragstagare, vilka har en plikt gentemot företaget att verka så att detta uppfyller förtroendekravet. Om man bortser från vissa ledningspersoner kan enskilda anställdas felgrepp dock endast angripas med arbetsrättsliga metoder, vilka kan vara svåra att tillgripa med avseende på något så svårdefinierat som förtroendepåverkande handlingar. Också för detta måste nog i allmänhet krävas ganska markanta felsteg.

1.5 ”Hederligt, rättvist och professionellt”

I den juridiska litteraturen på området klargörs – vid sidan av marknadstekniska åtgärder inriktade på företagen – knappast något om det

aktiva, förtroendeingivande uppträdandet mera än att man kan läsa sig till hur man inte får bete sig. Där finns således en del att hämta av exempel om hur förtroendet kan raseras. Jag vill, som jag redan har antytt, dock inte tro att det är så enkelt att lagstiftaren tänkt sig att förtroendet upprätthålls så länge inga tydliga klavertramp äger rum. För att det inte är så talar inte bara att ordet förtroende är bjudande och bör kunna läsas som "gott förtroende" liksom de samhällsekonomiska argumenten utan också Värdepappersmarknadskommitténs betoning av den goda seden samt, inte minst, de tre orden "hederligt, rättvist, professionellt", vilka kom in i lagregeln på förslag av den av Johan Munck ledda utredningen. Fast de kan tyckas granska självklara som led i förtroendeskapande har de medfört en språklig kvalificering av förtroenderekvisitet. Kraven på hederlighet och professionalism tydliggör att lagen kräver mera än att klavertramp skall undvikas. De ger nyttiga preciseringar av förtroendekravet och är dessutom lättare att förstå med anknytning till de personliga kundkontakterna än sådana marknadstekniska åtgärder, vilka närmast ligger på företagen som sådana att iaktta. I brist på andra auktoritativa rättesnören för det aktiva förtroendeskapandet utgör de tre preciseringarna viktiga byggstenar vid sidan av den exempelsamling på förbud och negativa pekpinnar, som är så mycket lättare att hitta än framåtsyftande riktmärken.

Hederlighet och professionalism är visserligen ganska allmänna och innehållsdiga begrepp, men de är ändå goda riktmärken för ett oklanderligt beteende. De motiverar därför enligt min mening sin plats i själva lagen. De fungerar dessutom bra som riktlinjer i de dagliga kundrelationerna. Svårare är det med "rättvist" och "rättvisa", som står för handlande i överensstämmelse med det rätta, nog så angeläget men dock så svårtolkat.

Många har försökt förklara rättvisan, alltifrån Sokrates, som enligt Platon ansåg rättvisa uppnås om alla får sin beskärda del, till dagens politiker, vilka i rättvisa lägger det som bäst tillgodoser deras väg till det mål som kan kallas medborgarnas bästa. Det är bara det att de förbehåller sig själva att definiera både vägen och målet. Men i affärer – och värdepappersmarknaden är en marknad för affärer – är det nog få som tänker på medborgarnas bästa. En affär kännetecknas av att den syftar till ett positivt resultat av något slag för parterna i den, vilket dock naturligtvis inte alltid uppnås. Det betyder inte annat än att egoism råder hos parterna i det som är en affär. Om den tillfredsställs, kan kanske summan av all den egoism som finns i en marknad ge var och en sin beskärda del så att Sokrates rättvisa i någon mån uppnås ungefär som

Adam Smith tänkte sig att marknadens osynliga hand skulle ordna samhället till det bästa.

Utilisterna sökte rättvisan hos den upplysta egennyttan och i mottot största möjliga lycka åt största möjliga antal. Men en modern finansiell marknad bygger på samarbete mellan ett mycket stort antal hjärnor och ingen kan, förrän i efterhand med datorhjälp, ha insyn i mera än en bråkdel av alla affärer. Att skapa rättvisa och lycka åt många, kanske med hjälp av egennyttan, leder då knappast längre än till att den part som är underkastad lagens rättvisekrav inte utan godtagbara skäl i en affär får gynna någon – inte heller sig själv – på någon annans bekostnad, varvid ett godtagbart skäl dock måste vara rätten att tjäna på affären. Rättvisekravet kan dock sätta en gräns för förtjänsten, men var den gränsen går är lika svårt att säga som kritikerna av Sokrates ansett det vara att bestämma vad som är en rimlig beskärd del.

Alla som sökt förklara rättvisan har drabbats av att andra minst lika framstående tänkare har visat på svagheter i deras förklaringar likt kritiken mot otydligheten i Sokrates beskärda delar. Rättvisa handlar i praktiken nog mera om ”bör” än om ”är” och ”skall”. Rättvisekravet ger därför mindre hjälp att förklara vad förtroendet betyder i praktiken än den ledning man kan få av den föreskrivna hederligheten och av professionalismen.

1.6 Spridda tankar om förtroende

När man vill försöka förstå något så svårgripbart och egentligen mest psykologiskt betingat som förtroende bör vissa tankeutflykter kunna tillåtas. Trots att ämnet här är något så precist som en lagregel tillåter jag mig att ta ytterligare några steg vid sidan av juridiken med motiveringen att det är en lagregel som bryter av från dem jag är van vid.

Först vill jag peka på att med en stigande temperatur i affärslivet behövs en någorlunda preciserad affärsetik. Detta ämne har blivit både ett forskningsfält och ett levebröd, vilket har fött en omfattande litteratur, också i det närbesläktade ämnet ledarskap. I den sägs åtskilligt om hur förtroende kan raseras och om hur den, genom att göra ”pudlar” eller bete sig på annat sätt, bör uppträda som redan trampat snett. Som goda normer framhålls inte minst just hederlighet, rättvisa – dock ofta utan försök att ange vari den består – och professionalism, liksom noggrannhet och öppenhet med information, ungefär som Värdepappersmarknadskommittén betonade.

I den affärsetiska diskussionen finns naturligtvis mycket att hämta för den som helt ut vill bete sig i enlighet med det legala förtroendekravet i värdepappersmarknaden. Går man en bit vidare kan man konstatera att den som i dag vill hänga med måste bygga sitt varumärke. Om detta finns åtskilligt skrivet och av det kan man lära att det är i stort sett detsamma som att skapa förtroende, men då i första hand för sig själv och den egna verksamheten och inte primärt hos allmänheten för den marknad i vilken den äger rum. Men den som skapar förtroende för sig själv och sin egen verksamhet bidrar nog i allmänhet också till förtroendet för den större egna marknaden. Trots att det ligger en god bit från de källor ur vilka kunskap om lagstiftning vanligen fås bör nyttiga besked om vad värdepappersmarknadslagens bestämmelse kräver för slag av beteende kunna hämtas hos dem som lär ut om att bygga varumärken. Det gäller inte minst vid ett aktivt arbete för förtroendet, på det sätt som bör svara mot lagens syfte vid sidan om att felsteg skall undvikas.

Den som vill iaktta förtroendekravet bör, som sagts, ha lättare att göra sig en bild av hur man inte skall bete sig i en mängd situationer än att finna riktmärken för aktiva affärsåtgärder. Men i affärsverksamhet är knappast avhållsamhet den mest framgångsrika hållningen. Där måste man i stället vara beredd att agera och därmed att utsätta sig för risker och då är det givetvis bra att veta vad man inte bör göra, men den som skall ge råd om vägen framåt skulle nog många gånger hellre vilja att den låg utstakad. Så många flera klara riktmärken för den finns nog ändå inte än hederlighet och professionalism och den lite mera oklara rättvisan, om man inte skall ta med sådana mål för affärsverksamheten som syftar till en stark marknadsställning och ett starkt anseende, vilket senare ofta kallas ett starkt varumärke. Det är svårt att bortse från att en stark marknadsställning och ett starkt varumärke i betydelsen anseende betingas av att förtroendet är gott. Den som strävar efter detta bör alltså vara på rätt väg för att nå lagens krav om att förtroendet skall upprätthållas. Det betyder att lagens krav och de berörda företagens affärsmässiga mål i hög grad sammanfaller. För dem som arbetar med compliance är detta knappast något nytt och det bör rimligen inte vara det heller för värdepappersinstitutens affärsledning.

För rådgivare i finansiella angelägenheter, liksom för de företag i vilka de är anställda, finns en del att hämta i lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter och den goda rådgivningssed, vilken enligt lagen skall gälla. Inom ramen för den har utvecklats vissa principer, såsom en omsorgsplikt mot konsumenter och en anpassning

av rådgivning till den enskildes förhållanden innefattande en plikt att avråda från olämpliga affärer. Den goda rådgivningsseden och den utveckling den kommer att få kan i flera avseenden ge god vägledning för ett beteende som kan skapa förtroende.

Det kan vara anledning att påminna om att en av modernitetens förgrundsgestalter, den orättfärdigt något misskände Friedrich Nietzsche, vilken förmodligen har betytt mera än någon annan för dagens moral-filosofi, såg moralen som hämmande. Han förklarade det med att den i huvudsak stipulerade vad som inte gick för sig. I stället önskade han ett nytt moraliskt mönster med positivt inriktade pekpinnar om beteendet, det vill säga sådana som mera anger hur vi bör bete oss än hur vi inte bör bete oss så att vi kan gå genom livet på ett sätt vi själva kan vara tillfreds med. Det är naturligtvis en tillfällighet, men ett i positiv mening förtroendeskapande handlingsmönster i enlighet med Nietzsches tankar ligger bättre i linje med värdepappersmarknadslagens förtroendekrav än den exempelsamling på oönskade beteenden som oftast åberopas när affärsverksamhet rörande värdepapper skall riktas in mot framtiden och när det skall avgöras hur nästa steg i en affär bör tas. Lagens krav är ju, i likhet med Nietzsches moraliska önskan, allomfattande och framåtsyftande.

Det är klart att sunt förnuft duger bra för att fylla ut förtroendekravet en god del, liksom det allmänna rättsmedvetande som den ledande representanten för den historiska skolan inom rättsvetenskapen Friedrich Carl von Savigny byggde sitt rättsliga tänkande på.

Också den goda förebilden bör ge bra ledning. Det gäller bara att hitta denna förebild, vilket ibland kan vara nog så svårt. Med detta bör en kreativ compliance kunna ge hjälp.

Om företagens strävan efter förtroende för den egna verksamheten och för den egna personalen blir framgångsrik kan det ändå vara skäl att lyssna till en varningsklocka som påminner om hur många gånger vi har sett oinformerade privatpersoner och småföretagare i alltför hög grad förlita sig på till synes kunniga och därför förtroendegivande rådgivare. De kan därigenom ha satt sin ekonomi på spel. I den internationella diskussionen kan man ibland få höra begreppet over-confidence som beteckning på ett sådant förhållande. Det är ett självklart affärsmässigt mål för varje företag att omge sig med förtroende, men för mycket också av det slaget kanske ibland rent av är farligare än en sund skepsis. Här hjälper inte hederlighet och rättvisa, ty den som ger råd kan många gånger säkert vara lika uppfylld av dem båda som förtroendegivande men ändå misslyckas med sina råd. Då är det bättre med

professionalism, i vilken bör ligga inte bara kunskaper utan också sund skepsis och förmåga att se egna begränsningar.

Det senast sagda kan inte riktas som anmärkning mot att företag bygger upp sitt förtroende, men kan kanske visa att lagens förtroenderekvisit, hur förnuftigt det än kan tyckas, kan ha sina gränser. Den som byggt sitt förtroende på hederlighet och professionalism bör dock ha lättare att återskapa sitt förtroende än den som tagit chanser. Om alla som är verksamma i värdepappersmarknaden strävar efter ett förtroende byggt på dessa fundament, talar det därför för en långsiktig stabilitet hos marknaden, också när den utsätts för påfrestningar.

Även om det i värdepappersmarknadslagens krav på att upprätthålla förtroende bör ligga ett anspråk på positivt förtroendeskapande står det givetvis klart att det däri också ligger ett krav på att inte genom felsteg radera det förtroende som har byggts upp. Att åstadkomma en fyllig exempelsamling på förtroendeskadliga beteenden vore förmodligen ganska lätt. Bara att följa med i media kan ge en hel del till en sådan samling. I medias roll ligger att spegla just sådana händelser och stämningar, ofta av negativt slag, som kan få genomslag på förtroendet. Till dessa hör inte sällan regelöverträdelser av olika slag. Hit hör insiderbrott, om vilka Värdepappersmarknadskommittén framhöll att de främst bör ses som ett missbruk av ett förtroende som riktar sig mot marknaden (SOU 1989:72 del II s. 76).

Ett steg i förtroendebygget är således att se till att regelöverträdelser och andra felsteg undviks. Som ett nästa steg bör tillses att effektiva motmedel finns att tillgå när felsteg av olika slag likväl tagits och riskerar att äventyra förtroendet. Det har till och med förekommit tankar på förhandsgranskning i förtroendesyfte i vissa fall. I prop. 1990/91:142 sägs således (s. 84) att förtroendet och värdepappersmarknadens betydelse för samhällsekonomin bör medföra att det allmänna har möjlighet att ingripa mot en olämplig utformning av finansiella instrument, det som i dag ofta kallas utformning av finansiella produkter. I samma riktning, fast mindre proaktivt, ligger att tillfredsställa behovet av att kunna ingripa mot företag eller enskilda vilka, genom att överträda de regler som gäller i verksamheten, äventyrar förtroendet för den. Detta är vanligen en uppgift för myndigheter, såsom domstolar och Finansinspektionen. När förtroendet för en hel marknad, såsom värdepappersmarknaden, är i blickfånget bör dock också privata krafter kunna utnyttjas i detta avseende. Det förekommer, som vi strax skall se, åtminstone i en väl genomarbetad form.

1.7 Självreglering

Jag återgår nu till Värdepappersmarknadskommitténs tal om åtaganden av dem som är verksamma i värdepappersmarknaden. Genom sitt praktiska handlande och de mönster och handlingsnormer detta leder till ger de viktiga bidrag till förtroendeskapandet. Sådana praktiskt skapade normer blir inte sällan så vägledande att de får tvingande eller så gott som tvingande karaktär. Därifrån är steget inte långt till systematiserad normgivning i form av självreglering utförd av marknadsaktörerna själva, i vilken inte sällan de i praktiken skapade handlingsnormerna flyter in. Med fortsatt anknytning till Värdepappersmarknadskommitténs betoning av den betydelse marknadsaktörernas åtaganden har för förtroendet för värdepappersmarknaden är det därför naturligt att se på något av det som gjorts i fråga om självreglering på området.

Innan självregleringen får en belysning i ett omfattande praktiskt exempel finns det dock anledning att ge självregleringen som sådan ett par ord på vägen. De motiveras av att det inte sällan klankas på självregleringen, inte minst på den som förekommer i de finansiella marknaderna. När felsteg eller missgrepp kan konstateras hävdas inte sällan, såsom i samband med skandalen rörande referensräntan Libor sommaren 2012, att den finansiella självregleringen inte fungerar. Och så ropas ofta inte bara på striktare regler utan också på att dessa skall skapas av myndigheter. Det är klart att självregleringen inte kan bota alla åkommor. Men detta gäller i lika hög grad andra regler. Om det vore så väl att vi kunde bli kvitt allt otyg med någon form av regler, ja, då skulle naturligtvis den formen bli allenarådande. Men så enkelt är det inte. Därför skall den som håller på med självreglering inte misströsta över glåporden utan fortsätta att jobba på med målet att ständigt förbättra sin verksamhet till nytta för sin marknad, för förtroendet för den och för dess kunder.

Det framstår alldeles uppenbart att regler behövs i en så komplex verksamhet som den finansiella. Michel de Montaigne tyckte visserligen på sin tid att vi knappast behövde flera regler, plikter eller lagar för att leva väl i vår mänskliga samfällighet och föreslog att vi skulle studera tranor och myror, vilka tycktes leva ytterst välordnat trots att de saknade allt detta och dessutom lärdom. Vad han då inte tänkte på var att de, till skillnad från oss, i sin brist på lärdom inte förmår annat än att leva på sitt utstakade sätt. Ju mera någon vet desto större är risken att kunskapen utnyttjas, om inte för annat än för att pröva den, också till möjlig skada för andra. Det råder ingen tvekan om att kunskaper och förmåga till kreativt tänkande inte är bristvaror i den finansiella verk-

samheten. Därför får vi inte ställa oss främmande till att det behövs en yttre uppstramning till stöd för ordning, reda, hederlighet och hänsynstagande och därmed förhoppningsvis också för förtroendet hos allmänheten för denna verksamhet. Uppstramningen får gärna vara sträng, men behöver inte i detalj ange hur allt skall göras, ty det skapar lätt en ofruktbar stelbenthet. Erfarenheten visar att självreglering, också en sträng sådan, passar bra för att uppnå en god balans i detta.

I fråga om självreglering på finansmarknaden skall jag, som ett gott exempel på att krav och frihet kan kombineras, behandla den licensiering av anställda i värdepappersmarknaden som genomförs på initiativ av Svenska Fondhandlareföreningen. Eftersom den har just förtroendet för värdepappersmarknaden som uttalat mål, ligger den helt och hållet i linje med värdepappersmarknadslagens krav, liksom med annat som belysts på de stickspår på vilka framställningen hittills har tagit in.

2. Licensiering av anställda i värdepappersmarknaden – självreglering som fyller ut lagregeln om förtroende

2.1 Licensieringens tillkomst

Vid tiden för det senaste sekelskiftet var situationen den att lagen – då fortfarande lagen om värdepappersrörelse – av värdepappersinstitut krävde en förtroendeingivande verksamhet som ett led i att den skulle vara sund. De tre bestämningarna om hederlighet, rättvisa och professionalism hade ännu inte fått legal ställning. Som förklaringar av det legala förtroendekravets betydelse fanns just inte mera än det Värdepappersmarknadskommittén hade skrivit ett tiotal år tidigare. Den svenska värdepappersmarknaden hade alltså ganska goda tider och värdepappersinstituten var ännu inte oroliga för att den skulle stagnera. De var i stället i högsta grad inriktade på att vidga sina marknader och att finna nya kunder. På det sättet kunde de i sin rörelse bidra till finansiering av samhällsnyttig verksamhet. För att vara attraktiva såg de som en naturlig affärsmässig uppgift att bygga vidare på det förtroende som fanns för deras verksamhet så att allmänheten i egenskap av en stor grupp möjliga kunder skulle hysa detta förtroende. De ville således åstadkomma just det som lagen på grund av ett vidare samhällsintresse krävde av dem. Det såg vid den tiden ganska bra ut med förtroendet. Detta hade inte på länge satts i fråga i några mera besvärande sammanhang. Men inriktningen på breddning av tjänsteförsäljningen förde, vid

sidan av en förbättrad marknadsföring, med sig en beredskap att söka stärka förtroendet ytterligare, om bra vägar för detta yppade sig.

I det läget väcktes inom värdepappersinstitutens branschorganisation Svenska Fondhandlareföreningen tanken på att de branschanslidda som hade yrkesmässiga kontakter i värdepappersrörelsen med kunder och andra utanför de institut de var anställda i skulle ha en licens som visade att de hade kompetens för uppgiften. Tanken var att ett licenskrav byggt på kvalitativ grund borde vara en förtroendeskapande injektion. Kravet skulle i första hand omfatta de licensierade befattningshavarna, men också deras arbetsgivare skulle beröras. Om systemet kunde få bred uppslutning skulle det ge förtroende också för värdepappersmarknaden som sådan helt i enlighet med lagstiftningens mål.

Framför allt den affärsmässiga drivkraften hos fondhandlareföreningens medlemsföretag var tillräcklig för att tanken omedelbart skulle falla i god jord och för att ett sådant licensieringssystem kom att tas i drift i början av år 2001.

I tiden från det att tanken på ett licensieringssystem rann upp till dess systemet sattes i sjön inträffade några klandervärda händelser som satte förtroendet på prov. Dessutom gick själva marknaden åt fel håll i ekonomisk mening, vilket i den krassa verkligheten brukar vara det värsta för förtroendet. Under licensieringssystemets förberedelsetid kom därför lagens krav på förtroende att lyftas fram vid några tillfällen på ett sätt som det inte hade gjorts under de i detta avseende ganska lugna åren före sekelskiftet.

2.2 Licensieringssystemet i korta drag

Jag har tidigare, i en liten skrift till tioårsjubileet av systemets sjösättning, gett en ganska noggrann beskrivning av licensieringssystemet, varför jag här nöjer mig med en mycket översiktlig redogörelse för det.

Licensieringssystemet har ett antal grundläggande komponenter. För att administrera systemet finns ett bolag, SwedSec Licensiering AB (i fortsättningen SwedSec). Utgångspunkten är att företag som driver värdepappersrörelse eller vissa därmed jämförliga verksamheter kan ansluta sig till systemet. De gör det genom att ingå avtal med SwedSec. I det åtar de sig att inte låta andra än anställda med licens utföra vissa särskilt känsliga uppgifter, främst bland dessa att ha kundkontakt rörande kvalificerade värdepapperstjänster. För att en anställd skall få licens krävs godkänt resultat på ett ganska omfattande kunskapsprov. Därefter skall licenshavaren årligen genomgå kontroll av sina kunskaper baserade på

fortlöpande förnyade och av SwedSec fastställda kunskapskrav. Mycket viktigt är vidare att den som fått licens är pliktig att följa de lagar och regler som gäller för verksamheten och också annan lagstiftning så att vederbörande motsvarar det förtroende som är förknippat med licensen. Om en licenshavare begår en regelöverträdelse kan detta ge anledning till ett disciplinärt förfarande, vilket som yttersta sanktion kan leda till att licensen återkallas. Personen är i så fall förbjuden att befatta sig med sådana tjänsteuppgifter för vilka krävs licens och arbetsgivarföretaget har ett motsvarande förbud att lägga sådana uppgifter på personen. För handläggning av disciplinära åtgärder har skapats ett reglerat förfarande och en nämnd med framstående expertis såväl inom det rättsliga området som i fråga om marknadskunnande. Nämnden har en oberoende ställning och fattar beslut i disciplinärenedena. Johan Munck har varit disciplinnämndens ordförande alltsedan systemet togs i bruk år 2001.

Som antytts, kan inte bara värdepappersinstitut ansluta sig till licensieringssystemet utan också företag med en liknande verksamhet. Eftersom jag tidigare endast diskuterat förtroendet med utgångspunkt från vad som enligt lagstiftningen gäller värdepappersinstituten och eftersom anställda i sådana institut utgör det dominerande antalet licenshavare inskränker jag mig fortsättningsvis till att tala om dem även om det som sägs har betydelse också för några andra slag av företag.

Det finns anledning att här peka på ytterligare en komponent i licensieringssystemet, nämligen att det är helt frivilligt för de företag som kan komma i fråga att ansluta sig till systemet, medan ett tvång att ha licens gäller för de anställda som skall utföra kvalificerade uppgifter för företag som har anslutit sig. Sett i relation till den diskuterade lagbestämmelsen bör frivilligheten för företagen ses som en poäng. Det är ju företagen som enligt bestämmelsen skall handla så att förtroendet upprätthålls och då bör det stå dem fritt att avgöra om licensieringen är en väg för dem att uppnå detta. På systemet och dess administratör SwedSec ställer frivilligheten kravet att fortlöpande arrangera licensieringen så att den är attraktiv och eftersom det långsiktiga egenvärdet i licensiering inte bör överdrivas är det just i dess förtroendeskapande som attraktiviteten ligger. Hade licensieringen skapat en elitstämpel kunde den möjligen ha haft ett markant värde i sig, men en viktig princip vid systemets tillkomst var att undvika detta slag av stämpel och att licensieringen i stället skulle verka för en bred kompetens med dokumenterade kunskaper som tecken på detta. Populärt uttryckt har licensieringen till syfte kompetens men inte spetskompetens. Den senare får företagen skaffa sig på andra vägar.

2.3 Licensieringen och förtroendet

En utbredd kompetens måste rimligen ge god näring åt förtroendet. Från kompetens är steget inte långt till att de licensierade personerna skall uppträda professionellt. Kompetensen svarar därför bra mot i varje fall ett av de specifika krav som infördes i lagstiftningen i och med tillkomsten av värdepappersmarknadslagen. Den bör också borga för hederlighet.

Även om drivkraften bakom tillkomsten av licensieringssystemet, som tankarna föll vid genomförandet, mera var värdepappersinstitutens behov av att stärka och upprätthålla sitt affärsmässiga förtroende i värdepappersmarknaden än ett sätt för dem att tillgodose en svårgreppbar lagbestämmelse, så finns förtroendet med som en minsta gemensam nämnare. Att upprätthålla förtroendet för sin verksamhet och för den marknad i vilken man är verksam kan bara betyda ett och det samma oavsett om det uttrycks som en princip i självregleringen eller i lag. Det bestyrks av det syfte med licensieringen som, i form av bolagets vision, har angetts av Svenska Fondhandlareföreningen i dess ägardirektiv för dotterbolaget SwedSec. Där sägs syftet med licensieringen vara att förtroendet för värdepappersmarknaden skall vara högt. Det skall enligt visionen åstadkommas genom att licensieringen skall verka för en hög kunskapsnivå hos anställda i företag verksamma i värdepappersmarknaden och för att de anställda efterlever de regler som finns. Med detta har målen för verksamheten lagts mycket nära de två krav i värdepappersmarknadslagen vilka tydligast preciserar vad som avses med det eftersträfvade förtroendet, nämligen kraven på professionalism och hederlighet.

Utöver sitt syfte att medverka till förtroendet för värdepappersmarknaden har licensieringen ytterligare ett inslag av förtroende, nämligen på det individuella planet. En licens ger således den som fått den ett förtroende att utföra vissa kvalificerade uppgifter. Det följer av att en anställd i ett till licensieringssystemet anslutet företag inte utan licens får utföra dem. Att detta individuella förtroende bara kan vinnas genom en aktiv insats i form av genomgången kunskapsprov och att det kan förloras om förtroendet bryts genom en regelöverträdelse medför ett påtagligt personligt värde för den enskilde. Det leder i sin tur utan tvekan licensieringssystemet som sådant i riktning mot det mera övergripande förtroendet för den marknad i vilken dessa enskilda är verksamma.

Vid halvårsskiftet 2012 var antalet licensierade personer nästan 10 000, medan antalet anslutna företag är på väg att närma sig 200.

Redan dessa siffror talar för att systemet har varit en framgång. Licensieringen framstår därför som ett gott exempel på fungerande självreglering i den svenska värdepappersmarknaden. Dessutom pågår ett arbete på en utvidgning av systemet så att de som avkrävs en så kallad certifiering enligt lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter skall kunna komma in under den mera kvalificerade licensieringen. Härigenom kan det antas att antalet licensierade på några år kan komma att fördubblas. Detta ger i så fall ytterligare ett positivt tillskott till förtroendet.

2.4 Fem hörnstenar i förtroendebygget

För att licensieringssystemet skall bidra till att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden måste det uppfylla några grundläggande krav. Vid sidan av dessa måste en mängd praktiska detaljer löpa väl för att systemet skall fungera och ge det tillskott till förtroendet som är avsett. De för förtroendet viktigaste kraven kan dock enligt min mening inskränkas till fem. Jag skall behandla dem i tur och ordning.

För det *första* måste licensieringssystemet omfatta en tillräckligt stor del av de i marknaden verksamma företagen och deras anställda. Med hänvisning till de uppgifter om dessa förhållanden som nyss lämnats bör man kunna konstatera att det kravet är väl uppfyllt. Om den planerade utvidgningen av systemet får den antagna effekten kommer det att uppfyllas än bättre.

För det *andra* måste de kunskaper som en licenshavare skall uppvisa vara relevanta och tillräckligt djupgående. Också detta krav måste anses uppfyllt. Det var till och med så att det i systemets barndom gjordes gällande, också av oberoende bedömare, att kunskapskraven var för hårt ställda. Den kritiken kunde lätt bemötas, när hela idén var att skapa förtroende och då kunskaper är en nödvändig grund för ett professionellt och därmed förtroendeingivande uppträdande. Ändå är det så att gamla kunskaper klingar av med tiden och deras värde undergår en form av inflation i takt med att omvärlden förändras. Därför fick det inte räcka med att en licensierad en gång för alla visade sig klara kraven, utan till systemet har, som nämnts, också lagts en årlig kontrollstation vid vilken skall visas att en licenshavare har vidmakthållit och förnyat sina kunskaper så att de alltjämt är relevanta. Inte minst denna årliga kunskapsavstämning är viktig för att skapa och vidmakthålla förtroende.

För det *tredje* – och för förtroendet det kanske allra viktigaste – är det av avgörande betydelse att den som fått en licens uppträder så att det gagnar just förtroendet. I uppträdandet ligger naturligtvis, såsom flera gånger tidigare påpekats, att felsteg så långt möjligt skall undvikas. Målet måste vara att de som fått licens, baserat på deras kunskaper och erfarenheter och på deras omdöme, känner igen ett felsteg innan det har tagits och därför avstår från det. Att undvika felsteg får dock inte vara tillräckligt. En licenshavares uppträdande bör dessutom präglas av de ledord för förtroendet som finns i värdepappersmarknadslagen, således av professionalism och hederlighet, men givetvis också av rättvisa, när det står klart hur den skall anläggas. I linje med min syn på lagens bud om förtroende bör uppträdandet vara sådant att det i positiv mening befrämjar detta. Att det inom licensieringssystemets ram ligger att en licenshavares kunskaper skall vidmakthållas och förnyas ger rimligen ett gott stöd för ett sådant uppträdande.

Visserligen är det alltid den enskilde själv som styr över sitt uppträdande. Den nyss nämnda egenskapen hos licensieringen att den ger en licenshavare förtroendet att få utföra vissa viktiga uppgifter bör dock fungera som ett utmärkt styrmedel för att den enskilde skall iaktta ett förtroendefrämjande uppträdande. Licensieringssystemet ger därför i varje fall ett starkt bidrag till befastande av ett uppträdande som kunder och allmänhet har rätt att förvänta sig av anställda i värdepappersinstitut. Värdepappersinstituten, deras ledningar och ansvariga för compliance bör givetvis också medverka till att alla som är verksamma i värdepappersmarknaden, vare sig de är licensierade eller inte, iakttar ett gott uppträdande.

För det *fjärde* måste det finnas en tydlig och väl fungerande ordning för ingripanden när felsteg har tagits. I licensieringssystemet ligger att endast den som motsvarar systemets krav får utföra ansvarskrävande uppgifter. Om sådana skulle anförtros personer vilka inte klarar att hålla sig inom regelverken skulle förtroendet för såväl systemet som för den marknad i vilken det förekommer skadas. En licens måste således kunna återkallas med följd att det förtroende som getts åt licenshavaren dras tillbaka. Det ideala vore givetvis om det nämnda förstahandsmålet kunde uppnås så att inga felsteg över huvud taget togs. Med många tusen licensierade är detta dock en orealistisk förhoppning. Systemet har därför måst tillföras effektiva och rättssäkra korrekptionsmedel.

I första hand ligger ett mycket stort ansvar på de anslutna företagen att vidta åtgärder när fel har begåtts. De har sådana skyldigheter i flera avseenden också enligt lagstiftningen. För att komma till rätta med detta måste de ha interna metoder för att stävja felaktigheter och bris-

ter. Den compliancefunktion som licensieringssystemet har medverkat till att förstärka har en viktig roll i detta.

När felstegen är allvarliga och företagens egna åtgärder inte räcker till måste den disciplinära verksamhet som är knuten till licensieringssystemet ta över. Hur det skall ske anges i detalj i SwedSecs regelverk. Enligt detta är de anslutna företagen pliktiga att till SwedSec anmäla regelöverträdelser som kan leda till sanktion. Regelöverträdelser kan också på andra sätt komma till SwedSecs kännedom och tas upp till behandling. Den sker i ett från bolagets löpande verksamhet skilt disciplinutskott under ordförandeskap av en på området sakkunnig jurist som inte är anställd i bolaget. Utskottet förbereder ett ärende om regelöverträdelse genom att låta alla berörda komma till tals och genom att precisera saken så att det efter beredning kan avgöras om det skall lämnas vidare till SwedSecs disciplinnämnd. I ärenden som går till nämnden förs saken fram av SwedSec.

Disciplinnämnden är fristående från SwedSecs löpande verksamhet. Den har till självständig uppgift att avgöra disciplinära ärenden och har tre möjliga sanktioner att tillgripa, erinran, varning och återkallelse av licens. En varning är ett kraftfullt påpekande om att licensen hänger lös om någon ny överträdelse uppmärksammas. Om en licens återkallas får den berörda personen inte längre utföra uppgifter för vilka krävs licens. Det är självklart viktigt för förtroendet för värdepappersmarknaden att det kan påvisas att personer som gör sig skyldiga till allvarliga överträdelser av reglerna inte längre får betjäna kunder i deras affärer med värdepapper.

Med den uppbyggnad det disciplinära förfarandet har fått och dess arbetsformer och med den beslutande nämndens sammansättning, som nämnts under Johan Muncks ordförandeskap, och de under mera än tio år visade resultaten av dess verksamhet kan konstateras att licensieringssystemet också i detta avseende uppfyller de högt ställda krav som förutsatts för att det skall medverka till ett starkt förtroende för värdepappersmarknaden.

I takt med att disciplinnämndens praxis fylls ut skapas en karta över synen på beteenden och åtgärder, såväl tillåtna som otillåtna. Den bör hjälpa licenshavarna, de anslutna företagen och deras complianceansvariga att orientera sig.

Till de fyra hittills behandlade krav på licensieringssystemet, vilka jag anser måste tilläggas mycket stor vikt om systemet enligt sitt syfte skall bidra till att stärka förtroendet, vill jag lägga ett *femte* och för förtroendet avgörande krav. Detta har betydelse för förtroendet såsom detta anges i värdepappersmarknadslagstiftningen men också för licensie-

ringssystemet som sådant. Det gäller att systemet och dess huvudkomponenter måste vara kända. Man skulle visserligen kunna nöja sig med att systemet leder till ett förtroendeingivande uppträdande hos licenshavare och kanske genom dem som förebilder hos andra personer som är verksamma i värdepappersmarknaden, men det räcker inte. Förekomsten av systemets disciplinära kontroll och reaktion måste anses så viktigt för förtroendet att också detta bör göras känt. Det är inget som kunder eller andra märker av direkt i sin dagliga kontakt med värdepappersinstitutet. I linje med konstaterandena att det förtroende som värdepappersmarknadslagen pekar mot till inte ringa del skapas genom att felsteg undviks bör licensieringssystemets metoder för ingripanden när denna strävan misslyckats och felsteg ändå förekommit göras kända. Det måste också ligga ett förtroendevärde i att det blir känt att licenshavare fortlöpande måste visa att de har relevanta kunskaper. Oavsett hur bra systemet är uppbyggt och fungerar är det därför inte tillräckligt att systemets förtroendeskapande mäts bara efter dess påverkan på det professionella uppträdandet.

När lagen säger att värdepappersinstitutet, däribland ett stort antal till licensieringen anslutna företag, skall verka så att förtroendet för värdepappersmarknaden skall upprätthållas hos allmänheten är det just hos allmänheten licensieringens värde måste göras klar för att systemet fullt ut skall hjälpa de anslutna företagen att upprätthålla lagens förtroendekrav för sin marknad. Allmänheten behöver i detta sammanhang inte förstås så att den avser alla medborgare, utan viktigast är att kännedom om systemet når dem som är på något sätt intresserade av eller engagerade i värdepappersmarknaden. Denna grupp kan nås på olika vägar, varvid de licensierade själva, deras arbetsgivare, kunderna, allmän information genom media, trycksaker och så vidare kan fungera som kanaler för detta. Eftersom värdepappersmarknadslagen av värdepappersinstitutet kräver att de skall handla så att förtroendet för värdepappersmarknaden upprätthålls och eftersom de måste antas ha anslutit sig till licensieringssystemet på grund av dess allt överskuggande förtroendemål, bör de ha ett starkt intresse av att medverka till att kännedom sprids om licensieringen. Om de utnyttjar sina kundkontakter för detta skulle så stora grupper nås att man kan tala om allmänheten, i varje fall den del av allmänheten som har något intresse av värdepappersmarknaden.

För att licensieringssystemet skall ge ett ordentligt bidrag till förtroendet bör det inte vara nödvändigt med att alla har kännedom om systemets alla detaljer och finesser. Det räcker gott med att kännedom sprids om dess huvudsakliga inslag och dess kvalitativa inriktning.

På att göra licensieringssystemet mera känt bör läggas mera kraft, nu när detta har fått en omfattning och uppbyggnad så att det i andra avseenden väl fyller en uppgift i det förtroendebygge som ständigt måste pågå. Vid sidan om att hålla det fungerande systemet i trim och att få till stånd den aktuella utbyggnaden av detta bör den viktigaste uppgiften för SwedSec för den närmaste framtiden vara att bredda informationen om licensieringssystemets existens och innebörd.

2.5 Några personliga slutord

Den personliga anmärkningen må efter detta tillåtas att jag anser SwedSecs licensieringssystem vara en mycket viktig insats på vägen mot att uppfylla värdepappersmarknadslagens förtroendekrav. Som systematisk metod för förtroendeskapande är den ojämförlig. Systemet ligger förmodligen närmare lagens positiva bud om att upprätthålla förtroendet och stärka detta än vad som kan åstadkommas med de metoder i form av exempelvis offentlig tillsyn som lagen själv anvisar. Jag grundar det på att licensieringssystemet riktar sig till en mycket stor mängd enskilda anställda och inte som lagen i princip bara till de företag i vilka anställningen råder. Det är just vid mötet mellan ett företags kunder och dem som i egenskap av anställda har att företräda företaget som förtroende i hög grad skapas eller sätts på spel. Nu återstår att mera än hittills dra den nytta för förtroendet för värdepappersmarknaden som licensieringssystemet otvivelaktigt kan bidra med.

Värdepappersmarknadslagens förtroenderekvisit syftar högt. SwedSecs licensieringssystem syftar också högt. Målet för dem båda är ett och detsamma, att ett högt förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Licensieringen bygger på självreglering av ett slag som fyller ut lagens ganska svårgripbara bud. Den anvisar en praktiskt framkomlig väg med tydlig riktning åt det håll lagen pekar.

Aktiemarknadsnämnden och incitamentsprogram

Björn Kristiansson

1. Nämndens bildande och Leo-affären

I mars 1986 tillkännagav Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare gemensamt att de hade beslutat att inrätta en nämnd för aktiemarknadsfrågor. I september samma år inledde Aktiemarknadsnämnden sin verksamhet.¹ En utvecklad aktiemarknad, inte minst mot bakgrund av den kraftiga ökningen av handeln med aktier, ansågs kräva organ för regelgivning och regeltillämpning för att kunna fungera tillfredsställande.²

Inom Näringslivets Börskommitté, NBK, hade diskussioner om en etisk nämnd inom självregleringen förts redan på 1970-talet, då NBK bildades. NBK var en renodlad regelutfärdare på självregleringsområdet, och dess regler tillämpades av börsstyrelsen och Bankinspektionen, föregångare till Finansinspektionen. Någon uttolkare av god sed på aktiemarknaden existerade inte, inte heller något organ som kunde lämna förhandsbesked i dessa frågor.

Aktiemarknadsnämndens tillkomst 1986 hängde dock inte samman med dessa tidigare diskussioner utan kan tillskrivas den s.k. Leo-affären.

Leo-affären innehöll huvudsakligen följande element. Det börsnoterade bolaget Wilh. Sonesson förvärvade 1983 det onoterade bolaget Leo. I samband med förvärvet genomfördes en riktad emission av Leo-aktier i betydande omfattning till bl.a. ledande befattningshavare i Leo och Sonesson-koncernen. Dessutom över-

¹ Se om AMN:s tillblivelse Aktiemarknadsnämnden, verksamhetsberättelse för perioden 1 september 1986–31 augusti 1988 ("Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse"), s. 5 ff. och Johan Munck i SvJT 1996 s. 899 ff.

² Se Munck i SvJT 1996 s. 900, se även Per-Ola Jansson, Regelbildning på värdepappersmarknaden – ett samspel mellan dynamik och stabilitet, 1995 s. 40 f.

lät Sonesson ett antal aktier till ledningspersoner i Volvo, som var moderbolag till Sonesson. Även bolaget Yggdrasil erbjöds teckna Leo-aktier, varvid Yggdrasil lämnade ett oåterkalleligt köpeanbud till samtliga innehavare av Leo-aktier till det pris aktierna tecknats för. Sonesson förvärvade vid ett senare tillfälle aktier i Gambro, varav en del vidareöverläts till Leo. När det stod klart att Gambro skulle visa en större förlust, återtog Sonesson Gambro-aktierna från Leo för den ursprungliga köpeskillingen. När Leo sedermera noterades 1985 blev kursen drygt 250 procent högre än teckningskursen respektive förvärvspriset.³

Överlåtelseerna och emissionerna uppfattades av flera skäl som oetiska. Teckningskursen respektive överlåtelsepriset ansågs vara för förmånligt, tilldelningskretsen för vid och tilldelningen för stor. Yggdrasils "kursgaranti" genom köpanbudet ansågs understryka det oetiska elementet liksom att Sonessons ledning agerat utifrån privatekonomiska hänsyn när de överfört förlusten på Gambro-aktierna från Leo till Sonesson. Ett flertal aktörer önskade reglering lagstiftningsvägen. I början av 1986 tillsatte regeringen den s.k. Leo-kommissionen med uppdrag att utreda vad som försiggått i Sonesson och Leo, att utreda omfattningen av riktade emissioner till ledande befattningshavare och anställda i andra börsbolag samt föreslå nödvändig lagstiftning på börsrättsområdet.⁴

Lagstiftaren införde regler om beslutsformer vid vissa riktade emissioner och aktieöverlåtelser m.m. samt regler om informationsgivning i kallelse till bolagsstämma och i bolagets årsredovisning i den s.k. Leo-lagen,⁵ vars regler med vissa smärre ändringar inarbetats i 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551).

Några materiella regler avseende villkoren i eller den närmare utformningen av ett erbjudande lades dock inte fast i Leo-lagen. Leo-kommissionen och regeringen uttalade istället att först skulle de självsanerande åtgärder som marknaden samtidigt genomförde utvärderas.⁶ Det som främst åsyftades var den nybildade Aktie marknadsnämndens verksamhet.

³ En detaljerad redovisning av Leo-affären ges i DsFi 1986:21 s. 38 ff. Se även Ulf Aspenbergs uppsats i denna bok.

⁴ Se protokoll från regeringssammanträde 1986-01-03, återgivet i DsFi 1986:21 s. 14 f.

⁵ Lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.

⁶ Se DsFi 1986:21 s. 117 och prop. 1986/87:76 s. 22 f.

Huvudsyftet med att bilda nämnden var att undvika lagstiftning i materiell börsetik, främst i frågor kring incitamentsprogram.⁷ De första årens uttalanden från nämnden kom också att till stor del behandla incitamentsprogram, innan andra frågor, särskilt beträffande offentliga uppköpserbjudanden, började dominera nämndens verksamhet.⁸

Av Aktiemarknadsnämndens knappt 200 uttalanden fram till och med uttalande 2002:1 behandlade 40 incitamentsprogram, dvs. över 20 procent. Efter uttalande 2002:1 har nämnden behandlat incitamentsprogram i endast 16 uttalanden, och incitamentsprogramsuttalanden har därmed kommit att utgöra en mindre andel av nämndens uttalanden. Nämnden hade vid utgången av september månad 2012 gjort 621 uttalanden varav 485 offentliggjorts, och antalet offentliggjorda incitamentsprogramsuttalanden, 56 stycken, motsvarar drygt 10 procent av det totala antalet offentliggjorda uttalanden.

På grund av kopplingen till Leo-affären – att genom att ta tag i incitamentsprogrammen få bort frågan om ytterligare reglering från lagstiftarens bord – kom Aktiemarknadsnämnden genom sina uttalanden snabbt att etablera ett regelverk för incitamentsprogram. Genom ett antal principuttalanden, dvs. uttalanden utan anknytning till ett enskilt fall, kom nämnden att producera ett regelverk som egentligen låg närmare NBK:s regelskapande uppgift än nämndens grundläggande uppdrag som uttolkare av god sed i enskilda fall. Detta blev mycket tydligt genom principuttalandet AMN 2002:1 i plenum, som innebar en sammanfattning av nämndens tidigare praxis avseende incitamentsprogram och medförde att de flesta tidigare uttalanden avseende sådana program i ett slag blev överspelade.⁹ Uttalandet ställer upp tydliga regler för de

⁷ Se AMN:s verksamhetsberättelse s. 7 och Munck i SvJT 1996 s. 900.

⁸ Det år nämnden bildades, 1986, gjordes tre uttalanden, samtliga om offentliga uppköpserbjudanden. Därefter handlade sex av 1987 års elva uttalanden om incitamentsprogram, och fram till och med 1991 behandlades sådana program i 17 av nämndens totalt 45 offentliggjorda uttalanden.

⁹ I AMN 2002:1 anför nämnden följande. ”Aktiemarknadsnämnden [har] i åtskilliga uttalanden alltsedan sin tillkomst behandlat olika former av incitamentsprogram. Nämnden har meddelat fyra principuttalanden i ämnet efter sammanträde i plenum... och ett förhållandevis stort antal uttalanden rörande enskilda fall, varav en del är konfidentiella... I den praktiska verksamheten har detta lett till minskad överskådlighet och skapat ett behov av ett principuttalande som sammanfattar nämndens ståndpunkter på sådant sätt att information inte behöver sökas på alltför

olika typer av incitamentsprogram som förekommer på den svenska marknaden. Detta innebär att Aktiemarknadsnämnden både ställde upp regler för incitamentsprogram och tolkade sina egna regler. Denna ordning gäller alltjämt idag.

2. Nämndpraxis avseende incitamentsprogram knuten till Leo-affären

Det är inte enbart Aktiemarknadsnämndens roll som både uttolkare av god sed samt regelutfärdare på incitamentsprogramområdet som har sin bakgrund och förklaring i Leo-affären. Även innehållet i nämndens praxis på detta område har varit och är fortfarande hårt knutet till Leo-affären och Leo-lagen. En mycket stor del av nämndens uttalanden är en vidareutveckling av Leo-reglerna eller en utfyllnad av luckor i lagstiftningen.

De uttalanden som nämnden gjorde beträffande incitamentsprogram före principuttalandet AMN 2002:1, kan enklast delas in i tre undergrupper – beslutsformer, informationsgivning samt materiella villkor. Särskilt den senare frågan hade utpekats av Leo-kommissionen som en av nämndens huvuduppgifter när det gällde regler för incitamentsprogram.

Vid tillkomsten av Leo-lagen anförde de föredragande departementscheferna att aktiemarknadens självsaneringsåtgärder skulle avvaktas innan mer ingående materiella lagregler om villkoren för riktade emissioner m.m. övervägdes.¹⁰ Vissa anvisningar för utformningen av dessa villkor hade dock tidigare lämnats i Leo-kommissionens rapport¹¹ av vilka vissa upprepades i Leo-propositionen.¹² Lagstiftaren lät dock frågan om regler för de materiella villkoren bero. Regler för villkoren i incitamentsprogram blev därför omedelbart ett naturligt arbetsfält för nämnden, och under 1990-talet fanns regler i Aktiemarknadsnämndens uttalanden om prissättning, utspädning, vem som kunde få tilldelning och storleken på tilldelningen, m.m.

9 forts. många håll. Detta uttalande ersätter AMN 1987:11, 1989:1, 1994:6 och 1998:3. Sådana uttalanden om incitamentsprogram i enskilda fall som gjorts före detta uttalande skall inte heller anses vägledande.”

¹⁰ Se prop. 1986/87:76 s. 22 och 25.

¹¹ Se DsFi 1986:21 s. 115 ff.

¹² Se prop. 1986/87:76 s. 34 f.

Nämnden upphävde dock steg för steg sina regler för materiella villkor och i AMN 2002:1 återstod i princip ingenting av den tidigare detaljregleringen av villkoren för incitamentsprogram i nämndpraxis. Det blev istället upp till bolagets ägare att besluta om dessa villkor.¹³ Nämndens praxis kom fortsättningsvis istället att huvudsakligen utgöra utfyllnads- och kompletteringsregler till Leo-lagens, sedermera 16 kap. ABL regler, respektive marknadsplatsernas besluts- och informationsregler.¹⁴

Beslutsformsregler, främst som utfyllnad till luckor i Leo-lagen, utgjorde en stor del av äldre nämndpraxis avseende incitamentsprogram. Dessa ställningstaganden inkorporerades i AMN 2002:1 och detta uttalande, liksom nämndens praxis därefter behandlar främst regler för beslutsformer, där nämnden uppställt krav på iakttagande av beslutsformskraven i, numera, 16 kap. ABL även för vissa emissioner och överlåtelse som inte formellt faller under lagens bestämmelser samt vid utfärdande av köpoptioner. Nämnden har dessutom ställt upp beslutsformskrav beträffande syntetiska optioner.

16 kap. ABL, liksom den tidigare Leo-lagen, är relativt komplicerat uppbyggt och träffar ett antal olika transaktioner. Lagen innehåller inte några ”mjuka” rekvisit såsom t.ex. otillbörlighet. Någon undantagsmöjlighet finns inte i lagtexten och förutsätts inte heller i förarbetena. Lagen har inte heller någon gång tillämpats av Högsta domstolen eller blivit föremål för någon mer ingående studie i doktrinen. Leo-lagen anses generellt inte få tillämpas analogt på närliggande transaktioner. I förarbetena till Leo-lagen anförde föredragande departementschefen att den föreslagna lagstiftningen inte utformats på ett sådant sätt att den uteslöt varje möjlighet till kringgående, eftersom det inte skulle lämna erforderligt utrymme för affärsmässigt motiverade transaktioner.¹⁵ Uppenbara fall av kringgåenden fick istället betraktas som etiskt oför-

¹³ Enligt AMN 2002:1 ”tar många av de ägarkategorier som svarar för en betydande del av börsvärdet idag på sig en väsentligt mer aktiv ägarroll än för tio år sedan”.

¹⁴ I AMN 2002:1 anför nämnden följande. ”Särskilt med tanke på det senare [de mer aktiva ägarna] kan det nu finnas fog för ett principiellt synsätt av den innebörden att, när ett beslut i enlighet med Leo-lagen har biträts av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna, det måste finnas starka skäl för att betrakta beslutet som stridande mot god sed på aktiemarknaden. Detta förutsätter naturligtvis att den information som har lämnats aktieägarna har varit fullständig och adekvat och att de som berörs av beslutet inte själva har utformat förslaget.”

¹⁵ Prop. 1986/87:76 s. 26. Se även Lagrådets yttrande i samma prop. s. 40.

svarliga och därmed angripas i annan ordning, med vilket åsyftades självregleringsåtgärder genom Aktiemarknadsnämnden. En stor del av nämndens praxis kring incitamentsprogram behandlar frågan om ett program kan anses utgöra ett kringgående av 16 kap. ABL.

Slutligen har Aktiemarknadsnämnden i sina uttalanden behandlat vilken information som är erforderlig inför ett incitamentsprogrambeslut i de fall bolagsstämmans medverkan erfordras, samt den information som bör ges efter det att ett program införts.

Leo-lagen var ett helt svenskt påfund, utan någon motsvarighet i något annat lands rättsordning. Leo-lagen, liksom de motsvarande reglerna i 16 kap. ABL, har inte heller senare fått någon utländsk motsvarighet.¹⁶ Aktiemarknadsnämndens praxis avseende incitamentsprogram har tydligt präglats av Leo-lagen och är därför nationell till sin karaktär – det fanns inte någon annan utländsk reglering från exempelvis EU att ta särskilda hänsyn till i slutet av 1980-talet, och den svenska aktiemarknadsregleringen var fortfarande i stor utsträckning inte heller i övrigt utsatt för någon större internationell påverkan. Detta innebär att Aktiemarknadsnämndens praxis i incitamentsprogramfrågor kunde utformas som ett ramverk kring Leo-lagen med utgångspunkt i vad som kunde anses rimligt av svenska aktörer som de svenska institutionella ägarna, Aktiespararna m.fl.

3. EU-rekommendationer om ersättningar – Kodens inträde

Detta läge förändrades 2004 genom en rekommendation från EU om ersättningar till ledande befattningshavare i börsbolag.¹⁷ EU-rekommendationen innehöll rekommendationer om införande av regler för ersättningsprinciper till företagsledningen, om information, ersättningar och optionsprogram. Denna rekommendation kom dock inte att påverka Aktiemarknadsnämndens praxis för incitamentsprogram. Istället behandlades EU-rekommendationen av den s.k. Kodgruppen, författare till den ursprungliga Svensk kod för bolagsstyrning. När Koden presenterades 2005 innehöll den regler om bolagsstämmans godkännande av ersättningsprinciper för bolagsledningen som motsva-

¹⁶ Se Ds 2011:21 s. 15 ff.

¹⁷ Kommissionens rekommendation (2004/913/EG) av den 14 december 2004 om att främja en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag.

rade kraven i rekommendationen. När det gällde kraven på information ansågs dessa av Kodgruppen redan hanteras av Aktiemarknadsnämndens uttalanden, börsernas regelverk och 5 kap. årsredovisningslagen (1995:1554). Inte heller rekommendationens bestämmelser om incitamentsprogram ansågs av Kodgruppen behöva implementeras i dess helhet, eftersom flera av bestämmelserna kunde anses uppfylla genom 16 kap. ABL och nämndens praxis, men två bestämmelser om incitamentsprogram flöt ändå in i Koden för att täcka upp det som Kodgruppen ansåg skulle kunna vara en lucka i det befintliga svenska regelverket i förhållande till EU-rekommendationen.

EU-kommissionen hade i nära anslutning till 2004 års rekommendation presenterat ytterligare en rekommendation på bolagsstyrningsområdet, denna gång om styrelsens oberoende och styrelseutskott.¹⁸ Rekommendationen innehöll bl.a. en bestämmelse om ersättningsutskott. Rekommendationen behandlades av Kodgruppen, som lät regler om ersättningsutskott, till stor del influerade av rekommendationen, bli en del av Koden.

I kölvattnet av finanskrisen utvecklade EU-kommissionen sina ställningstaganden avseende ersättningar, inkluderande frågor om incitamentsprogram och ersättningsutskott, och en ny rekommendation presenterades 2009.¹⁹ Till skillnad från 2004 och 2005 års rekommendationer fanns det vid detta tillfälle ett tryck på den svenska lagstiftaren att ta fram lagregler motsvarande rekommendationen, för det fall självregleringen inte kunde åstadkomma detta på egen hand. Återigen var det Kollegiet och inte Aktiemarknadsnämnden som tog hand om rekommendationen, och rekommendationens bestämmelser inarbetades så långt det ansågs möjligt i 9 kap. i Koden. Någon direkt påverkan på nämndens praxis fick EU-rekommendationen inte.

4. Ett svårnavigerat regellandskap

Ett incitamentsprogram utgör en del av ersättningen till ledning och anställda, och breddar man perspektivet till utformningen av det börs-

¹⁸ Kommissionens rekommendation (2005/162/EG) av den 15 februari 2005 om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer.

¹⁹ Kommissionens rekommendation (2009/385/EC) av den 30 april 2009 om att komplettera rekommendationerna 2004/913/EG och 2005/162/EG när det gäller ordningen för ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag.

och bolagsrättsliga ramverket kring ersättningar, är bilden inte uppmuntrande.²⁰ Det finns idag specialreglering i ABL, dels beträffande riktade emissioner och överlåtelser av aktier m.m. till ledning och anställda i 16 kap. ABL (Leo-reglerna), dels beträffande riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare i aktiemarknadsbolag. Det senare eftersom lagstiftaren 2006 valde att reglera dessa frågor i ABL, trots att Kodens redan innehöll sådan reglering. De befintliga bestämmelserna om ersättningsprinciper fick därför utmönstras ur Kodens. Vidare finns Aktiemarknadsnämndens omfattande praxis i incitamentsprogramfrågor samt även i vissa frågor när det gäller ersättningar i övrigt. Slutligen innehåller Kodens regler om rörliga ersättningar, incitamentsprogram och ersättningsutskott. Om man särskilt tittar på informationsfrågan, tillkommer ytterligare regelverk – börsernas Regelverk för emittenter liksom ÅRL innehåller informationskrav utöver de som återfinns i ABL, Aktiemarknadsnämndens praxis och Kodens.

När det gäller uttolkare av de olika regelverken är bilden lite mindre brokig. På självregleringens område är det primärt Aktiemarknadsnämndens uppgift att tolka regelverken, dvs. sina egna regler samt Kodens.²¹

5. En förenklad reglering?

Det kan mot denna bakgrund diskuteras om det inte vore mer ändamålsenligt om regleringen för ersättningar, inklusive incitamentsprogram, samordnades. Det finns mycket som talar för att det skulle vara bättre med ett enhetligt regelverk för ersättningar och incitamentsprogram. Det skulle inte minst underlätta för bolagen och övriga intressenter.²²

Det bör först övervägas huruvida det är motiverat med specialregler för ersättningar m.m. i ABL. Reglerna om stämmobeslut om ersätt-

²⁰ Den särskilda reglering som gäller för ersättningar i banker och andra företag inom den finansiella sektorn lämnas utanför – denna reglering ska dock tillämpas vid sidan av den övriga börs- och bolagsrättsliga regleringen för ersättningar i noterade banker m.m. vilket kan leda till svårhanterliga problem.

²¹ Nämnden har uttalat sig om Kodens regler om incitamentsprogram i AMN 2008:48, 2010:40 och 2011:3.

²² Regelverket var tillräckligt komplicerat redan med det intrikata samspelet mellan 16 kap. ABL, marknadsplatsernas informationsregler och nämndens uttalanden. Att det komplicerades ytterligare vid införandet av Kodens regler kan utläsas ur nämndens egen praxis, se AMN 2008:48 och 2010:40.

ningsprinciper borde, precis som föreslagits i SOU 2009:34, utmönstras ur ABL och istället föras tillbaka till självregleringen. Om detsamma även borde ske med Leo-reglerna i 16 kap. ABL är en annan fråga. Erforderliga Leo-regler skulle kunna överföras till självregleringen. Det stora motståndet mot de i Ds 2011:21 föreslagna ändringarna i 16 kap. ABL som framgår av remissvaren på promemorian har dock visat att det för närvarande får anses vara mycket svårt att ändra i Leo-reglerna.

För att även tydliggöra Aktiemarknadsnämndens roll som tolkningsinstans bör det vidare utredas om nämndens eget mer formella regelverk för incitamentsprogram, vilket numer framgår av AMN 2002:1, bör flyttas till det nya regelverket.

Nästa fråga är i vilken form självregleringen bör ske. Här måste Kodens särskilda egenskaper beaktas. De regler som finns i Koden ska tillämpas enligt följd eller förklara-principen, medan de regler som enligt Aktiemarknadsnämndens uttalanden utgör god sed på aktiemarknaden alltid ska följas av de noterade bolagen, om inte nämnden beviljar dispens. Det bör nog övervägas om ersättningsreglerna lämpar sig för följd eller förklara-principen, och vilka regler bolagen inte ska ha möjlighet att avvika från utan särskild dispens. Att bolagen kan avvika från de ersättningsregler som för närvarande finns i Koden beror exempelvis främst på att det var Kollegiet som var det organ som agerade när EU-kommissionen utfärdade sin senaste ersättningsrekommendation och inte ett medvetet övervägande av att följd eller förklara-principen var den bästa modellen för hur dessa regler skulle tillämpas av bolagen.

Det mest naturliga vore sannolikt att Kollegiet utfärdade ett nytt regelverk avseende ersättningar inklusive incitamentsprogram. Detta skulle kunna ske genom utfärdandet av en helt ny rekommendation/regel avseende ersättningar och incitamentsprogram, utanför Koden. I samband med NBK:s nedläggning 2010 ändrades Kollegiets stadgar och föreskriver numera att Kollegiet, utöver Koden, kan utfärda regler om vad som utgör god sed på den svenska aktiemarknaden, vilket motsvarar innehållet i NBK:s tidigare stadgar. Ett sådant regelverk skulle utgöra god sed på aktiemarknaden och därmed vara bindande för aktiemarknadsbolagen på samma sätt som ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden enligt respektive börs Regelverk för emittenter.

Även Kodens nuvarande regler om ersättningar och incitamentsprogram skulle kunna föras över till detta regelverk och utmönstras ur Koden. Detta skulle visserligen leda till att dessa regler inte längre kan avvika från enligt följd eller förklara-principen, men det är svårt att se att detta skulle leda till några problem. För det första är de nu aktuella reglerna i Koden, med några undantag, inte regler som bolagen bör

kunna avvika från bara genom att lämna en förklaring. Dessutom skulle reglerna kunna utformas så att vissa bestämmelser endast utgör rekommendationer, där bolagen i regelverket ges möjlighet välja huruvida de vill följa dem eller inte. Slutligen skulle Aktiemarknadsnämnden ges möjlighet att lämna dispens från reglerna.

När det gäller det materiella innehållet i ett sådant nytt regelverk, borde det noggrant övervägas i vilken utsträckning det är dags för en omvärldsanpassning av vårt svenska regelverk. Berättigandet av de internationellt sett mycket stränga Leo-reglerna i 16 kap. ABL kan ifrågasättas, och med dem även Aktiemarknadsnämndens kringliggande praxis som ju i mångt och mycket handlar om att täppa till luckor i Leo-reglerna. En samordning i mellan Leo-reglerna och EU-kommissionens rekommendationer på ersättningsområdet bör komma till stånd, även om vi uppenbarligen inte okritiskt kan eller ska anamma allt som återfinns i EU:s rekommendationer. Det är dock olyckligt att vi på ersättningsområdet idag har två i viss mån konkurrerande regelkomplex – den helsvenska Leo-regleringen i vid omfattning så som den framgår av 16 kap. ABL och Aktiemarknadsnämndens praxis å ena sidan, och EU-kommissionens rekommendationer så som de inkorporerats i 8 kap. ABL och Koden å andra sidan.

Rekvisitet ”samtliga aktier” i Aktiemarknadsnämndens och Högsta domstolens praxis – vad betyder det vid offentliga uppköpserbjudanden?¹

Stefan Lindskog

1. Inledning

Om man skall skriva om något slags samband mellan Aktiemarknadsnämnden och Högsta domstolen, så är något av det första som slår en den återkommande personunionen mellan ordförandeskapet i nämnden och nuvarande eller förutvarande ledamotskap eller rent av ordförandeskap i domstolen. Under många år har Johan Munck stått för en sådan koppling. En så eminent jurist som Johan är naturligtvis ett högvilt i åtskilliga sammanhang, och från den synpunkten är hans medverkan i Aktiemarknadsnämnden på intet vis överraskande. Men det framstår ändå som att sambandet beror på att de båda institutionerna har något gemensamt. Vad kan det i så fall vara?

Aktiemarknadsnämnden skall genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.² Högsta domstolen skall i första rummet verka för rättsbildningen genom att meddela prejudicerande avgöranden. En gemensam nämnare förefaller

¹ För sakkunnig information och kloka synpunkter, särskilt när det gäller aktiemarknadsrättsliga aspekter, tackar jag Rolf Skog.

² När det gäller offentliga uppköpserbjudanden så har normbildningen över tiden gått från uteslutande självreglering via EG:s direktiv om offentliga uppköpserbjudanden (Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/ av den 21 april 2005, ofta kallat TO-direktivet) till lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA). Emellertid präglas rättsområdet alltjämt av ett betydande mått av självreglering, bl.a. genom reglerna rörande offentliga uppköpserbjudanden på NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM. Även dessa regler är ett uttryck för god sed på aktiemarknaden.

att vara att fråga är om normgivning genom ställningstaganden i konkreta fall.³

Men det handlar om mer än normgivning. Eller möjligen mindre. Fråga är nämligen inte om någon fri normgivning utan om en i någon mening normbunden normgivning. Att normgivningen måste vara normbunden följer redan av att det handlar om uttalanden respektive avgöranden i konkreta fall. Men det följer också av att normgivningen skall hålla sig inom ramarna för hur normgivningskompetensen på området är fördelad.

I det följande skall jag i ett särskilt avseende göra några jämförelser mellan normgivning och normtillämpning av Aktiemarknadsnämnden respektive Högsta domstolen. Utgångspunkten är rättsfallet NJA 2011 s. 932. Det är mig veterligt det enda fall där ett sakligt förhållande av ett visst slag – ett offentligt uppköpserbjudande som var förenat med ett jurisdiktionsundantag (se mer om sådana undantag i det följande) – har kommit att bedömas av såväl Aktiemarknadsnämnden som Högsta domstolen i relation till en viss regelförutsättning, nämligen att budet skall avse ”samtliga aktier”. Men är tillvägagångssättet för att precisera normens närmare innehåll desamma? Handlar det egentligen om samma norm på det aktiebolagsrättsliga området som på det aktiemarknadsrättsliga? Den situation som var före i 2011 års fall ger anledning till vissa reflektioner beträffande hur aktiemarknadsrätten förhåller sig till aktiebolagsrätten. Det ger också anledning till några egna synpunkter på vissa rättsmetodologiska och andra frågor.

2. Lite allmänt om god sed

Aktiemarknadsnämnden yttrar sig om god sed på aktiemarknaden. Även Högsta domstolen har ibland anledning att befatta sig med god sed av olika slag.⁴

³ Det handlar alltså om en kombination av normbildning och normtillämpning. Mot den bakgrunden skrivs Högsta domstolens avgöranden numera ofta så, att först ställs normen upp (som kan vara ett förtydligande av en redan gällande norm eller en mer eller mindre långtgående nyskapelse). Därefter tillämpas normen på det konkreta fallet.

⁴ Att funktionen av den goda sedens normativa relevans närmast är att klargöra vad som *inte* är god sed (prövningen går ut på huruvida ett visst handlingssätt avviker från god sed, d.v.s. om handlingssättet kan karaktäriseras som ”dåligt” eller rent av vara ”ond” sed; osed om man så vill) har jag påpekat i ett annat sammanhang, se mitt bidrag i Vänbok till Bertil Södermark (2009; cit. Fs Södermark) s. 195.

Begreppet god sed är inte entydigt. En sed är något faktiskt, vad som brukar göras inom en på ett visst sätt avgränsad subjektskategori (t.ex. advokater, domare eller börsnoterade företag). När seden anses vara god innebär det en värderande kvalificering.

En sed anses ibland vara god redan på grund av dess faktiska förekomst. Man kan då tala om *brukssed*.⁵ Men ibland uppställs ett ytterligare kvalitetskrav för att seden (i mening av faktiskt handlande) skall anses vara god.⁶

En brukssed kan göras påbjuden så att den fungerar som en handlingsregel.⁷ Man kan uttrycka det så, att bruksseden då normativt har kvalificerats till en *påbudssed*.⁸ Men till god sed brukar också hänföras vissa normer som har kommit att påbjudas utan att ha föregåtts av något bruk.⁹

Ibland används god sed också som beteckning på vissa värderingar som tar sikte på om ett handlande i ett visst sammanhang är gott eller dåligt. Det handlar då om en normativ eftervärdering, d.v.s. om en bedömningsnorm snarare än en handlingsnorm. Jag har kallat detta för *normsed*.¹⁰

Det anförda kan ge intrycket att skillnaderna mellan de olika typerna av god sed är klara och distinkta och att man lätt kan avgöra vad för slags sed det rör sig om i det enskilda fallet. Men så är det naturligtvis inte.¹¹

⁵ Jfr Lindskog Fs Södermark s. 196.

⁶ Man kan då tala om en kvalificerad brukssed. Ett exempel är hur god redovisnings-sed definieras i prop. 1975:104 s. 148, nämligen som ”en faktiskt förekommande praxis hos en kvalitativt representativ krets av bokföringsskyldiga”. Att den definitionen förefaller mindre träffande idag (se Lindskog Fs Södermark s. 197 not 3) är en annan sak.

⁷ Att en brukssed inte är påbjuden som en rättslig handlingsregel utesluter inte att en avvikelse från seden är ett faktiskt förhållande som kan ha betydelse vid tillämpningen av en rättslig norm. Ett exempel är att ett faktiskt bruk kan på tillitsgrunder komma att utgöra avtalsinnehåll.

⁸ Jfr Lindskog Fs Södermark s. 196. Den goda bokföringsseden är rättshistoriskt att se som en till påbudssed upphöjd brukssed. Jfr not 6 ovan.

⁹ Så är inte sällan fallet i fråga om självregleringar av olika slag. Även om den naturliga utgångspunkten när det gäller självreglering är den kvalificerade bruksseden, så innehåller ett nyintroducerat självregleringsinstrument i regel vissa nya handlingsregler.

¹⁰ Jfr Lindskog Fs Södermark s. 197 f.

¹¹ Ett exempel är NJA 2009 s. 128, som handlade om vilka krav som kan ställas på domskälen i en skiljedom (i det fallet att det av det tillämpliga skiljereglementet följer att skäl skall ges). Högsta domstolen uttalade: ”Från vad parterna med eller utan

Aktiemarknadsnämndens bedömningar av vad som är god sed på aktiemarknaden är närmast av påbudskaraktär. Vad som nu intresserar är vilken betydelse sådan sed kan ha för Högsta domstolens avgöranden, och – om än i mindre mån – vilken betydelse Högsta domstolens avgöranden på det aktiebolagsrättsliga området kan ha för Aktiemarknadsnämndens bedömningar av vad som är god sed. Jag skall närma mig detta frågekomplex med utgångspunkt i den situation som var före i 2011 års fall. Bakgrunden är då att det av god sed på aktiemarknaden följer att ett offentligt uppköpserbjudande skall omfatta samtliga aktier och erbjuda samtliga aktieägare lika villkor, men det finns utrymme för undantag.¹²

3. Ett rättsfall om inlösen av aktier

I det nämnda rättsfallet (NJA 2011 s. 932) aktualiserades en fråga om tolkning av den s.k. särregeln i ABL 22:2 4 st.¹³ Bestämmelsen, som jag i det följande kallar för budprisregeln,¹⁴ innebär att vid en inlösen som har föregåtts av ett offentligt erbjudande skall lösenbeloppet under vissa förutsättningar motsvara det erbjudna vederlaget (budpriset), om inte särskilda skäl motiverar något annat. Förutsättningarna för budprisregelns tillämplighet är, såsom bestämmelsen är formulerad, att erbu-

11 forts. fog förväntar sig beträffande motivering och vad som i det hänseendet kan anses vara god sed bland skiljemän måste dock skiljas frågan huruvida skiljenämndens domskäl är så bristfälliga, att det utgör klandergrund.” Vad som här menas med god sed kan vara en ren brukssed. Men det kan också handla om en på brukssed grundad påbudssed, som vid en avvikelse kan leda till andra påföljder än klander. Beträffande några synpunkter på olika frågor rörande god skiljemannased, se mitt bidrag i Festskrift till Gustaf Möller i JFT 2011 s. 522 ff.

¹² Se redogörelsen i skiljedomen intagen i NJA 2011 s. 938 ff. med hänv. till och citat ur Aktiemarknadsnämndens uttalanden 2006:22 och 2008:31.

¹³ Egentligen handlade det om den motsvarande regeln i den i målet tillämpliga förutvarande försäkringsrörelselagen, men för enkelhets skull hänför jag mig här och i det följande till ABL.

¹⁴ Särregeln är visserligen en vedertagen benämning, men den benämningen är inte längre särskilt upplysande eftersom det numera finns två regler om frångående av huvudregeln i ABL 25:2 2 st. 1 m. (att lösenbeloppet skall bestämmas så att det motsvarar ”det pris ... som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden”). Huvudregeln kan frångås till förmån för inte bara budpriset utan också börskursen (nämligen om aktien är föremål för ”handel på en reglerad marknad”, se ABL 25:2 2 st. 2 m.). Det är därför mer relevant att tala om huvudregeln samt de två undantagen från denna i form av budprisregeln och börskursregeln.

dandet skall ha avsett samtliga aktier som budgivaren inte redan innehade (omfattningskravet),¹⁵ och att det skall ha antagits av ägare till mer än nio tiondelar av dessa aktier (andelskravet).¹⁶ Frågan i målet var om budprisregeln kunde anses vara tillämplig när erbjudandet visserligen omfattade samtliga aktier men samtidigt innehöll ett förbehåll av innebörd att det inte gällde i vissa (s.k. begränsade) jurisdiktioner.¹⁷

En skiljenämnd hade genom en särskild skiljedom funnit att budprisregeln inte var tillämplig.¹⁸ Domen överklagades och frågan "hissa-

¹⁵ Att det ibland kan uppstå tveksamhet om hur man ska se på det förhållandet att budet omfattar aktier som innehas av någon som är närstående till budgivaren, se not 37 nedan.

¹⁶ Dessa två krav brukar kallas för de matematiska rekvisiten. När det gäller andelskravet är uttryckssättet befogat men möjligen inte när det gäller omfattningskravet. Som det skall framgå i det följande är det enligt min mening närmast fråga om ett kvalitativt rekvisit (erbjudandet skall ha en sådan omfattning och inriktning att vid en tillräckligt hög antagandegrad budpriset får anses ge ett rättvisande uttryck för aktiens värde) och inte ett kvantitativt. Det kan emellertid sättas i fråga om inte omfattningskravet funktion kan tillgodoses redan genom att det ingår såsom ett moment i den formel som resulterar i det bråk som skall ställas mot andelskravet, se not 44 nedan.

¹⁷ Det är inte helt lätt att kortfattat beskriva budets konstruktion utan att det kan ge intryck av att man redan har tagit ställning till tolkningsfrågan (huruvida erbjudandet omfattade "samtliga aktier"). Den sakliga innebörden var dock att aktieägare i vissa jurisdiktioner inte kunde få sina aktier inlösta enligt den egna jurisdiktionens regler eftersom erbjudandet inte gällde i den jurisdiktionen. Aktierna som sådana omfattades dock om de tillhandhölls enligt en annan (tillåten) jurisdiktions regler. Inte heller riktade sig undantaget direkt mot de berörda aktieägarna som personer; ett byte av hemvist till en tillåten jurisdiktion hade ju i princip förändrat situationen.

¹⁸ Skiljenämnden uttalade att den fann erbjudandeprospektet motstridigt i det aktuella hänseendet men att innebörden måste vara att erbjudandet inte var riktat till aktieägare i undantagna jurisdiktioner. Jag uppfattar emellertid prospektet så att budgivaren förklarade sig inte godta dispositioner som skulle komma att bli underkastade vissa jurisdiktions regelverk. I den meningen handlade det inte om att undanta vissa aktieägare eller aktier från erbjudandet (budgivaren önskade förvärva samtliga aktier) utan om att styra vilken rättslig normering som (inte) kunde godtas med avseende på erbjudandet. Jfr not 23 nedan. Men frågan om tolkningen av budvillkoren är inte oviktig, för om man uppfattar dem så att de undantar vissa aktier (nämligen sådana som ägs av subjekt med hemvist i en viss jurisdiktion) så framstår bedömningen som självklar; då kan inte omfattningskravet vara tillgodosett (förutsatt att det skall tolkas efter ordalagen). Det skall tilläggas att mot en sådan tolkning talar att ett offentligt erbjudande som undantar aktier som ägs av vissa aktieägare i princip inte är aktiemarknadsrättsligt tillåtet. Jfr not 20 nedan.

des” från tingsrätten till Högsta domstolen.¹⁹

Det nämnda jurisdiktionsundantaget får sin förklaring i punkt 9 i Högsta domstolens domskäl, där följande upplysningar lämnas:

Enligt [budgivaren] var anledningen till begränsningen i fråga om jurisdiktioner att man annars hade tvingats följa även värdepappersmarknadslagstiftningen i de ifrågavarande länderna, vilken i vissa fall kan strida mot de svenska reglerna. I målet är klarlagt att en sådan begränsning överensstämmer med en sedan länge etablerad praxis bland budgivare på den svenska aktiemarknaden. Endast undantagsvis låter man uppköpserbjudanden avseende aktier i bolag som är primärnoterade i Sverige omfatta aktieägare i ... länder med komplicerad värdepappersmarknadslagstiftning ... (se Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:22).

Med det får Högsta domstolen anses ha godtagit att det aktuella erbjudandet var förenligt med god sed på aktiemarknaden.²⁰ I allt fall hade Högsta domstolen inte anledning att pröva om ett budpris kan godtas som lösenbelopp i det fallet att erbjudandet i och för sig uppfyller omfattnings- och andelskraven men inte de krav som följer av god sed på aktiemarknaden.

Det förfaller emellertid som Högsta domstolen, liksom skiljenämnden (se vidare nästa avsnitt), ansåg att god sed i fråga om uppköpserbjudanden saknade betydelse för den fråga som domstolen hade att pröva.²¹ I stället fäste domstolen avseende vid främst två förhållanden, nämligen att alla aktieägare åtminstone indirekt kunde lämna in sina

¹⁹ Från vissa processuella synpunkter som har anlagts på rättsfallet bortses här och i det följande.

²⁰ Erbjudandet hade ju också prövats av Aktiemarknadsnämnden (uttalande 2005:38). Just det förhållandet föranleder slutsatsen att Aktiemarknadsnämnden inte tolkade erbjudandet så att de aktier som ägdes av aktieägare i förbjudna jurisdiktioner inte omfattades, eftersom ett sådant villkor inte skulle ha varit förenligt med god sed på aktiemarknaden. Jfr not 18 ovan.

²¹ Det låter sig emellertid inte med säkerhet sägas i vad mån aktiemarknadsrättsliga aspekter har inverkat på Högsta domstolens bedömning. Omnämmandet av Aktiemarknadsnämndens praxis antyder möjligen att om ett jurisdiktionsundantag skulle strida mot god sed på aktiemarknaden, så skulle det ha varit ett argument av en viss vikt vid tolkningen av omfattningskravet. Som skall framgå i det följande är det en uppfattning som jag i så fall inte delar.

aktier under erbjudandet (p. 10 i domskälen),²² och att budprisregelns tillämplighet skulle bli starkt beskuren ifall omfattningskravet inte ansågs vara uppfyllt när ett uppköpserbjudande inte gällde i alla jurisdiktioner där det fanns aktieägare i bolaget (p. 13 i domskälen).²³ Vad som låg i omfattningskravet befanns därmed vara uppfyllt trots jurisdiktionsundantaget.²⁴

²² Sjöberg (JT 2011–12 s. 892 ff.), som utsätter Högsta domstolens domskäl för en skarp kritik, uttalar att Högsta domstolen hade kunnat stanna vid detta men att ett sådant "resonemang hade uppenbarligen inte varit hållbart". Det har jag svårt att se. Alla aktier kunde i sig lämnas in under erbjudandet och alla aktieägare kunde alltså i viss mening tillgodogöra sig detta, se vidare not 24 nedan. En annan sak är att, som skall beröras i det följande, jag liksom Sjöberg anser att Högsta domstolen borde ha motiverat sig utförligare.

²³ Sjöberg (JT 2011–12 s. 897) menar att Högsta domstolen skulle ha fäst avseende vid lagstiftarens avsikt i det aktuella hänseendet, litteraturuttalanden och avsaknaden av motskäl. En betydande del av Sjöbergs kritik går ut på att Högsta domstolens resonemang är dåligt utvecklade i de angivna hänseendena. I den mån ifrågavarande förhållanden har varit av avgörande betydelse för Högsta domstolens ställningstagande är det lätt att hålla med Sjöberg om detta. Men jag kan inte se att Högsta domstolen skulle ha fäst någon sådan vikt vid de angivna förhållandena som Sjöberg antar. Utgångspunkten är att samtliga aktier kunde lämnas in under erbjudandet, låt vara inte under sådana regelverk som gällde i de undantagna jurisdiktionerna. Det framgår av punkt 10. Det följande tar sikte på frågan om det likväl kunde anses brista beträffande omfattningskravet. Vad det handlar om är alltså, som jag läser fallet, att pröva möjliga argument emot att låta den faktiska möjligheten att anta erbjudandet bli avgörande. I det perspektivet synes mig Sjöbergs kritik inte helt träffande.

²⁴ Sjöberg (JT 2011–12 s. 904) uttalar: "HD har slagit fast att särregeln ska tillämpas trots att ett offentligt erbjudande inte har riktats till eller har kunnat accepteras av ägare till omkring 17,7 procent av aktierna." Det är enligt min mening fel. Vad Högsta domstolen har sagt är att det aktuella jurisdiktionsundantaget inte hindrade att omfattningskravet var uppfyllt. Ett offentligt erbjudande som verkligen innebär att det "inte har riktats till eller har kunnat accepteras av ägare till omkring 17,7 procent av aktierna" skulle naturligtvis inte ha kvalificerat under budprisregeln. Den kritiska frågan är hur man skall se på jurisdiktionsundantaget. Sjöberg menar att erbjudandet inte har kunnat "accepteras" av ägare i undantagna jurisdiktioner. Men faktum är att de ifrågavarande aktierna i det väsentliga kom att fångas upp av erbjudandet. Och om det inte var möjligt att direkt under den egna jurisdiktions regelverk acceptera erbjudandet, är det i relevant mening ett hinder för en tillämpning av budprisregeln att ett inlämnande förutsätter ett mellanled? Var det inte i själva verket möjligt att lämna in samtliga aktier i budet? Har det ingen betydelse att drygt 98 % av "samtliga aktier" fångades upp av erbjudandet? Det är de intressanta frågorna.

4. Aktiemarknadsnämndens praxis

Lite förenklat kan det sägas att Högsta domstolen, liksom i sin praxis Aktiemarknadsnämnden, hade att bestämma det inre norminnehållet i den yttre normen att ett offentligt uppköpserbudande skall omfatta samtliga aktier. En skillnad var dock att den norm som Aktiemarknadsnämnden i sin praxis har haft att hänföra sig till har karaktär av god sed, medan det i Högsta domstolens fall handlade om en lagbestämmelse. Men frågan är om det inte handlar om något mer än så; handlar det över huvud om samma norm, den yttre likheten till trots?

Aktiemarknadsnämnden hade haft att bedöma frågan om vad som är god sed på aktiemarknaden vid flera tillfällen och har bl.a. uttalat följande:

I praktiken är det vanligt att en budgivare ... riktar erbjudandet till alla aktieägare utom sådana ägare som har hemvist i vissa angivna länder I vissa fall representerar de på detta sätt utslutna aktieägarna en marginell andel av antalet aktier i bolaget, i andra fall en större andel. – Aktiemarknadsnämnden ... anser det inte vara i strid med god sed på aktiemarknaden att på detta sätt särbehandla vissa aktieägare, under förutsättning att detta inte sker slentrianmässigt utan grundar sig på en noggrann analys av rättsreglerna och omständigheterna i det enskilda fallet. Hur stor andel av aktierna som i ett sådant fall exkluderas från erbjudandet är inte av avgörande betydelse, åtminstone så länge det rör sig om en klar minoritet.²⁵

Vid frivilligt lämnade uppköpserbudanden är det ... vedertagen svensk och internationell praxis att erbjudandet inte riktas till aktieägare i ett visst land, om antalet aktier som innehas av aktieägare i det landet kan antas representera endast en obetydlig andel av totalantalet aktier i bolaget, aktierna inte är noterade på någon marknadsplats i det landet och det inte heller i övrigt föreligger några särskilda omständigheter som talar emot det. Ett sådant avsteg från likabehandlingsprincipen har också stöd i Takeover-reglerna (kommentaren till punkten I.1).²⁶

²⁵ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:38 (d.v.s. det uttalande som avsåg det i målet aktuella erbjudandet).

²⁶ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:31. Det i not 2 ovan angivna regelverket avses.

Den fråga som nu först intresserar är om Aktiemarknadsnämndens bedömningar av vad som är god sed på aktiemarknaden kan anses ha någon betydelse för tolkningen av det i lag knäsatta omfattningskravet, d.v.s. vad som menas med "samtliga aktier".²⁷ Skiljenämnden uttalade i det hänseendet mycket bestämt:

Aktiemarknadsnämndens uppgift är att klargöra vad som är god sed på aktiemarknaden. Nämndens uttalanden kan därmed ge vägledning vid tolkning och tillämpning av aktiebolagsrättsliga bestämmelser som tar sikte på god sed och skälighetsbedömningar. Däremot kan nämndens uttalanden inte vara avgörande för hur särregeln ... skall tolkas.

Till frågan om slutsatsen – att Aktiemarknadsnämndens uttalanden skulle sakna betydelse för budprisregeln – återkommer jag.²⁸ Vad jag här vill framhålla är att jag nog hade angripit frågan från en annan utgångspunkt. Jag hade först ställt mig frågan: Vad är syftet med rekvisitet "samtliga aktier" i den aktuella lagbestämmelsen? Och kan det syfte som ligger till grund för den norm som Aktiemarknadsnämnden har att tillämpa beträffande offentliga uppköpserbjudanden ha någon bäring på tolkningsfrågan?

Högsta domstolen försökte att finna ett svar på frågan om omfattningskravets skyddssyfte genom att söka i förarbetena, men förgäves (se p. 12 i domskälen).²⁹ Med det stannade i princip analysen av vad som

²⁷ Detta rekvisit förekommer inte bara i de två situationer som här diskuteras utan också när det handlar om en budpliktssituation, se 3:1 1 st. 2 p. LUA (låt vara att det talas om "resterande aktier", men det kan rimligtvis inte betyda något annat än samliga återstående aktier). Det fallet skall dock bli föremål för mindre uppmärksamhet i det följande. Rekvisitet "samtliga aktier" förekommer även i en rad andra bestämmelser i ABL, se not 40 nedan.

²⁸ Det skall visa sig att jag i det hänseendet har samma uppfattning som skiljenämnden. Jag sätter dock i fråga om inte påståendet att nämndens uttalanden kan "ge vägledning vid tolkning och tillämpning av aktiebolagsrättsliga bestämmelser som tar sikte på god sed och skälighetsbedömningar" är, om inte direkt felaktigt så i allt fall farligt. Man bör nog utgå från att vad som är god sed på aktiemarknaden inte har någon betydelse på aktiebolagsrättens område. Men nu föregriper jag den fortsatta framställningen.

²⁹ Annorlunda Sjöberg (JT 2011–12 s. 898 f.; jfr dock ds. Tvångsinlösen (2007) s. 382), som menar att ledning finns i prop. 2004/05:85 s. 453 och 813. Jag tycker nog att han övertolkar de uttalandena. Jag menar dessutom att Högsta domstolen i allmänhet bör fästa mycket liten vikt vid vaga förarbetsuttalanden. Om domstolen

kunde vara det möjliga skyddsändamålet.³⁰ Men varje rekvisit i en rättsregel måste förutsättas ha en mening, även om den inte har kommit till uttryck vid lagens tillkomst. Och frågan är då: Kunde Aktiemarknadsnämndens uttalanden kasta något ljus över den meningen?

5. Minoritetens linje – en fråga om aktieägars lika behandling

Två ledamöter i Högsta domstolen fann att budprisregeln inte var tillämplig. Minoriteten uttalade bl.a. följande (p. 14):

Aktiemarknadsnämndens ... uttalanden [i 2006:22] tar sikte på förfarandet vid offentliga uppköpserbudanden och inte på bestämmandet av lösenbelopp. Såväl de regler som Aktiemarknadsnämnden har att tillämpa som reglerna om lösenbelopp får emellertid anses ge uttryck för direktivets grundläggande princip om likabehandling av alla aktieägare.³¹ Nämndens uttalande bygger på ståndpunkten att ett uppköpserbudande som utesluter vissa jurisdiktioner är ett avsteg från likabehandlingsprincipen, varför dispens som huvudregel krävs utom när endast en obetydlig andel av aktieägarna är uteslutna. Det kan tilläggas att även Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:38, som gällde det i målet aktuella erbjudandet från Old Mutual, utgår från bedömningen att ett på detta sätt formulerat uppköpserbudande innebär en särbehandling av vissa aktieägare. Aktieägarna i de undantagna jurisdiktionerna har visserligen möjlighet att avyttra sina aktier i en jurisdiktion som inte är undantagen från erbjudandet. Vilka vill-

29 *forts.* skulle börja hänge sig åt en exeges av oklara förarbetsuttalanden, kan grumliga tankegångar (det dunkelt skrivna är det dunkelt tänkta) lätt få ett genomslag som får till följd att andra infallsvinklar tappas bort, t.ex. vad som vid en ändamålsanalys kan framstå som en lämplig ordning. För övrigt tycker jag att eftersom förekomsten av jurisdiktionsundantag var känd vid tiden för de ifrågavarande förarbetsuttalanden ligger det, precis som Högsta domstolen tycks ha ansett, närmare till hands att anta att lagstiftaren har utgått från att sådana undantag inte hindrade att budprisregeln var tillämplig än att motsatsen skulle vara avsedd, när något annat inte uttryckligen sägs. Men jag skulle nog över huvud inte ha dragit någon slutsats av dessa uttalanden.

³⁰ Sjöbergs anmärkning att Högsta domstolens domskäl borde ha fördjupats (se not 23 ovan) har enligt min mening fog för sig i detta hänseende. Jag har dock inte riktigt samma uppfattning som Sjöberg när det gäller hur så bort ske.

³¹ Vad som avses är det direktiv som anges i not 2 ovan.

kor som kommer att gälla för en sådan avyttring framstår emellertid som oklart.

Det sagda kan synas peka i riktning mot att rekvisitet "samtliga aktier" i budprisregeln handlar om den associationsrättsliga likhetsprincipen.³² Tanken skulle då vara att varje aktieägare skall ha samma rätt att kunna lämna in sina aktier under erbjudandet. Ingen får undantas genom ett riktat erbjudande. Men har verkligen den associationsrättsliga likhetsprincipen någon relevans för tolkningen av omfattningskravet?

Om en associationsmedlem gör gällande att han inte har blivit behandlad på samma sätt som andra associationsmedlemmar och att detta står i strid med den associationsrättsliga likhetsprincipen, så kan påståendets riktighet inte bedömas utan att man tar ställning till vad som ligger i likhetsprincipen. En viktig aspekt är enligt min mening att likhetsprincipen handlar om endast en associationsmedlems rättsliga ställning i sin egenskap av medlem i förhållande till övriga medlemmar. Den träffar därför i princip bara vad man kan kalla avvikande dispositioner av bolagets organ.³³ En disposition är då avvikande om den under lika associationsrättsliga förhållanden har ett annat och förmånligare innehåll än den har eller kan ges för övriga medlemmar.³⁴

³² Ofta talar man om den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen, men egentligen handlar det om en grundläggande associationsrättslig princip, där associationstypen närmast får betydelse för vilka typiska tillämpningssituationer som kan aktualiseras. Vidare föredrar jag att tala om likhetsprincipen i stället för likabehandlingsprincipen, bl.a. därför att principen snarare tar sikte på den enskilde associationsmedlemmens rättsliga ställning i associationen än på hur han behandlas (likarättsprincipen hade varit en mer adekvat men otymplig benämning). – Märk att Aktiemarknadsnämnden talar om likabehandlingsprincipen. Men från den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen bör, som skall beröras i det följande, skiljas den associationsrättsliga likhetsprincipen.

³³ Det kan i sammanhanget finnas anledning att framhålla att likhetsprincipen skall tillämpas strikt. Att ett åsidosättande är marginellt – t.ex. därför att den ekonomiska förmån som en medlem får är begränsad eller därför att endast en eller några medlemmar blir utan förmån – gör således inte att det kan godtas. I anslutning till det kan det noteras att skiljenämnden uttalade att den inte tog ställning till hur bedömningen skulle ha blivit om jurisdiktionsundantaget hade träffat endast ett fåtal aktieägare eller ett ringa antal aktier. Det tyder på att skiljenämnden inte har fäst någon vikt vid den associationsrättsliga likhetsprincipen. Det framstår dock som oklart vad som skulle kunna motivera möjligheten av ett sådant mindre undantag från omfattningskravet.

³⁴ Det betyder att en association i princip inte får ge en medlem en förmån om inte övriga medlemmar kan ges samma förmån. Möjliga framtida anspråk från andra medlemmar måste alltså beaktas. Vad som gäller i det fallet att en förmån kan ges

Av det sagda följer att om identiska dispositioner får olika verkningar för olika medlemmar så är det i regel inget som kan angripas med stöd av likhetsprincipen. Medlemmen svarar s.a.s. själv för sin belägenhet och får ta konsekvensen av att en disposition kan vara mindre värdefull för honom än vad den är för andra medlemmar.³⁵ Det ger enligt mitt synsätt vid handen att om omfattningskravet tolkas i ljuset av den associationsrättsliga likhetsprincipen, så leder det inte till att jurisdiktionsundantaget förhindrar budprisregelns tillämplighet.

Men har det omfattningskrav som gäller för budprisregeln verkligen något med aktieägarnas lika rätt och ställning att göra? Den associationsrättsliga likhetsprincipen gäller medlemmarnas inbördes förhållanden i det rättsliga sammanhang som kommer till uttryck i form av associationen. Vid ett uppköpserbjudande handlar det om en budgivarens förhållande till aktieägarna i målbolaget. Det framstår för mig som

34 forts. till endast en eller vissa medlemmar samtidigt som övriga medlemmar inte lider någon nackdel av det kan dock diskuteras. Ett exempel är att i en bostadsrättsförening endast en lägenhet kan försees med balkong, som då på intet sätt skulle störa boende i andra lägenheter i föreningens fastighet. Här kan det på den ena sidan sägas att man aldrig bör hindra någon från att få det bättre, om det kan ske utan att någon annan får det sämre. Men på den andra sidan kan det sägas, att om föreningens tillstånd till ett balkongbygge har ett värde för den berörde medlemmen, så borde föreningen till glädje för övriga medlemmar kunna utkräva en betalning för detta. Principiellt bör det senare synsättet vara det riktiga. Det följer av såväl likhetsprincipen som vinstpåbudet. En sådan ersättning bör i efterhand kunna krävas enligt kapitalskyddsreglerna, eftersom en förmån som ges till endast en medlem i princip måste betraktas som en olovlig kapitalanvändning (eller olaglig värdeöverföring, om man så vill).

³⁵ Vad som är att hänföra till sådana för likhetsprincipen irrelevanta effekter av den egna situationen är dock inte helt enkelt precisera. Klassiska men i väsentliga hänseenden olösta frågor är vad som gäller nyttan av en investering i en bostadsrättsförening (t.ex. installationen av en hiss i en bostadsrättsförening; vissa medlemmar kan helt sakna glädje av hissen medan det för andra medlemmar förhåller sig så att man har mer nytta av hissen beroende på handikapp eller på vilket våningsplan man bor). För egen del vill jag nog mena att utgångspunkten bör vara i vad mån andelsvärdet förkovras (vilket i anslutning till hissfallet leder till att sådan nytta som beror på handikapp saknar betydelse medan sådan nytta som kan knytas till lägenhetens belägenhet måste på något sätt utjämnas för att likhetsprincipen skall kunna anses vara tillgodosedd). Högsta domstolen har dock dragit sig för att gå den svåra men viktiga och intressanta frågan om vad som låter sig härledas ur likhetsprincipen in på livet (se NJA 2009 s. 550 och i anslutning till det fallet Lindskog Lagen om handelsbolag och enkla bolag En kommentar (2 uppl. 2010) 2:3-7.1; det finns även senare exempel).

klart att omfattningskravet inte alls handlar om den associationsrättsliga likhetsprincipen.

Nu synes emellertid minoriteten inte ha haft den principen för ögonen utan snarare den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen. Men syftet bakom denna princip torde vara att skapa förtroende för aktiemarknaden (och därmed i förlängningen förbättra näringslivets riskkapitalförsörjningsmöjligheter). Jag har för min del svårt att omedelbart se att det syftet skulle ha någon relevans för budprisregeln, som handlar om att bestämma värdet på tvångsinlösta aktier. Kan verkligen aktiemarknadsrättsliga aspekter ha någon betydelse för den frågan?

Detta spørsmål kan inte besvaras utan att man tar ställning till på vilken kant problemet egentligen ligger. Vad var egentligen den relevanta problemformuleringen?

6. Något om problemformuleringen

Man kan naturligtvis, som majoriteten gör, ta fasta på praktikabilitetsaspekter. Om inte budprisregeln skulle vara tillämplig när erbjudandet innehåller ett jurisdiktionsundantag skulle dess tillämplighet bli starkt beskuren, framhålls det med rätta. Men det säger inte något om vad omfattningskravet är till för. Och så länge inte den frågan har retts ut är det svårt att ha någon uppfattning om vilken betydelse som ett jurisdiktionsundantag bör ha på budprisregelns tillämplighet. Detta gäller så mycket mer som att det handlar om prissättning vid ett expropriationsliknande förvärv. Vad som då måste stå i centrum är skyddet för äganderätten.

Om nu omfattningskravet inte är till för att alla associationsmedlemmarna skall ha samma rätt att omfattas av budet på lika villkor, vad är då kravet till för? Och mer övergripande: Vad är egentligen budprisregeln till för?

Uppenbarligen handlar det om prissättning. Det måste rimligen förhålla sig så att budprisregeln syftar till att möjliggöra en förenkling av bestämningen av lösenbeloppet, nämligen genom att budpriset läggs till grund för detta. Men det förutsätter att budpriset kan anses vara ett rättvisande uttryck för aktiens värde. För att så skall vara fallet måste det ha godtagits av tillräckligt många av en relevant grupp aktieägare.³⁶

³⁶ Budprisregeln (liksom börskursregeln) handlar om ett slags marknadsprissättning av aktien. Men ett marknadspris förutsätter en fungerande marknad. – Här bör det

Största möjliga representativitet får gruppen om den omfattar samtliga aktieägare som står fria från budgivaren.³⁷ Det är där som omfattningskravet kommer in.

Av det sagda följer att i ett ändamålsperspektiv blir den kritiska frågan, när det gäller huruvida ett jurisdiktionsundantag är förenligt med omfattningskravet, om ett sådant undantag kan ge anledning till antagandet att budpriset inte är ett rättvisande mått på värdet av en aktie i målbolaget. Omformulerat var den kritiska frågan i målet om andelskravet kunde antas ha kommit att inte bli uppfyllt, om erbjudandet hade varit utan något jurisdiktionsundantag. Det har inget att göra med vare sig den associationsrättsliga likhetsprincipen eller den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen.

Kunde det då antas att jurisdiktionsundantaget förutan så skulle andelskravet inte ha blivit uppfyllt? I den frågan, som varken majoriteten eller minoriteten ställde sig,³⁸ har jag inte tillgång till tillräcklig

36 forts. också noteras att budprisregeln endast gäller för *offentliga* uppköpserbjudanden. Förklaringen är att sådana erbjudanden ger en säkrare prisbildning än andra former av erbjudanden. Men just det förhållandet att vad som är ett offentligt uppköpserbjudande i princip är en aktiemarknadsrättslig fråga leder lätt fel på det sättet att budprisregeln uppfattas som ett slags aktiemarknadsrättslig regel.

³⁷ Det är, som jag ser det, en förklaring till den lagändring som innebar att omfattningskravet ändrades från att avse en "vidare krets" av aktieägare till att avse "samtliga aktier". En annan förklaring är att formuleringen "vidare krets" ansågs hindra budprisregelns tillämplighet när budgivaren redan innehade större delen av aktierna. Se Sjöberg Tvångsinlösen s. 384. – Märk dock att det kan sättas i fråga om omfattningskravet alls fyller en meningsfull funktion, se not 44 nedan. – Ett intressant spörsmål är hur man skall se på det fallet att budprisregelns rekvisit i och för sig är formellt uppfyllda, men en stor aktieägare har en relation till budgivare av ett sådant slag att det kan sättas i fråga om inte accepten har en annan grund än att aktieägaren skulle anse det erbjudna priset i sig vara godtagbart. Som jag ser det ligger det implicit i omfattningskravet att det tar sikte på aktieägare som står på arm-längds avstånd till budgivaren. Men möjligen skall ett hänsynstagande till närståenderelationen snarare ses som ett sådant särskilt skäl som kan hindra att budprisregeln är tillämplig.

³⁸ Förmodligen därför att parterna inte lyfte fram den. Märk dock att frågan adresserades i betänkandet, se not 44 nedan. – Sjöberg (JT 2011–12 s. 901 f.) är klar och tydlig på vad som är syftet med omfattningskravet (sammantaget med andelskravet), och han kritiserar med fog Högsta domstolen för att förbise detta. Men han för inte positivt något resonemang om vart det skulle leda om man tog fasta på frågan huruvida ett jurisdiktionsundantag kan tänkas rubba vad som är avsett med omfattningsundantaget. En möjlig förklaring är att han utgår från att det är en självklarhet att omfattningskravet skall tolkas bokstavligt.

utredning för att ha någon bestämd åsikt. Men det förefaller mig synnerligen osannolikt att om jurisdiktionsundantaget hade saknats, så skulle erbjudandet ha blivit så mycket mindre framgångsrikt. Ett jurisdiktionsundantag måste ju rimligen göra det svårare, inte lättare, att fånga upp det enligt andelskravet erforderliga antalet aktier för budprisregeln tillämpning.³⁹

7. Avslutande anmärkningar

Vad som menas med "samtliga aktier" kan förefalla vara en enkel tolkningsfråga.⁴⁰ Samtliga måste väl betyda just samtliga.⁴¹ Det kan synas som att det saknar betydelse om regeln där uttrycket förekommer har karaktär av god sed på aktiemarknaden eller om den har knäslatts i en lagbestämmelse.

³⁹ Det följer av att de aktieägare som träffas av jurisdiktionsundantaget måste anlita ett mellanled för att kunna tillgodogöra sig det värde som ligger i erbjudandet, och det kan bjuda ett motstånd som skulle kunna leda till att vissa aktier inte lämnas in. Vidare märks att de berörda aktieägarna beträffande de aktier som via ett mellanled lämnas in typiskt sett lär få ett netto som blir något lägre än vad övriga aktieägare får (någon måste ju göra ett arbitrage), vilket indikerar en beredskap att acceptera ett vederlag som något understiger budpriset. Typiskt sett bör alltså budpriset enligt ett erbjudande, som har antagits av ägare till mer än nio tiondelar av utestående aktier, vara ett sett från minoritetens synpunkt säkrare uttryck för ett rättvisande aktievärde, om erbjudandet har varit förenat med ett jurisdiktionsundantag jämfört med att något sådant undantag inte har gjorts. Baserat på dessa förhållanden har jag svårt att tro att en processföring som var mer inriktad på det som jag menar vara den relevanta problemformuleringen skulle ha kunnat leda till en annan utgång. – Man kan dock ställa sig frågan vad som gäller om minoriteten hävdar att budprisregeln är tillämplig medan moderbolaget med hänvisning till ett jurisdiktionsundantag påstår motsatsen och vill att lösenpriset skall bestämmas enligt huvudregeln. Frågan förefaller emellertid inte vara särskilt praktisk.

⁴⁰ Så betänkan det. – Uttrycket "samtliga aktier" förekommer inte bara i de två situationer som här diskuteras utan också (låt vara inte helt ordagrant) i den regel som tar sikte på budplikt enligt LUA, se not 27 ovan (uttrycket förekommer också i andra aktiebolagsrättsliga bestämmelser, se not 42 nedan). Från det fallet har jag dock bortsett, eftersom jag inte tycker den kastar något ljus av det som här intresserar mig. Jfr dock Sjöberg JT 2011–12 s. 900 f., där kritik riktas mot att Högsta domstolen inte har beaktat "parallellen". Den kritiken är enligt min mening ogrundad.

⁴¹ Jfr NJA 1990 s. 24.

Vad jag har försökt visa är att det inte är så enkelt. Ett uttryckssätt kan en betydelse i ett sammanhang och en annan betydelse i ett annat.⁴²

Den norm som Aktiemarknadsnämnden har att tillämpa i fråga om offentliga uppköpserbudanden skiljer sig åt från den norm som gäller för en skiljenämnd eller för en domstol, när det rör omfattningskravet. Den naturliga utgångspunkten är att en budgivare riktar sitt bud mot dem han vill och ställer de villkor han önskar. Vi lever i ett fritt samhälle. Av olika och välmotiverade skäl har man emellertid funnit att det är god sed att inte undanta vissa aktieägare från ett offentligt uppköpserbudande. Men eftersom det handlar om god sed blir det ytterst fråga om en intresseavvägning. Redan av det skälet finns det utrymme för jurisdiktionsundantag. Även andra undantag kan tänkas.⁴³

Vad angår budprisregeln, så handlar det inte alls om lika behandling eller om lika rätt. Det handlar om vad som krävs för att en viss acceptnivå skall kunna anses ge uttryck för ett rättvisande (marknadsmässigt) pris. Det regelsyftet bör tillmätas stor betydelse för tolkningen.⁴⁴ Och

⁴² Rekvisitetet "samtliga aktier" förekommer också i den 1/10-regel som gäller för olika minoritetsskyddsregler, bl.a. beträffande förslag om att en minoritetsrevisor skall utses (ABL 9:9 2 st.) och om särskild granskning (ABL 10:22 1 st.) samt om minoritetsutdelning enligt ABL 18:11 (jfr även ABL 25:21 och 29:7–9). Av skyddssyftet bakom ABL 7:7 (aktie som innehas av bolaget självt eller av ett dotterföretag kan inte företrädas vid bolagsstämma) måste antas följa, att vid tillämpning av 1/10-regeln i dessa fall skall "egna" aktier inte ingå i beräkningsbasen och således inte anses utgöra en del av "samtliga aktier". Annorlunda naturligtvis i fråga om rekvisitetet "samtliga aktier" i ABL 19:15. Vad som ligger i rekvisitetet beror alltså i viss mån på regeländamålet.

⁴³ När det handlar om ett budpliktsbud är utgångspunkten annorlunda. Här har budgivaren en på lag grundad skyldighet att ge ett bud, som ställer alla aktieägare lika. Då finns det inte utrymme för någon intresseavvägning. Det kan förklara att Aktiemarknadsnämnden inte har godtagit att sådana bud förenas med jurisdiktionsundantag annat än om dispens meddelas.

⁴⁴ Man kan sätta i fråga om budprisregeln i sin "matematiska del" är helt adekvat utformad. Det avgörande synes böra vara hur stor andel av samtliga aktier (utom budgivarens) som har lämnats in med anledning av erbjudandet. I det perspektivet synes omfattningskravet inte vara ett alldeles relevant rekvisit. Snarare bör "samtliga aktier" utgöra nämnaren i ett bråk som skall resultera i ett kvottal större än nio tiondelar. – I betänkandet prövade justitiesekreteraren om budprisregeln skulle kunna tillämpas analogt med utgångspunkten att budpriset representerade aktiens verkliga värde. Det var – under antagandet att en direkt tillämning var utesluten – ett enligt min mening riktigt angreppssätt, som dock varken majoriteten eller minoriteten tog fasta på. Emellertid mynnade prövningen ut i att de 17,7 % av

där tycker jag att Högsta domstolen kunde ha utvecklat sitt resonemang i 2011 års fall. Även om slutet enligt min mening är riktigt, så är det i avsaknad av en analys som ger en djupare förståelse för budprisregeln inte alldeles lätt att av fallet dra några bestämda slutsatser i olika tillämpningsfrågor. Fallet ger emellertid stöd för en presumtion av innebörd att ett "normalt" jurisdiktionsundantag saknar betydelse för frågan om omfattningskravet är uppfyllt.⁴⁵

På det mer principiella plan som i detta sammanhang är av ett större intresse föranleder en analys av 2011 års fall till slutsatsen att man bör närma sig begrepp och uttryck med en relativ tolkningsansats.⁴⁶ Vidare föranleder de olika resonemang som förekommer i avgörandet till konklusionen att man i allmänhet skall vara försiktig med att låta marknadsregleringar av olika slag influera på andra rättsområden.⁴⁷ Aktiemarknadsrätt och aktiebolagsrätt låter lika och är för stora delar av näringslivet lika viktiga rättsområden. Men frågan är om det finns så mycket mer likheter att hämta. Under alla förhållanden får inga likheter tas för givet.

44 forts. aktierna som omfattades av jurisdiktionsundantaget var en alltför stor andel av de utestående aktierna för att budprisregeln skulle kunna tillämpas analogt. Som jag ser det var dock det avgörande måttet att 98,25 % av alla de aktier som budgivaren inte redan ägde lämnades in med anledning av erbjudandet.

⁴⁵ När det gäller vilka slutsatser som i övrigt kan dras av Högsta domstolens avgörande och hur rättsläget efter detta kan antas vara beskaffat skall jag här nöja mig med följande korta och tentativa kommentarer. Ett jurisdiktionsundantag bör beroende på omständigheterna i det enskilda fallet möjligen kunna utgöra ett sådant särskilt skäl som motiverar att budprisregeln inte är tillämplig (hur det förhåller sig med det berör inte Högsta domstolen, och motiveringen ger ingen ledning). Prövningen bör då gå ut på vilken verkan undantaget kan antas ha haft när det gäller frågan huruvida budpriset kan anses ge uttryck för att marknadsmässigt värde på målbolagets aktie. Med utgångspunkten att ett indirekt utnyttjande av erbjudandet (genom en mellanhand) typiskt sett är förenat med såväl besvär som transaktionskostnader, synes det till säregna förhållanden för att budpriset skulle ge uttryck för ett alltför lågt värde på aktien (se not 39 ovan). I vad mån andra erbjudandebegränsningar än jurisdiktionsundantag kan med hänsyn till omfattningskravet leda till att budprisregeln inte är tillämplig (jfr föregående not) är det svårt att säga något om. Men frågan synes inte särskilt praktisk.

⁴⁶ Se för andra exempel på civilrättens område NJA 2009 s. 291 och NJA 2010 s. 889.

⁴⁷ I NJA 1993 s. 163 fäste dock Högsta domstolen ett visst – låt vara begränsat – avseende vid den marknadsrättsliga regleringen av kreditgivningsverksamhet vid bedömningen av vad som utgjorde dispositiv rätt i enskilda kontraktsförhållanden (borgen för en kredit). Det var enligt min mening knappast befogat.

Vad har nu detta med Johan att göra? Egentligen inte mer än att när han skulle hyllas med ett bidrag i denna skrift, så fick jag en anledning att – på ett sätt som jag inte tidigare har kommit mig för att göra – fundera över hur Aktiemarknadsnämnden förhåller sig till Högsta domstolen och tvärtom. Och i det konkreta fall rörande ett jurisdiktionsundantags betydelse vid offentliga uppköpserbjudanden som jag snart fick ögonen på, kom jag att se det som för Johan förmodligen är närmast självklart: Två regler som på ytan kan förefalla vara uttryck för en och samma princip kan visa sig fylla skilda syften och böra tolkas på olika sätt. Ingen av reglerna kan förstås utan att de sätts i sina respektive sammanhang.

Detta förklarar nu inte i sig den återkommande personunionen mellan ordförandeskapet i Aktiemarknadsnämnden och ledamotskap i Högsta domstolen. Men det ger vid handen att i såväl Aktiemarknadsnämnden som i domstolarna kräver den goda analysen förståelse för det relevanta normsystemets syften och ändamål. Det är enligt min mening bl.a. sådan förståelse som utmärker de riktigt goda domarna. Sådana som Johan. Och de behövs i alla sammanhang där det handlar om normbildning och normtillämpning.

Finansiell krislagstiftning; några reflektioner

Annika Lundius

1. Finanskriser ett återkommande fenomen

Finanskriser har varit ett återkommande fenomen i världen i såväl utvecklingsländer som industriländer. I princip alla länder i världen har haft en eller flera bankkriser sedan 1800-talets början.¹ Det förekom finansiella kriser även dessförinnan. Den finansiella krisen som hade sin upprinnelse i en tillgångsbubbla i de holländska tulpanlökarna är väl känd, men många ytterligare finansiella kriser har förekommit. Enligt historikern Carlo Cipolla ägde den första riktiga internationella skuld-krisen rum år 1340 då England ställde in betalningarna. Krisen hade sin grund i lån från italienska affärsmän till England under den senare delen av 1200-talet.² Italien var vid den tiden ett finansiellt centrum medan England var ett land under utveckling med naturresurser särskilt i form av fårull. Italien hade genom lån finansierat en lång serie av krig som den engelske kungen förde med Frankrike. Efter flera militära förluster ställde den engelska kungen in betalningarna, vilket snabbt nådde Florens och skapade en ”run on the bank”.

Även Sverige har i sin historia erfarenheter av finansiella kriser. Sedan början av 1800-talet har Sverige haft fem bankkriser.³ Den som drabbade oss mest och som vi fortfarande har i minnet var 1990-talskrisen. Den var nationell, vilket gjorde krisen lättare att hantera.

Effekterna av en finansiell kris är oftast allvarliga. De finansiella kriser som förekommit i världen efter andra världskriget har oftast haft djupa och långvariga effekter på tillgångspriser, produktion och arbetslöshet.⁴ Ökningen av arbetslösheten och fallande huspriser har i genomsnitt

¹ Reinhart, C.M. & Roggoff, K., This time is different, Eight centuries of financial folly.

² Cipolla, Carlo, The monetary policy of fourteenth century Florence.

³ Reinhart & Roggoff, This time is different, s. 152.

⁴ Reinhart & Roggoff, This time is different, s. 238.

varat under fem respektive sex år. Statsskulden har i genomsnitt tre år efter krisen ökat till 86 % av BNP.⁵

Sedan första världskriget har vi haft två globala finansiella kriser, den stora depressionen under slutet av 20-talet och början 30-talet samt den fortfarande pågående krisen som hade sin upprinnelse år 2007 och slog till i Europa och Sverige hösten 2008. Globala kriser har oftast allvarligare ekonomiska konsekvenser än lokala eller regionala kriser.⁶

De allvarliga ekonomiska följderna av en finansiell kris har lett till ambitiösa försök att motverka finansiella kriser genom regleringar av de finansiella företagens rörelser. Fram till nu har det inte visats att det har lyckats och kommer sannolikt även i framtiden visa sig inte vara möjligt. Vi kommer även framöver att få se kriser i det finansiella systemet.

2. Den svenska finanskrisen under 1990-talet

2.1 Upprinnelsen till 90-talskrisen

Fram till mitten av 1980-talet var den svenska kreditmarknaden hårt reglerad genom likviditetskvoter, utlåningstak och räntor som kontrollerades på administrativ väg. Syftet med regleringen var att styra billiga krediter till samhällssektorer som bedömdes vara i behov av billiga lån. Under mitten av 1980-talet avreglerades kreditmarknaden, låt vara att valutaregleringen fanns kvar nästan till decenniets slut. Detta i kombination med inflation, höga marginalskatter och full avdragsrätt för räntor ledde till en kraftig kreditexpansion som bäddade för en snabb prisstegring för framför allt kommersiella fastigheter.⁷ Åren 1987–1990 ökade kreditvolymen från 90 % av BNP till 140 % av BNP.

När valutaregleringen avskaffades år 1989 gavs möjligheter att även investera i fastigheter utanför Sverige. Det pressade ner priserna i Sverige. År 1991 genomfördes också den stora skatteomläggningen som innebar att marginalskatten sänktes till 50 % och att ränteavdragen för lån begränsades till 30 % av låneräntan.

De vidtagna åtgärderna ändrade radikalt förutsättningarna för svensk ekonomi. Reformerna var nödvändiga och hade en positiv påverkan på svensk ekonomi, men i efterhand kan man fundera över om den ordning som åtgärderna genomfördes i var den bästa. Sannolikt

⁵ Reinhardt & Roggoff, This time is different.

⁶ Reinhardt & Roggoff, This time is different.

⁷ Lundgren, Bo, När bubblan brast.

borde valutaregleringen ha avskaffats i vart fall samtidigt med att kreditmarknaderna avreglerades och skatteomläggningen ha skett betydligt tidigare.

Sverige trädde in i 90-talet med en kraftig kreditexpansion som främst riktade sig mot investeringar i fastigheter. En expansion som var driven av hög inflation och extremt förmånliga skattevillkor och en finansiell sektor som, med en nyligen avreglerad kreditmarknad, inte hade byggt upp kompetens och rutiner för en ansvarsfull kreditgivning.

De förändrade villkoren ledde till att inflationstakten minskade kraftigt i Sverige, från cirka 10 procent våren 1991 till knappt 3 procent våren 1992.⁸ En av drivkrafterna bakom investeringarna i fastigheter var den höga inflationen. I kombination med förmånliga skattevillkor innebar inflationen att avkastningen på investeringen i form av hyresintäkter inte utgjorde grunden för bedömning om investeringen var lönsam, utan istället bedömdes investeringen utifrån att fastighetens ständigt stigande värde skulle betala räntan och de facto amortera skulden. Den privata konsumtionsökningen som under flera år översteg hushållens disponibla inkomster och den allt yvigare spekulativen i fastigheter finansierades till stor del av upplåning i utlandet.⁹ Det ledde till att Sverige blev mer sårbart. Ett sviktande förtroende för det finansiella systemet skulle leda till att utlandslånen snabbt drogs tillbaka med uppenbara negativa effekter för ekonomin.¹⁰

Under slutet av 80-talet började fastighetsvärdena plana ut i samband med att valutaregleringen avskaffades och investerarna fick möjlighet att investera utanför Sverige. År 1990 började fastighetspriserna definitivt vända neråt. Prisfallet förstärktes av ökade drift- och kapitalkostnader till följd av skattereformen i kombination med stigande realräntor på grund av den fallande inflationen. Till detta bidrog en svag konjunktur som ledde till fallande efterfrågan på kommersiella lokaler. I storstadsregionerna bedömde regeringen att priserna sedan slutet av år 1990 hade fallit med mellan 40–60 %.¹¹

Krisen på fastighetsmarknaden drabbade först finansbolagen, men det stod ganska klart att även banksektorn skulle drabbats av avsevärda kreditförluster. Prisfallet på kommersiella fastigheter men även på bostäder i kombination med en kraftig kursnedgång på börsen urholkade

⁸ Lundgren, Bo, När bubblan brast.

⁹ Lundgren, Bo, När bubblan brast.

¹⁰ Lundgren, Bo, När bubblan brast.

¹¹ Prop. 1992/93:135.

värdet på säkerheterna. Hösten 1991 var staten tvungen att som huvudägare i Nordbanken säkerställa ett kapitalskott. I september 1991 stod det klart att även Första Sparbanken åsamkats stora kreditförluster. Detta var bara början och det visade sig framöver att även Gotabanken hade stora kreditförluster samt att Nordbankens och även Första Sparbankens problem var större än vad de initiala bedömningarna hade indikerat. Det stod under hösten 1992 klart att flera banker skulle kunna drabbas av likviditetsproblem om enskilda bankers internationella långivare fick vidkännas förluster. Slutsatsen blev att det i den situationen var nödvändigt att vidta exceptionella åtgärder från statens sida för att säkerställa betalningssystemet och kreditförsörjningen.

2.2 Hanteringen av krisen

I ett pressmeddelande den 24 september 1992 från finansdepartementet meddelades att i en uppgörelse mellan den dåvarande borgerliga regeringen och socialdemokraterna hade enighet uppnåtts om nödvändigheten att säkerställa ett väl fungerande betalningssystem. I pressmeddelandet angavs att man avsåg genom en proposition skapa beredskap för att trygga verksamheten i de svenska bankerna och deras dotterbolag. I meddelandet angavs att dessa företags förpliktelser skulle komma att infrias och att hushåll, företag och andra fordringsägare kan känna sig trygga. I pressmeddelandet angavs vidare bl.a. att regeringen bemyndigades att besluta om garantier, lån och kapitaltillskott eller att vidta andra åtgärder för att öka eller säkerställa kapitalbasen i bankerna och i kreditinstitut med statlig anknytning. Samtliga banker skulle enligt meddelandet på frivillig basis och inom vissa ramar kunna komma i åtnjutande av stödåtgärder för att därmed ha förmåga att svara för sina och dotterbolags förpliktelser.

Anmärkningsvärt med pressmeddelandet är, dels formen, ett pressmeddelande, där det svenska banksystemet garanteras av staten, dels att regeringen fick ett bemyndigande som var utan begränsning till belopp samt att principen för hanteringen av finanskrisen skulle ske genom samregering med socialdemokraterna. Pressmeddelandet lugnande marknaden, vilket i sig visade ett förtroende för att det svenska politiska systemet hade förmåga att hantera krisen.

Pressmeddelandet följdes upp av en proposition senare under hösten, den 19 november, där riksdagen bekräftade ett brett mandat till regeringen. En till beloppet obegränsad rätt att ställa ut garantier, lån, kapitaltillskott och andra åtgärder för att uppfylla statens garanti att

banker och vissa kreditinstitut kunde fullgöra sina förpliktelser i rätt tid. Det angavs också att garantin skulle kvarstå och stödsystemet skulle gälla så länge det behövdes. Det skulle inte avvecklas förrän det kunde ske utan att fordringsägarnas intressen riskerades. Bankstödsnämnden inrättades och i propositionen angavs några riktlinjer för stödet. Förpliktelser i form av aktiekapital och förlagslån omfattades inte av statens garanti. Inte heller omfattades förpliktelser som uppenbarligen inte var förenliga med sund bankverksamhet.

Staten skulle fullgöra sitt åtagande genom att lämna stöd till fortsatt verksamhet i livskraftiga institut och stödet skulle förenas med krav på åtgärder från institutets sida. För institut som bedömdes inte kunna uppnå lönsamhet på lång sikt skulle stöd lämnas för rekonstruktion eller avveckling i ordnade former. Stöden skulle vara affärsmässiga och med syftet att långsiktigt minimera statens kostnader för stödet.

Att minimera statens kostnader för stödet underströks. De institut som ansökte om stöd skulle underkastas en noggrann granskning för bedömningen av om stöd behövdes och hur det skulle utformas. Om staten garanterade vissa tillgångars värde skulle dessa föras över till ett särskilt institut eller enhet eller bolag där Bankstödsnämnden var tillförsäkrad insyn. Institut som erhöll stöd skulle vidare underkasta sig och förbinda sig att vidta rationaliseringar. För att minimera statens långsiktiga kostnader skulle staten ersättas för sina kostnader efter vad som var möjligt utan att riskera institutets fortsatta livskraft om det bedömdes lämpligt att fortsätta dess verksamhet. Återbetalningsvillkor skulle inte riktas mot bolaget som sådant utan mot aktieägarna. I propositionen angavs vilka alternativ som detta kunde innefatta. Det utgicks ifrån, på samma sätt som i pressmeddelandet, att frivilliga överenskommelser skulle kunna träffas med de institut som var i behov av stöd.

Bankstödsnämnden gavs ett stort mandat att vidta nödvändiga åtgärder med uppdrag att underställa regeringen stöd av principiell betydelse eller i övrigt av större vikt. Regeringen skulle informera riksdagen om större förändringar av statens ägande i finansiella institut.

Regeringen erhöll genom riksdagens beslut om propositionen ett unikt mandat att fatta beslut om stöd till finansiella institut. Mandatet var obegränsat till belopp och medlen för stödet angavs utan begränsningar. Regeringen gavs även mandat att delegera vidare sitt mandat till den nyinrättade Bankstödmyndigheten. Detta mandat måste anses vara unikt för hanteringen av en finanskris. Att notera är dock att sammansättningen av Bankstödsnämnden återspeglade den politiska samlingsregering mellan regeringen och socialdemokraterna som var bakgrun-

den till den gemensamma garantin som gavs i pressmeddelandet. Noterbart är också att propositionen inte innehöll någon lagreglering av stödet.

Det visade sig dock senare att utgångspunkten, att stöd skulle kunna ske genom frivilliga överenskommelser mellan staten och det institut som var i behov av stöd, inte var självklar. I januari 1993 började jag i Finansdepartementet som departementsråd och chef för bankenheten. Det första som jag möttes av var att det stod klart att staten riskerade att hamna i en tvångssituation eftersom en av de större bankerna inte ställde upp på de villkor som Bankstödsnämnden förelade eller öppnade för en genomgång av bankens verksamhet för att bedöma vilket stöd som var motiverat. Det krävdes omedelbart åtgärder för att göra det möjligt för staten att agera på ett adekvat sätt samtidigt som rättsäkerheten upprätthölls och så långt som möjligt respekten för äganderätten. Finansdepartementet behövde en excellent jurist, som förstod ekonomiska sammanhang, som kunde utreda och lämna förslag till en lagstiftning som löste det ganska unika problemet. Valet var självklart, justitierådet Johan Munck var den jurist som vi sökte. Någon annan som uppfyllde de högt ställda kraven fanns inte. Johan Munck fick det svåra uppdraget att ta fram ett förslag till lagstiftning för att möta de problem som kunde uppstå vid bankstöd när det fanns risk för att de vanliga marknadskrafterna sattes ur spel. Johan Munck levererade snabbt och med hög kvalitet.

Redan i maj 1993 kunde regeringen förelägga riksdagen en proposition med förslag till lagreglering av det statliga stödet till banker och andra kreditinstitut som byggde på Johan Muncks förslag.¹² I detta förslag öppnades möjligheten för staten att under vissa förhållanden lösa in aktierna i ett kreditinstitut eller ställa det under tvångsförvaltning. För att pröva villkoren för statligt stöd föreslogs att en särskild Prövningsnämnd för bankstödsfrågor inrättades.

Prövningsnämndens uppdrag bestod enligt lagen i att under vissa förutsättningar pröva ett förslag från Bankstödsnämnden till avtal om statligt stöd till ett kreditinstitut. Nämndens prövning bestod i att bedöma om avtalet var oskäligt och, om så befanns vara fallet, att jämkta avtalsvillkoren. Staten gavs även rätt att inlösa aktier i ett kreditinstitut om bolaget eller aktieägarna inte accepterat ett avtalsförslag som Prövningsnämnden bedömt inte vara oskäligt eller inte fullgjort sina förpliktelser enligt ett avtal med Bankstödsnämnden som var av väsentlig betydelse,

¹² Prop. 1992/93:245.

eller om bolaget inte hade en kapitalbas som översteg två procent. Tvist om rätt till inlösen eller inlösenbeloppet skulle prövas av Prövningsnämnden. Under samma villkor ålåg det Prövningsnämnden att efter begäran av Bankstödsnämnden förordna god man att för viss tid, högst ett år, överta förvaltningen av sparbank, föreningsbank eller hypoteksinstitut. När bankstödet och Prövningsnämnden avvecklades år 2006 hade Prövningsnämnden aldrig behövt träda i funktion.

Bankstödspropositionen togs fram under stor tidsnöd och med en mycket kort remisstid. Tillsammans med Mats Walberg, som var rätts-sakkunnig, föredrog jag lagrådsremissen för Lagrådet. Lagrådet tog emot förslaget med en viss förvåning och det krävdes från vår sida att vi klart angav vad det var som stod på spel och i vilket sammanhang som förslaget skulle ses. Lagrådet påpekade vid sin granskning att förslaget syftade till att ge det allmänna betydande befogenheter av expropriationsrättslig karaktär. Lagrådet övervägde även dessa befogenheter i förhållande till egendomsskyddet i regeringsformen och Europakonventionen. Lagrådet underströk att det saknades en utredning om de sanktioner som föreskrevs i bankrörelselagen med eventuella jämkningar skulle kunna uppfylla samma syften som en tvångsinlösen. Lagrådet stannade dock för att i avsaknaden av en sådan utredning fick det utgå från att de angivna syftena bäst tillgodosågs genom en ordning som gav det allmänna en rätt att tvångsinlösa aktier i ett kreditinstitut. Regeringen begärde, med hänsyn till brådskan, förkortad motionstid i riksdagen. Med hänsyn till de långtgående befogenheterna för det allmänna tidsbegränsades lagens giltighet till utgången av år 1995 avseende reglerna om bl.a. tvångsinlösen och tvångsförvaltning. Den större bank som lett till att lagstiftningen togs fram under stor brådskad drog, när lagstiftningen var på plats, tillbaka sin ansökan om bankstöd och stärkte i stället sin kapitalbas genom en nyemission.

Under år 1995 stod det klart att svenska finansiella institut hade uppnått en sådan stabilitet att den statliga garantin av systemet inte behövdes längre. Att börja fundera över hur en avveckling av bankstödet kunde ske var en betydligt angenämare uppgift än tidigare arbetsuppgifter. Återigen behövde vi en excellent jurist som kunde utreda de juridiska frågorna vid en avveckling av bankstödet. Valet var även denna gång självklart, Johan Munck fick uppdraget. Den mest centrala frågan var om staten kunde tänkas ha ett kvarstående ansvar efter en avveckling av stödet gentemot dem som ägde fordringar på banker och andra kreditinstitut. Johan Munck fann i sin promemoria att staten inte i juridisk mening var bunden av de uttalanden, som inte var av civilrättslig utan av offentligrättslig karaktär och som saknade konkreta

adressater, som lämnades när systemet garanterades. Dessa uttalanden kunde enligt Johan Muncks uppfattning inte ge upphov till någon rättslig skyldighet för staten att utge ersättning till fordringsägare som drabbades av en förmögenhetsförsämring vid en avveckling.

Johan Munck analyserade också om de stödbrev som staten, huvudsakligen genom Bankstödsnämnden, utfärdat till tilltänkta långgivare i samband med att banker och kreditinstitut utgivit obligationer, certifikat och andra förbindelser, kunde innefatta åtaganden efter garantins avveckling. Johan Munck konstaterade att dessa brev innehöll en kortfattad redogörelse för innebörden av riksdagsbeslutet om bankgarantin och ett konstaterande av att detta var tillämpligt på de skuldförbindelser som var aktuella i det särskilda fallet. Det hänvisades dock i stödbreven till vad som sagts om att garantiåtagandet skulle kvarstå så länge som det behövdes och att en avveckling skulle ske utan att fordringsägarnas intressen riskerades. I denna fråga ansåg Johan Munck att det inte kunde bortses från att stödbreven kunde anses innehålla ett civilrättsligt förpliktande åtagande från statens sida gentemot brevens mottagare att agera i enlighet med vad som förutsatts i fråga om avvecklingen. Johan Munck ansåg dock att det var högst osäkert om stödbreven kunde ges en sådan innebörd enligt svenska rättsprinciper. Johan Munck uteslöt dock inte att svenska staten vid en avveckling utan hänsyn till fordringsägarna, kunde bli instämd vid utländsk domstol med hänvisning till stödbreven.

Johan Munck underströk, med hänvisning till vikten av att trovärdigheten upprätthölls för framtida liknande situationer, att staten vid avvecklingen av systemet följde de uttalanden som hade gjorts vid systemets tillkomst. En avveckling borde därför föregås av en undersökning av om de stödberättigade kreditinstituten med tillräcklig grad av sannolikhet kunde antas ha betalningsförmåga för redan uppkomna förpliktelser.¹³

Avvecklingen av bankstödet föregicks av en rapport från Finansinspektionen över de berörda institutens ekonomiska och finansiella situation. Regeringens bedömning var också att banksystemet i sin helhet återfått finansiell och ekonomisk stabilitet. Utsikterna för en fortsatt stabil utveckling bedömdes också vara goda. Till grund för denna bedömning låg dels den samhällsekonomiska återhämtningen, dels en bättre stabilitet på fastighetsmarknaden. Den 1 juli 1996 avvecklades den statliga garantin till banker och andra kreditinstitut genom beslut

¹³ Prop. 1995/96:172, bilaga 3.

av riksdagen. Detta skedde utan större dramatik och utan nämnvärd debatt i riksdagen. Förtroendet för att de svenska bankerna kunde uppfylla sina åtaganden hade återupprättats. Något krav har inte heller framställts mot den svenska staten med anledning av avvecklingen av bankstödet.

2.3 Ekonomiska effekter

Under åren 1988 och 1989, innan den finansiella krisen, hade Sverige ett positivt budgetsaldo. Under åren 1991–1993 hade Sverige en negativ BNP utveckling¹⁴ och i november 1992 tvingades Sverige att överge den stabila växelkurspolitiken. Kronan deprecierades omedelbart med 25 procent gentemot viktiga konkurrentländer.¹⁵ År 1993 uppgick underskottet i det finansiella sparandet till 11 procent av BNP och i mitten av 1990-talet låg värdet på statsskulden runt 80 procent av BNP. Totalt innebar statens åtagande i samband med krisen 84 555 mkr och ur stödet utbetalades 65 305 mkr.¹⁶

Efter finanskrisen följde en hård sanering av den svenska budgeten, där en majoritet av saneringen togs genom nedskärningar av statens utgifter. Även skattehöjningar genomfördes men med en strategi att höjningarna av skatterna skulle ske på ett sätt som innebar minsta möjliga skada för tillväxt i ekonomin. Flera viktiga strukturreformer genomfördes och många togs genom blocköverskridande överenskommelser, vilket garanterade långsiktig trovärdighet. Som exempel kan nämnas pensionsreformen och reformen av riksbankens ställning. Ett antal marknader avreglerades, som telekommarknaden och postmarknaden. Detta var väl så viktigt för att skapa tillväxt i Sverige. Nu i efterhand kan det konstateras att 90-talskrisen inte inneburit någon kostnad för skattebetalarna. De utbetalda beloppen har återvunnits och Staten har fortfarande ett stort ägande i Nordea, 13,5 %, som när detta skrivs har ett börsvärde om närmare 40 mdr sek.

År 2000 hade Sveriges statsskuld sjunkit till under 60 % av BNP, som är referensvärdet i EU:s stabilitets- och tillväxtpakt. Idag är statsskulden i Sverige en av Europas absolut lägsta, som konsoliderad bruttoskuld beräknas den i statsbudgeten för 2012 uppgå till drygt 36 % av

¹⁴ SCB offentlig ekonomi 2006.

¹⁵ SCB offentlig ekonomi 2006.

¹⁶ Prop. 1995/96:172.

BNP.¹⁷ Genom budgetlagen har det skapats ett system för att säkra anpassningen av de offentliga finanserna till utvecklingen av ekonomin. Sveriges hantering av 90-talets kris har också rönt internationell uppmärksamhet och beundran. Särskilt i samband med 2008 års finanskris vände många blickarna mot Sveriges hantering av 90-talskrisen. Det förslag som nu lämnats av EU-kommissionen om en resolution för att hantera en finansiell kris uppvisar många likheter med 90-talets krislagstiftning.

Den kris som Sverige gick igenom på 90-talet skapade också förutsättningar för Sverige att hantera den nuvarande krisen på ett bättre sätt. Sverige har haft betydligt robustare offentliga finanser och genom de strukturreformer som genomförts haft en bättre fungerande ekonomi, där produktiviteten i företagen ökat och stärkt Sveriges konkurrenskraft. Sverige hade under åren 1990 till 2004 en starkare produktivitet utveckling än Förenta staterna och flertalet länder i Europa.

3. Den nuvarande finanskrisen

3.1 Sveriges hantering av 2008 års finanskris

Sveriges förutsättningar att hantera den finanskris som exploderade hösten 2008 var bättre än i många andra länder i Europa. Sverige hade i närtid hanterat en kris i det finansiella systemet och kunde tillgodo göra sig dessa erfarenheter. Någon generell garanti om att alla kreditinstitut i rätt tid skulle uppfylla sina åtaganden var inte nödvändig denna gång. Istället inrättades en stabilitetsfond som hanteras av Riksgäldskontoret, som skall uppgå till två procent av BNP. Staten har överfört 15 mdr kr till fonden.

Den proposition som regeringen beslutade att överlämna till riksdagen den 23 oktober 2008 uppvisade, frånsett att någon generell garanti inte lämnades, många likheter med den lagreglering av stödet som gjordes våren 1993.¹⁸ Lagen om statligt stöd till kreditinstitut innehåller på samma sätt som dess föregångare inrättandet av en Prövningsnämnd för prövning av villkoren i ett avtal om statligt stöd till kreditinstitut och villkoren för att ett institut skall få ett sådant stöd. Lagen ger även staten en rätt att gentemot en aktieägare lösa in aktierna i ett kreditin-

¹⁷ Prop. 2011/12:1.

¹⁸ Prop. 2008/09:61.

stitut under i princip samma förhållanden som i lagstiftningen i början av 90-talet.

I sitt yttrande konstaterade Lagrådet att lagen i stort var uppbyggd som den upphävda lagen från början av 90-talet om statligt stöd till banker och andra kreditinstitut. Lagrådet konstaterade också att många av de enskilda bestämmelserna kunde föras tillbaka till den tidigare gällande bankstödslagen och att dessa i det lagstiftningsärendet behandlats av Lagrådet och beslutats av riksdagen. De ändringar som vidtagits menade Lagrådet var främst betingade av under tiden efter år 1996 tillkomna författningar och utgjorde i grunden inte heller ändringar i sak i förhållande till motsvarande bestämmelser i lagstiftningens föregångare från 90-talets början. Lagrådet hänvisade till det tidigare yttrandet och godtog i huvudsak förslaget.

Att notera är att lagstiftningen, som trädde i kraft i oktober 2008, inte är begränsad i tiden som dess föregångare var vad avsåg reglerna om tvångsinlösen och tvångsförvaltning. Detta uppenbarligen p.g.a. insikten att betalningssystemets stabilitet och en sund utveckling av bankverksamheten är av så avgörande intresse att det odiskutabelt motiverar långtgående ingrepp i äganderätten. Någon diskussion om huruvida ett sådant ingrepp i äganderätten skulle vara förenligt med Europakonventionen fördes överhuvudtaget inte i propositionen eller i Lagrådets yttrande.

Till skillnad från Prövningsnämndens föregångare, som aldrig fick något ärende att pröva, så har den nuvarande nämnden redan trätt i funktion vid ett tillfälle, för att fastställa värdet på de pantsatta aktierna i Carnegie Investment Bank AB och Max Matthiessen Holding AB. Bakgrunden var att Carnegie Investment Bank AB (CIB), i samband med finanskrisen år 2008 fått svårigheter att finansiera sin verksamhet. CIB ansökte om likviditetsstöd hos Riksbanken om 1 miljard kronor och ett låneavtal och ett pantavtal ingicks med Riksbanken i oktober år 2008. Denna låneram utvidgades senare till 5 miljarder kronor och CIB utnyttjade 2,4 miljarder kronor. I november 2008 ingick Riksgäldskontoret och CIB ett låneavtal som innebar att Riksgäldskontoret övertog det lån på 2,4 miljarder kronor jämte ränta som Riksbanken beviljat CIB. Samma dag träffades ett avtal mellan CIB:s moderbolag, D. Carnegie & Co AB (DCCo), om pantsättning av samtliga aktier i CIB och systerbolaget Max Matthiessen Holding AB (MM), som säkerhet för lånet samt för CIB:s och DCCo:s framtida åtaganden och förpliktelser gentemot Riksgäldskontoret. Samma dag beslutade Finansinspektionen att återkalla CIB:s tillstånd att bedriva bankrörelse varvid CIB skulle försättas i likvidation. Efter avtalet med Riksgäldskontoret och Finans-

inspektionens beslut om återkallelse övertog Riksgäldskontoret aktierna i CIB och MM och meddelade inspektionen om övertagandet. Detta fick Finansinspektionen att ompröva sitt beslut och istället meddela CIB varning. Att Riksgälden inträdde som ägare var det som fick inspektionen att ändra sitt beslut. Med hänvisning till pantavtalet lät Riksgäldskontoret värdera aktierna vid den tidpunkt då CIB saknade tillstånd att driva bank- och värdepappersrörelse.

Riksgäldskontoret sålde senare aktierna i CIB och MM till ett betydligt högre värde än det som bl.a. CIB värderats till vid tillfället för Riksgäldskontorets övertagande av panten när CIB saknade tillstånd att driva verksamhet. Detta fick moderbolaget yrka att Prövningsnämnden skulle fastställa ett betydligt högre värde för aktierna i CIB och MM. Prövningsnämnden biföll i huvudsak Riksgäldskontorets värdering av aktierna och avlog DCCo:s talan. Avgörandet meddelades den 3 oktober 2011 och har väckt många diskussioner om statens roll vid en finanskris och det berättigade i att staten gör ett positivt resultat i samband med kapitaltillskott till en bank i nöd. Diskussionen pågår fortfarande, fastän det har gått ett år sedan beslutet togs.

3.2 Vad skiljer förutsättningarna 2008 från 90-talskrisen?

Man bör komma ihåg att 90-talskrisen var nationell och att Sverige vid den tidpunkten ännu inte var medlem i den Europeiska Unionen. Integrationen av de finansiella marknaderna var inte heller lika långtgående som idag. Någon gränsöverskridande bankfusion hade ännu inte förekommit i Europa. Vad hade dessa olika förutsättningar för betydelse?

Under 90-talskrisen släppte Sverige, efter ett intensivt försvar av den svenska valutan, kronan fri från knytningen till en korg av europeiska valutor, ecun, i november 1992. Den svenska kronan deprecierade omedelbart med 25 %. Det innebar en starkt konkurrenskraft för den svenska exportindustrin. Eftersom krisen var nationell och större delen av Europa inte befann sig i en lågkonjunktur innebar det också att svensk ekonomi snabbt fick draghjälp och tillväxt i ekonomin genom exportindustrin. Den kraftiga saneringen av statsbudgeten startade först 2004 när Sverige redan hade fått igång sin tillväxt. Det fanns då ett utrymme att sanera statsfinanserna utan att riskera en recession.

Som ett icke medlemsland i EU och med en parlamentariskt bred samlingsregering vid hanteringen av krisen skapades förutsättningar för den borgerliga regeringen och socialdemokraterna att agera snabbt och kraftfullt. Den obyråkratiska hanteringen och den breda politiska upp-

slutningen bakom de åtgärder som vidtogs begränsade med stor sannolikhet skadeverkningarna av 90-talskrisen.

Det är uppenbart att en internationell kris är betydligt svårare att hantera. En nedskrivning av valutan och därigenom en draghjälp genom högre export kan inte fungera som en stötdämpare vid en internationell kris.

Förutsättningarna vid 90-talskrisen var således radikalt annorlunda än vid 2008 års kris, som fyra år senare fortfarande pågår. Sverige har dock haft nytta av att det sedan 90-talskrisen fanns en legal infrastruktur för att hantera en kris, som kunde tas fram och som visade sig vara bärkraftig även 2008.

4. Några reflektioner

4.1 Den finansiella sektorns roll i ekonomin

Det finansiella systemet har tre huvuduppgifter: att omvandla sparande till finansiering, att hantera risker och att göra det möjligt att genomföra betalningar på ett effektivt sätt.¹⁹ Sektorn är således en central infrastruktur för ekonomin som helhet. Sektorns roll är också det som motiverat långtgående åtaganden och ingripanden från statens sida för att upprätthålla systemet. En kollaps av det finansiella systemet innebär sådan ekonomisk skada att samhällsstrukturen riskeras. Rollen som central infrastruktur för ekonomin innebär även att de finansiella företagens agerande återspeglar den ekonomiska utvecklingen i samhället. Den finansiella sektorn kan med andra ord som infrastruktur för ekonomin inte utvecklas opåverkad av ekonomins utveckling i sig. Sektorn utvecklas efter de behov och tjänster som kunderna efterfrågar och styrs på så sätt av de allmänna ekonomiska förutsättningarna i samhället. De finansiella företagens agerande kan med andra ord inte ses isolerat från den ekonomiska utvecklingen i samhället. Utvecklingen i samhällsekonomin påverkas i sin tur av vilken finanspolitik och penningpolitik som förs.

Att de finansiella tjänsterna är konkurrenskraftiga och kostnadseffektiva är en viktig faktor för konkurrenskraften i ekonomin. Inom EU skapades den inre marknaden för varor, tjänster, kapital och personer 1992. Sedan mitten av 90-talet har det också som en naturlig del av den inre marknaden inom EU tagits fram en strategi för att utveckla och

¹⁹ Den svenska finansmarknaden 2012, Riksbanken.

förbättra denna marknad för finansiella tjänster. Detta i syfte att öka konkurrensen, minska kostnaderna för finansiella tjänster och skapa bättre förutsättningar för den inre marknaden för kapital, tjänster, varor och personer. Genom införandet av euron har det framstått som än mer självklart med en integrerad finansmarknad i Europa.

Den globala ekonomin, som lett till ett kraftigt ökat globalt välbefinnande, innebär ofrånkomligen allt mer sammankopplade finansiella marknader inte bara i Europa utan även globalt. Detta innebär en ökad risk för internationella finansiella kriser, som oftast har allvarigare ekonomiska följder än nationella eller regionala kriser.

4.2 Kan rörelseregler förhindra finanskriser?

Efter varje finanskris har en massiv reglering av de finansiella företagens rörelse skett, så även i samband med 2008 års finanskris. Denna gång kommer regleringstrycket främst från EU, men även globalt genom bl.a. förändrade kapitaltäckningsregler, de s.k. Baselreglerna.

Att rörelsereglerna i sig skall kunna förhindra finansiella kriser är, utifrån sektorns roll som infrastruktur för samhällsekonomin och en spegel av den ekonomiska utvecklingen, inte möjligt. Men det innebär inte att sektorn skall vara oreglerad. Regler, som skapar större förutsättningar för enskilda institut att bära de ekonomiska konsekvenserna av en finansiell kris och, som skapar handlingsutrymme för företag att minska sin riskexponering, är nödvändiga. Även regler som skapar relevant genomlysning av ett finansiellt företags riskexponering och finansiella ställning är avgörande för att marknaden skall kunna göra en riktig bedömning av risken och värdet av ett finansiellt företag.

Rörelseregler är således nödvändiga för att begränsa skadeverkningarna av en finanskris, men kan inte i sig hindra en finansiell kris. Utformningen av rörelseregler måste avvägas mot vikten av att regelverket inte hindrar utvecklingen av nya produkter och nya aktörer på marknaden. En överreglering riskerar skapa sämre konkurrens, dyrare tjänster och en finansiell infrastruktur som inte anpassas till ekonomins behov. Det är en grannliga uppgift att finna den rätta balansen i detta avseende.

4.3 Bankerna och marknadsekonomin

Bankerna i det stora flertalet länder lever i huvudsak under marknads-ekonomiska villkor. Ett viktigt element i en marknadsekonomi är att ett

företag kan misslyckas. Företaget kan ha gjort en felbedömning av marknadens behov eller gjort en missbedömning av risk. När ett företag inte bidrar med ett ekonomiskt mervärde för samhällsekonomin skall det avvecklas och dess resurser fördelas. En hörnpelare i marknadsekonomin är därför konkursen och likvidationen, för att hantera tillgångar och skulder i ett sådant företag enligt vissa i förväg kända principer. Detta är ett effektivt sätt för en resursallokering, som utvecklar ekonomin. I fördelningen av tillgångar och skulder ingår att aktiekapitalet, som är riskkapitalet, är det kapital som står först i tur att ersätta fordringsägarna. Detta skapar incitament för den som har äganderätt och inflytande över bolagets skötsel att styra bolaget så att det skapas en avvägning mellan risktagande och möjlighet till avkastning på kapitalet.

För banker, som är för stora för att försättas i konkurs p.g.a. risk för kollaps av den finansiella infrastrukturen, gäller inte den i marknadsekonomin väsentliga hörnpelaren, konkurs och likvidation vid insolvens. Staten kan i värsta fall, i något som kan liknas vid en utpressnings-situation, vara tvungen att ge kapitaltillskott utan att aktieägarna riskerar sitt kapital, något som skapar s.k. "moral hazard". Det är därför väsentligt att skapa liknande förutsättningar som i konkurs- och likvidationsförfarande för banker som är insolventa. Detta gjordes i Sverige under 90-talskrisen när det gavs legala förutsättningar för staten att tvångsinlösa en bank. Det innebar också att staten, och i slutändan skattebetalarna, vid kapitaltillskott och omstrukturering gavs möjlighet att tillgodogöra sig mervärdet av en sådan investering. Något som är i enlighet med marknadsekonomin principer. Hanteringen av 90-talskrisen innebar också att staten tog betalt för lämnade garantier. En hantering av krisen enligt dessa principer fyller även funktionen att upprätthålla konkurrensneutralitet i förhållande till andra finansiella företag. Samma förutsättningar skapades för hanteringen av den nuvarande krisen genom 2008 års lag om statligt stöd till kreditinstitut.

Inom EU har Kommissionen i juni 2012 lagt ett förslag till ett direktiv om gemensamma regler om hantering och rekonstruktion av banker i kris.²⁰ Förslaget liknar i mycket den lagstiftning som finns i Sverige för att hantera banker i kris. Bakgrunden till förslaget är den integrering av de finansiella marknaderna som lett till att nationella problem i den finansiella sektorn snabbt kan överföras till andra medlemsstaters finansiella system. Avsikten är att förslaget, som utgör en del av den s.k. Bankunionen, skall antas i slutet av 2012 men träda i kraft först den 31

²⁰ COM (2012) 280/3.

december 2014 och till vissa delar vad avser uppbyggnaden av en stabilitetsfond först den 1 januari 2018.

Förslaget innehåller tre delar, nämligen åtgärder och planer för att minimera risken för potentiella problem, åtgärder mot en bank med uppstående problem och till sist åtgärder för rekonstruktion av en bank. I det sistnämnda fallet genom en organiserad likvidation samtidigt som bankens funktion behålls. Förslaget ger ett alternativ till det normala konkurs- och likvidationsförfarandet, när en banks fallissemang kan riskera den finansiella stabiliteten. Resultatet av det alternativa likvidationsförfarandet skall vara detsamma som vid en normal insolvensprocess med förluster allokerade till aktieägare och långgivare. Förfarandet skall vidmakthålla den finansiella stabiliteten och begränsa skattebetalarnas exponering för förlust vid kapitaltillskott. Tanken är att även ge investerare och oförsäkrade långgivare till en bank incitament att bättre bedöma risken för sin investering. Närmare riktlinjer för tillämpningen skall lämnas av den Europeiska Bankmyndigheten, EBA, för att garantera likartade förutsättningar för banker i Europa och därigenom säkra den inre marknaden för finansiella tjänster.

Förslaget förutsätter att varje medlemsstat upprättar eller utpekar en myndighet med uppgift att vidta de åtgärder som föreskrivs. Det anges att myndigheten skall ha tillräckligt med expertis och medel för att hantera en fallande bank. Varje land skall upprätta en stabilitetsfond som uppgår till två procent av landets BNP. Förluster skall enligt en värderingsmodell fördelas mellan aktieägare och borgenärer enligt den förmånsordning som gäller nationellt. Direktivförslaget föreskriver en långtgående rätt för utsedd nationell myndighet att ta över aktieägarnas roll, såsom ledningen av banken, rätt att överföra egendom och åtaganden till en annan juridisk person, samt genomdriva avtal.

I ett väsentligt avseende skiljer sig direktivförslaget från den svenska lagstiftningen, det föreskrivs inte att staten skall kunna ta över äganderätten av en bank, vilket är det som skapar förutsättningar för staten att tillgodogöra sig vinsten av insatt kapital och en rekonstruktion av en bank. Med andra ord, det skapas inte förutsättningar för skattebetalarna att tillgodogöra sig vinsten vid en lyckad rekonstruktion. En faktor som ingår i marknadsekonomi, att den som genom kapitaltillskott och rekonstruktion åstadkommer att mervärde får tillgodogöra sig det värdet. Detta har varit och är en väsentlig del i Sveriges effektiva hantering av kriser i det finansiella systemet. Att denna byggsten fattas i förslaget har förmodligen sin grund i att det hos medlemsstaterna kan skapa problem eftersom äganderätten många gånger är konstitutionellt

skyddad. Det har dock redan vid Europaparlamentets hantering av förslaget ställts krav på att denna möjlighet införs i förslaget.

En annan svaghet i förslaget är att det är nationella regelverk för konkurs, likvidation och förmånsrätt som skall tillämpas. Dessa skiljer sig åt mellan medlemsstaterna och kan för det fall det skapas en gemensam räddningsfond och insättningsgaranti, som annonserats som en del av den kommande Bankunionen, öppna för arbitrage-möjligheter som påverkar det gemensamma åtagandet. Det återstår att se hur förslaget kommer att se ut när det manglats i EU:s beslutsprocess och om en Bankunion innebär förändrade regler.

4.4 EU:s förslag till en Bankunion, är det lösningen?

I början av sommaren 2012 fick Kommissionen i uppdrag att under hösten presentera ett förslag till bankunion, som en central del i lösningen av den finansiella krisen i Europa, och särskilt euroområdet. Tanken är att en bankunion är ett steg för att bryta interaktionen mellan det finansiella systemet och ett lands statsfinanser. Den interaktion, som har sin grund i att det statliga åtagandet att upprätthålla det finansiella systemet påverkar skuldsidan i statens balansräkning samtidigt som den finansiella sektorns balansräkning och stabilitet påverkas av marknadens prissättning av statspapper. Detta samband och även de problem som en bankunion behöver adressera finns närmare utvecklat i ett policybrev från Bruegel, en välkänd Europeisk tankesmedja i internationell ekonomi.²¹

I september 2012 presenterade Kommissionen sin första del av en Bankunion, ett förslag om en gemensam finansiell tillsyn.²² Ambitionen är att förslaget skall antas, efter att ha hanterats i s.k. snabbspår, före årsskiftet 2012/2013. Som tillsynsmyndighet föreslås Europeiska Centralbanken, ECB. ECB skall enligt förslaget ha tillsyn över samtliga 6 000 banker inom euroområdet, med en möjlighet att från dag till dag delegera tillsynen till nationella myndigheter. Tilldelning av banklicens samt återtagande av ett tillstånd skall tillkomma ECB. Likaledes skall ECB kunna ställa särskilda kapitalkrav, byta ut ledningen av en bank, utföra stresstester m.m. Den del av ECB som ansvarar för penningpolitiken skall särskiljas från den del som ska ansvara för tillsynen. Medlemsländer utanför euroområdet skall erbjudas att delta i Bankunionen

²¹ The Fiscal Implications of a Banking Union, Issue 2012/02 September 2012.

²² COM (2012)512 final.

och den gemensamma tillsynen. Vid dessa länders anslutning skall plats ges för deltagande vid beslut om tillsynen och full information lämnas om tillsynen. Detta förutsätter förändrade omröstningsregler för ECB.

I förslaget understryks vikten av att den ovan redovisade resolutionen om hantering av banker i kris antas samtidigt som det anges en avsikt att framöver även lämna ett förslag om en gemensam insättningsgaranti för euroområdet. Tanken är att genom att poola risken mellan samtliga medlemsstater skall insättningsgarantins stabilitet ökas till en mindre kostnad. Allt i syfte att förhindra en s.k. "run on the bank". De medel som idag totalt är fonderade för att ersätta insättarna uppgår endast till någon tiondels procent av det garanterade beloppet och är knappast i paritet med det kapital som behövs för att utgöra en trovärdig garanti för det totala värdet av euroområdets garanterade insättningar. Storleken av de medel som är fonderade för att täcka insättningsgarantin varierar också kraftigt mellan medlemsstaterna, där vissa länder är helt i avsaknad av fonderat kapital. Att idag skapa en gemensam insättningsgaranti framstår med anledning av nuvarande förutsättningar som svårsmält för de länder som har finansierade garantisystem.

Bankunionen innehåller också en möjlighet att genom den Europeiska Stabilitetsmekanismen, ESM, ge direkt stöd till ett lands banksystem i form av kapitaltillskott eller garantier under förutsättning att landet även begärt statsstöd där krav på strukturförändringar kan villkoras med stödet till det finansiella systemet.

Förslaget till bankunion har redan väckt mycket kritik från euroländer och länder utanför euroområdet. Från Tyskland har ifrågasatts att ett förslag skall kunna antas före årsskiftet 2012/2013. Från svensk sida har det understrukits att förslaget riskerar att fragmentera den inre marknaden för finansiella tjänster. För många länder framstår det som långtgående att lämna ifrån sig beslutanderätten för sitt banksystem när problem i det finansiella systemet så starkt påverkar ett lands statsfinanser. Fram till dess en ny arkitektur skapats för en verkligt integrerad ekonomisk och monetär union som skapar förutsättningar för gemensamma statsobligationer, euroobligationer, framstår det som tveksamt att samtliga länder inom euroområdet skall godta förslaget som det nu ser ut. I slutändan blir frågan om vem som skall stå för räkningen och betala, där beloppet kan påverkas av faktorer som den som skall betala inte råder över. Förslagen är idag så många och så komplicerade att det blir allt svårare att få en överblick och förstå hur dessa förhåller sig till varandra.

Ett alternativ till en gemensam insättningsgaranti är att ge en möjlighet för medlemsländer att återförsäkra sitt åtagande. Premien för för-

säkringen kan då bestämmas utifrån vilken risk som tillförs systemet, hur stor andel som återförsäkras, banksystemets omfattning i förhållande till BNP etc. Detta skulle förmodligen för de kapitalstarka länderna te sig mer attraktivt.

5. Några slutsatser

Finanskriser kommer vi fortsatt få leva med. Huvudansvaret för att förhindra uppkomsten av en finansiell kris bör läggas på penningpolitiken och finanspolitiken. Hur målen för dessa politikområden och hur ansvarsfördelningen skall se ut är en fråga som kräver både ekonomisk analys och tankar om hur maktfördelningen skall se ut i ett demokratiskt perspektiv. Vem skall ta ansvaret för att vidta åtgärder när alla tror att det är annorlunda denna gången och att vi har en ny ekonomi som innebär en evig högkonjunktur? Vem skall ta ansvaret för att vidta åtgärder när festen pågår som bäst?

En global ekonomi med allt mer integrerad finansiella marknader kommer ställer krav på förändrade internationella institutioner med förändrade mandat. Hur dessa skall se ut och hur detta skall skapas i dagens ordning med nationalstater kräver en hel del tankar och diskussioner.

Till detta kommer hur rörelsereglerna skall utformas för att de finansiella företagen skall ha ett sunt risktagande, tillräckligt med kapital och genomlysning av sin verksamhet utan att förhindra konkurrens och möjligheterna att utveckla nya tjänster.

Slutsatsen är att det finns ett stort arbete för ekonomer, samhällsvetare och jurister att i samverkan fundera över hur den framtida regleringen, institutionella uppbyggnaden och målen för penning- och finanspolitik skall utformas. Min förhoppning är att Johan Muncks stora kunnande och erfarenheter kommer att användas i detta sammanhang.

Marknadsmissbruk på svenska v. EU:s rättsakter

Johan Lycke

1. Inledning

Under 2000-talet har regleringen på värdepappersmarknaden genomgått stora förändringar. Den offentliga regleringen har ökat dramatiskt medan självregleringen har minskat betydligt. Förändringen inleddes till stor del av EU-kommissionens Handlingsplan för finansiella tjänster, FSAP, och de olika direktiv m.m. som denna ledde till.¹ En rad direktiv, marknadsmissbruksdirektivet,² prospektdirektivet,³ takeoverdirektivet,⁴ öppenhetsdirektivet⁵ och MiFID⁶ har lett till ny, ändrad och utökad lagstiftning i Sverige.

Lagstiftningsprocessen har på EU-nivå följt den s.k. Lamfalussy-modellen.⁷ Modellen har förändrats av Lissabonfördraget och den nya tillsynsstrukturen med European Securities and Markets Authority (ESMA) som ny europeisk tillsynsmyndighet för värdepappersmarkna-

¹ Se en mer utförlig redogörelse av FSAP m.m. i Walberg, *Handlingsplanen för finansiella tjänster – en framgång inom Lissabonstrategin?*, ERT 2005 s. 443.

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

⁵ 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.

⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

⁷ Se en utförlig redogörelse i Afrell & Back, *Lamfalussy-modellen – en ny lagstiftningsprocess inom EU*, ERT 2005 s. 434.

den men går i korthet ut på att dela upp lagstiftningen i olika nivåer. På den första nivån finns traditionella direktiv och förordningar beslutade av rådet och parlamentet. I dessa rättsakter ges kommissionen rätt att på nästa nivå anta genomförandeakter och delegerade akter i form av direktiv och förordningar. Därutöver finns rekommendationer utfärdade av ESMA.⁸

Marknadsmissbruksdirektivet var ett av de första direktiven i FSAP som antogs och som följde Lamfalussymodellen. På området marknadsmissbruk, t.ex. insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan, finns det på EU-nivå förutom marknadsmissbruksdirektivet tre genomföranddirektiv⁹ och en genomförandeförordning¹⁰ antagna av kommissionen, samt tre rekommendationer från ESMA.¹¹ Genomförandet av marknadsmissbruksdirektivet i Sverige skedde huvudsakligen genom lagen

⁸ ESMA (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten) har ersatt den tidigare kommittén *Committe of European Securities Regulators* (CESR) som bestod av representanter från medlemsstaternas tillsynsmyndigheter på värdepappersområdet. De rekommendationer som tidigare utfärdats av CESR har numera ESMA som avsändare.

⁹ Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan, kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppges intressekonflikter och kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagan marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner.

¹⁰ Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

¹¹ First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/04-505b; May 2005), Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive (CESR/06-562b; July 2007) och Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (CESR/09-219; 15 May 2009). Därutöver har Esma i januari 2012 publicerat ett dokument med "Frågor och svar" om tillämpningen av marknadsmissbruksdirektivet "Questions and answers on the common operation of the Market Abuse Directive, Esma/2012/9". I dokumentet anges att det kommer att uppdateras regelbundet. För närvarande innehåller det dock endast en frågeställning om hur listade bolag ska informera om sin utdelningspolicy.

(2005:377) om straff för marknadssmissbruk (marknadssmissbrukslagen), alltså i straffrätten. Detta har lett till att vi ibland tvingas välja mellan att antingen göra avkall på kraven på rättssäkerhet och förutsägbarhet eller acceptera att marknadssmissbruksdirektivet och dess efterföljande rättsakter inte genomförts i Sverige fullt ut. Nedan behandlas några sådana situationer.

2. Straffrättsliga istället för administrativa sanktioner

Marknadssmissbruksdirektivet ålägger medlemstaterna att förbjuda och beivra insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Medlemsstaterna åläggs också att vidta en rad andra åtgärder av preventivt och utredningsunderlättande slag. Enligt artikel 14.1 i direktivet ska medlemsstaterna ”säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas” beträffande dem som inte följer reglerna. Detta säkerställande ska dock enligt samma artikel ske ”utan att det påverkar [medlemsstaternas] rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder”. Det senare synes vara en anpassning till det faktum att vissa medlemsstater redan hade och ville behålla straffrättsliga sanktioner.¹² Sverige har valt att inte införa några administrativa sanktioner kopplade till kärnbestämmelserna i marknadssmissbruksdirektivet, dvs. förbuden mot insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Samtliga dessa förfaranden regleras i Sverige i straffrätten. Däremot har vi administrativa sanktioner kopplade till några av ”kringbestämmelserna” t.ex. skyldigheten för insynspersoner att anmäla sina aktieinnehav till Finansinspektionen och aktiemarknadsbolagens skyldighet att föra en insiderförteckning.

Trots tillägget om att medlemsstaterna ska kunna behålla sina straffrättsliga bestämmelser är utgångspunkten i marknadssmissbruksdirektivet ett administrativt sanktionssystem. Det framgår direkt av flera bestämmelser i direktivet, t.ex. att det ska finnas en behörig myndighet som hanterar direktivets förbud och åtgärder, men kanske än mer av rättsakterna på andra nivåer, dvs. kommissionens genomförandeåtgärder och ESMA:s rekommendationer. I dessa rättsakter finns definitioner av centrala begrepp, beskrivningar av signaler på marknadssmissbruk, beskrivningar av vad som definitivt inte är marknadssmissbruk

¹² Se parlamentets betänkande den 27 februari 2002 ref. nr A5-0069/2002.

m.m. ”Regelpaketet” framstår som svåröverskådligt och lätttröligt och passar inte särskilt bra ihop med de höga krav på förutsägbarhet och klarhet som vi är vana vid att ställa på straffrättslig lagstiftning.

3. Definitionen av insiderinformation

Definitionen av vad som är insiderinformation är central. Det är endast om man har tillgång till sådan information som man kan dömas för insiderbrott eller obehörigt röjande av insiderinformation. I marknadsmissbrukslagen definieras insiderinformation som

”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument.”

I marknadsmissbruksdirektivet återfinns en betydligt mer omfattande definition delvis i själva direktivet och delvis i genomförandedirektiven (i genomförandedirektivet 2003/124/EG¹³ generellt avseende insiderinformation och i genomförandedirektivet 2004/72/EG¹⁴ avseende insiderinformation i förhållande till råvaruderivat). Sverige har valt en helt egen definition som inte stämmer överens med ordalydelsen i marknadsmissbruksdirektivet och inte heller innehåller de preciseringar som framgår av genomförandedirektiven. Begreppet ”insiderinformation” ska dock ändå tolkas direktivkonformt. Det innebär att även de delar av definitionen som inte framgår av lagtexten utan enbart av marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektiven ska tillämpas i svensk rätt.¹⁵ I marknadsmissbruksdirektivets definition anges till exempel att det ska vara fråga om information om omständigheter ”av specifik natur” och enligt artikel 1.1 i

¹³ Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan.

¹⁴ Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av miss-tänkta transaktioner.

¹⁵ Enligt förarbetena till den svenska bestämmelsen omfattas preciseringarna i genomförandedirektiven av definitionen i huvuddirektivet – som i sig inte är någon ändring jämfört med tidigare. Dock kan tolkningen komma att påverkas av genomförandedirektiven, se prop. 2005/05:142 s. 55.

genomförandedirektivet 2003/124/EG är informationen av specifik natur om den avser "omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument". Beskrivningen är knappast något under av klarhet men det är ändå tydligt att en uppmaning att sälja aktier i ett aktiemarknadsbolag inte är insiderinformation enbart för att uppmaningen härrör från t.ex. bolagets VD. I ett sådant fall är det helt enkelt inte fråga om en så specifik händelse eller omständighet som kan läggas till grund för några slutsatser om effekterna på aktiekursen. I NJA 2008 s. 292¹⁶ frikände HD en person som mottagit en "blank" säljuppmaning från någon som han visste hade insiderkunskap.¹⁷ I domskälen tar HD upp frågan om det rör sig om en sådan omständighet av specifik natur som avses i marknadssmissbrukslagen och hänvisar då till den del av förarbetena där innehållet i artikel 1.1 i genomförandedirektivet återges.¹⁸ På så sätt framgår det att genomförandedirektivet är en del av svensk rätt trots att det inte genomförts genom föreskrifter eller motsvarande.

Ytterligare en kvalifikation av begreppet insiderinformation som är "osynlig" i den svenska lagen rör råvaruderivat. På det området är insiderinformation enligt artikel 1.1 i marknadssmissbruksdirektivet sådan information som "användare av råvaruderivatmarknaden förväntar sig att få i enlighet med godtagen marknadspraxis". Det rör sig enligt artikel 4 b) i genomförandedirektivet 2004/72/EG om sådan information som ska "offentliggöras enligt lagar och andra föreskrifter, marknadsregler, avtal eller sedvänjor på den relevanta [marknaden]". Det går knappast att säga att den svenska lagtexten på samma sätt som direktivet pekar ut den speciella typ av information som avses när det gäller råvaruderivatmarknaden. Några svenska domar som rör insiderinformation i förhållande till råvaruderivat finns dock inte.

4. Straffbar otillbörlig marknadspåverkan

Den tidigare svenska bestämmelsen om "otillbörlig kurspåverkan" ansågs redan vid tillkomsten vara svårtolkad och ägnad att vålla bevissvå-

¹⁶ I HD:s avgörande deltog Johan Munck som ordförande.

¹⁷ Personen som hade insiderkunskap fälldes dock och vinsten från aktieförsäljningen förverkades.

¹⁸ Prop. 2004/05:142 s. 55 f.

righeter.¹⁹ Svårigheterna låg då som nu i att tillräckligt klart definiera det straffbara området.²⁰ Handlingar och beteenden som i ett visst sammanhang är helt legitima vill man i ett annat sammanhang förbjuda. Detta försökte man ringa in genom att föreskriva att handlingar som hade ett "otillbörligt" syfte var straffbara. Genom att använda begreppet "otillbörligt" i lagtexten kom man dock att närma sig en subjektiv tolkning av den objektiva beskrivningen av den straffbara handlingen. För att ändå kunna objektivisera det straffbara handlingssättet räknades i den gamla bestämmelsen upp en rad exempel på förfaranden som "till sin natur typiskt sett är sådana att de används vid kursmanipulationer",²¹ och således kunde anses ske i otillbörligt syfte. Resultatet av denna blandning av subjektiva och objektiva rekvisit i beskrivningen av det straffbara blev nog inte helt lyckat. Otillbörlighetsrekvisitet finns fortfarande kvar i den nuvarande svenska bestämmelsen om otillbörlig marknadspåverkan men listan på exempel är borta. En sådan lista, fast mycket mer omfattande, finns dock dels i artikel 1.2 i marknadsmissbruksdirektivet, dels i artiklarna 4 och 5 i genomförandedirektivet 2003/124/EG. I förarbetena hänvisas till dessa artiklar och de får anses vara en del även av svensk rätt.²² Problemet i marknadsmissbruksdirektivet är detsamma som i den svenska lagen, nämligen att peka ut ett visst beteende som klandervärt eller förbjudet men endast när det sker i ett visst syfte. I marknadsmissbruksdirektivet är dock angreppssättet ett annat. Grundidén är där en sorts omvänd bevisbörda eller åtminstone presumptionsregel. Om förfarandet finns med i listan är det otillbörlig marknadspåverkan om inte, som det står i artikel 1.2 a sista stycket i marknadsmissbruksdirektivet, "personen som utförde transaktionen eller handelsordern kan visa att hans skäl att utföra densamma är legitima och att transaktionen eller ordern stämmer överens med godtagan marknadspraxis". En sådan omvänd bevisbörda eller presumptionsregel kan möjligen accepteras inom ramen för ett administrativt sanktionssystem men är svårare att förena med de krav på rättssäkerhet som vi ställer på straffrätten. I ett flertal domar från tingsrätter och hovrätter avseende otillbörlig marknadspåverkan hänvisas direkt till både

¹⁹ Se prop. 1995/96:215 s. 72 och Lagrådets yttrande på s. 143–144 i samma prop.

²⁰ Se betänkandet från 1993 års insiderutredning, SOU 1994:68 s. 68 ff. och utdraget ur Stockholms fondbörs utredning "Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna" 1992 bilaga 2 till betänkandet. Johan Munck var särskild utredare i 1993 års insiderutredning och ordförande i Stockholms fondbörs utredning.

²¹ Prop. 1995/96:215 s. 72.

²² Prop. 2004/05:142 s. 69–70 och s. 166–167.

marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektivet 2003/124/EG.²³ Domstolarna anger dock att de olika exemplen i direktiven kan "tjäna till vägledning" och tillämpar inte någon omvänd bevisbörda.

Utöver listorna i marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektivet 2003/124/EG finns även i avsnitt IV i ESMA:s rekommendation CESR/04-505b²⁴ beskrivningar av ageranden som anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan. Det framhålls i rekommendationen att agerandena i vissa fall kan ha fullt legitima skäl.²⁵ Samma presumptionsregel tycks alltså gälla även i dessa fall: den som agerar på något av de sätt som beskrivs i rekommendationen ägnar sig åt otillbörlig marknadspåverkan såvida han inte kan visa att han hade legitima skäl för sitt agerande och att förfarandet stämmer överens med godtagen marknadspraxis. Rekommendationen publicerades efter det att marknadsmissbrukspropositionen²⁶ lämnades till riksdagen, så någon diskussion om eller hänvisning till rekommendationen finns inte i de svenska förarbetena. Några allmänna råd från Finansinspektionen med utgångspunkt i rekommendationen finns inte heller. Det skulle väl i och för sig vara märkligt om vad som är straffbart som otillbörlig marknadspåverkan skulle bestämmas i en myndighets allmänna råd. Men kanske är den situation svensk rätt befinner sig i just nu ännu märkligare när bedömningen av vad som är straffbart kan komma att grunda sig på varken lagen, förarbetena eller myndighetsföreskrifter utan på en icke-bindande rekommendation utfärdad av en förening för europeiska tillsynsmyndigheter.²⁷ Det är dock i realiteten svårt att tänka sig att en svensk domstol skulle kunna fälla någon till ansvar enbart för att han

²³ Se t.ex. Svea hovrätts dom 2011-12-16 i mål B 4610-11, Svea hovrätts dom 2011-06-08 i mål B 8410-10, Svea hovrätts dom 2012-02-28 i mål B 8313-11, Svea hovrätts dom 2011-10-03 i mål B 8270-10 (har överklagats och beviljats prövningstillstånd i HD), Svea hovrätts dom 2008-05-30 i mål B 4343-07, Svea hovrätts dom 2009-11-06 i mål B 453-09, Svea hovrätts dom 2011-02-16 i mål B 3384-10, Svea hovrätts dom 2011-12-08 i mål B 8085-11 samt Svea hovrätts dom 2009-10-27 i mål B 4507-09.

²⁴ CESR/04-505b, Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive.

²⁵ Se 4.10 i CESR/04-505b.

²⁶ Prop. 2004/05:142.

²⁷ När rekommendationen utfärdades fanns inte tillsynsmyndigheten ESMA. Jfr också Samuelsson, Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan, SvJT 2002 s. 873. Artikelnen behandlar den då gällande straffbestämmelsen om otillbörlig kurspåverkan. Kritiken mot en svärförutsägbar normbildning äger dock fortfarande giltighet.

gjort något som finns med i ESMA:s rekommendation och inte kan visa att han hade legitima skäl för det eller att det stämde överens med godtagen marknadspraxis. De fällande domar som finns avser oftast på ett eller annat sätt den typ av skentransaktioner som skulle ha lett till fällande domar även med den tidigare straffbestämmelsen om otillbörlig kurspåverkan och några hänvisningar till ESMA:s rekommendation har jag inte hittat.²⁸

Möjligen har dock användningen av de exempel som anges i marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektivet 2003/124/EG lett till ett något onyanserat synsätt. Ett av exemplen i genomförandedirektivet är transaktioner där något reellt ägarskifte inte har skett, t.ex. mellan två depåer som ägs eller kontrolleras av samma person.²⁹ I den situationen har en person ensam kontroll över prissättningen. Domstolarna har i några fall ansett att sådana transaktioner aldrig kan vara acceptabla. Domstolarna har i dessa fall angett att det vid en sådan transaktion inte spelar någon roll hur stor eller liten andel av den totala handeln det är fråga om³⁰ och att ett sådant förfarande aldrig kan anses överensstämma med godtagen marknadspraxis.³¹ Frågan är dock om sådan "handel med sig själv" alltid uppfyller rekvisiten i 8 § marknadsmissbrukslagen. Det är naturligtvis svårt att dra gränsen, men om transaktionen sker inom spreaden (dvs. inom ramen för befintliga köp- och säljkurser) är den knappast ägnad att "otillbörligen påverka marknadspriset". Om ett förfarande inte påverkar marknadspriset eller andra villkor för handeln kan det fortfarande vara fråga om otillbörlig marknadspåverkan om åtgärden är ägnad att "på annat sätt vilseleda köpare

²⁸ Se t.ex. domarna i fotnot 23.

²⁹ Det kan vara fråga om att depåerna ägs av samma person, eller att den ena depån är en s.k. försäkringsdepå, dvs. formellt ägs av ett försäkringsbolag men kontrolleras av försäkringshavaren.

³⁰ Se Svea hovrätts dom 2009-11-06 i mål B 453-09.

³¹ Se Svea hovrätts dom 2010-05-17 i mål B 2046-09. I fallet var det fråga om en anställd vid ett värdepappersinstitut. Denne fälldes av hovrätten och eftersom han var SwedSec-licensierad blev han därefter föremål för SwedSec:s disciplinförfarande. SwedSec:s disciplinnämnd, med Johan Munck som ordförande, konstaterade i sitt beslut 2011:06 att licenshavaren dömts för brott med anknytning till tjänsten vilket i sig var allvarligt men att det i detta fall förelåg speciella omständigheter; att licenshavaren rådgjort med sin chef, att han frikänts i tingsrätten och att förutvarande chefsjuristen för Finansinspektionen ansett förfarandet godtagbart. Han fick därför behålla sin licens och tilldelades en varning. Kanske ansåg även disciplinnämnden att hovrättens resonemang var alltför onyanserat.

eller säljare”. Vid denna typ av ”handel med sig själv” sker dock ingen reell ägarförändring – personen som genomför transaktionen har egentligen ingen avsikt att sälja eller köpa några aktier på marknaden. Köp- och säljorderna ger därför en felaktig bild av utbud och efterfrågan och transaktionen i sig ger en felaktig bild av omsättningen. Om transaktionen utgör en stor del av omsättningen kan denna felaktiga bild vilseleda köpare och säljare men om andelen av omsättningen är marginell är det svårt att förstå hur någon köpare eller säljare skulle kunna bli vilseledd.³²

Oavsett detta synes valet att reglera otillbörlig marknadspåverkan straffrättsligt, trots att utgångspunkten i marknadssmissbruksdirektivet och de efterföljande EU-rättsakterna är ett administrativt sanktionssystem, ha lett till att Sverige inte fullt ut har genomfört direktivets bestämmelser. Vi tillämpar helt enkelt varken ESMA:s rekommendation eller den omvända bevisbördan/presumptionsregeln i artikel 1.2 a sista stycket i marknadssmissbruksdirektivet.

5. När föreligger rapporteringsplikt enligt 10 § marknadssmissbrukslagen?

Enligt 10 § marknadssmissbrukslagen ska värdepappersinstitut m.fl. rapportera till Finansinspektionen om en transaktion ”kan antas” utgöra eller ha samband med marknadssmissbruk. I Sverige är bestämmelsen straffsanktionerad. Den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet underlåter att rapportera kan enligt 13 § marknadssmissbrukslagen dömas till böter. Rapporteringsskyldigheten härrör från artikel 6.9 i marknadssmissbruksdirektivet. En svår fråga är när omständigheterna är sådana att misstankegraden ”kan antas” har uppnåtts. I förarbetena till bestämmelsen anges som exempel att en person med insynsställning gör affärer i finansiella instrument utgivna av insynsbolaget och att det strax därefter sker en omotiverad kursutveckling eller kurspåverkande information offentliggörs.³³ När det gäller otillbörlig marknadspåver-

³² I Svea hovrätts dom 2011-02-16 i mål B 3384-10 gjorde hovrätten tydligt skillnad mellan transaktioner som utgjorde en väsentlig del av omsättningen och transaktioner som endast utgjorde en mindre del. Vad gäller de senare transaktionerna ansåg hovrätten att det inte förelegat någon beaktansvärd risk för att marknaden skulle påverkas eller vilseledas och åtalet ogillades i den delen.

³³ Prop. 2004/05:142 s. 169.

kan hänvisas i förarbetena till de signaler som räknas upp i artikel 4 i genomförandedirektivet 2003/124/EG. På så sätt kan man hävda att åtminstone genomförandedirektivet har införlivats i svensk rätt. Men ytterligare tolkningshjälp finns i ESMA:s rekommendation CESR/04-505b. I avsnitt V i rekommendationen anges en rad indikationer på misstänkt insiderhandel och misstänkt otillbörlig marknadspåverkan. Syftet med denna del av rekommendationen är att tillhandahålla riktlinjer för rapporteringsskyldiga värdepappersinstitut och börser.³⁴ Som nämnts ovan publicerades rekommendationen efter det att marknadsmissbrukspropositionen överlämnades till riksdagen så någon hänvisning till den finns inte i de svenska förarbetena. Rekommendationen har, i konsekvens med att rapporteringsskyldigheten i Sverige är en straffrättslig reglering, inte heller lett till några allmänna råd eller liknande från Finansinspektionen.³⁵ Bristen på vägledning kan dock komma att få konsekvenser för tillämpningen och efterlevnaden av rapporteringsskyldigheten. Utgångspunkten hos dem som ska tillämpa bestämmelserna – anställda i värdepappersinstitut och på börser – är nog i många fall att deras skyldigheter framgår av lag, föreskrifter och allmänna råd från Finansinspektionen. Och i den mån dessa grundar sig på EU-rätt räknar man med att detta har beaktats i den svenska implementeringen. Man kan knappast utgå från att dessa personer närmare tagit del av ESMA:s rekommendationer. Detta trots att dessa rekommendationer kanske kan komma att få betydelse för bedömningen av om misstankegraden ”kan antas” har uppnåtts. I de två svenska ärendena om brister i rapporteringsskyldigheten som jag känner till har den tilltalade frikänts och några resonemang om ESMA:s rekommendation finns inte i dessa domar.³⁶ Det kan bero på att rekommendationen inte ansågs relevant just i dessa fall. Men det kan också vara en indikation på att den nivån i den EU-rättsliga lagstiftningen inte har fått genomslag i svensk rätt.

³⁴ 5.2 i CESR/04-505b.

³⁵ I t.ex. Finland utfärdade den finska Finansinspektionen i juni 2005 Standard RA2.1, Rapportering av misstänkta transaktioner till Finansinspektionen. Standarden är baserad på CESR/04-505b. Det bör tilläggas att Finland vid sitt genomförande av marknadsmissbruksdirektivet införde ett administrativt sanktionssystem parallellt med sina tidigare straffbestämmelser.

³⁶ Svea hovätts dom 2009-10-28 i mål B 9523-08 och Stockholms tingsrätts dom 2008-05-28 i mål B 17668-07.

6. Framtiden

Sammanfattningsvis kan konstateras att Sverige tillämpar delar av de regler som inte framgår direkt av marknadssmissbrukslagen men som ingår i EU:s ”regelpaketet” avseende marknadssmissbruk, t.ex. definitionerna av insiderinformation och vad som anses vara otillbörlig marknadspåverkan som återfinns i genomförandedirektiven. Andra delar av regelpaketet tillämpar vi inte, t.ex. administrativa sanktioner och den omvända bevisbördan för otillbörlig marknadspåverkan. Ytterligare andra delar, t.ex. ESMA:s rekommendationer är det svårt att säga om vi tillämpar eller inte, i vart fall syns det inte i några domar.

För närvarande pågår en översyn av marknadssmissbruksdirektivet bl.a. i syfte att åstadkomma ett mer enhetlig europeiskt regelverk.³⁷ Kommissionen har förslagit att direktivet ska ersättas med en förordning³⁸ och ett direktiv.³⁹ I förordningsförslaget finns förbud mot insiderhandel, otillbörligt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan.⁴⁰ Förordningsförslaget anger också att medlemsstaterna ska ha administrativa sanktioner i form av bl.a. straffavgifter för den som bryter mot dessa förbud. Det innebär att vi kan komma att få förbud mot marknadssmissbruk som följer av en EU-förordning och där endast de administrativa sanktionerna följer av svensk lag, på samma sätt som t.ex. förbudet mot blankning.⁴¹ Liksom idag ges kommissionen rätt att i delegerade akter precisera vissa definitioner m.m. Detta kan kanske leda till att vi i högre grad än i dag kommer att tillämpa hela regelpaketet – förordning, genomföranderegler och rekommendationer från ESMA – även i Sverige.

Men man kan fråga sig om det i sak innebär en förbättring att förbud och definitioner i sin helhet enbart finns tillgängliga i rättsakter från EU. Utöver förordningsförslaget finns det dock även ett förslag till direktiv. Enligt det förslaget ska medlemsstaterna se till att det är brottsligt dels att handla med utnyttjande av insiderinformation, dels att otillbörligen röja insiderinformation till någon annan, artikel 3 i direk-

³⁷ Se s. 2–3 i kommissionens förordningsförslag COM(2011) 651 final, 2011/095 (COD).

³⁸ 2011/0295 (COD).

³⁹ 2011/0297 (COD).

⁴⁰ I förordningsförslaget finns även bestämmelser om anmälningsskyldighet för insynspersoners handel, insiderlistor, rapportering av misstänkta transaktioner m.m.

⁴¹ Se Ds 2012:10.

tivförslaget. Medlemstaterna ska också se till att otillbörlig marknads-
påverkan som sker uppsåtligen (intentionally) är brottslig, artikel 4 i
direktivförslaget. Förfaranden som ska ”bestraffas” med administrativa
sanktioner ska alltså i några fall (också?) straffas som brott. Direktivets
definitioner och beskrivningar knyter an till förordningsförslaget, så vi
kommer att ha kvar problemet med att delar av straffrätten återfinns i
olika rättsakter från olika EU-institutioner. Möjligen kan det bli så att
förordningen blir det enhetliga regelverk som tillämpas på samma sätt
över hela EU som kommissionen eftersträvar medan den straffrättsliga
frågan blir en mer nationell angelägenhet.

Lex specialis in absurdum¹

Gustaf Sjöberg

1. Inledning

När Johan Munck föddes innehöll den nya aktiebolagslagen 228 paragrafer.² Nu, 70 år senare, innehåller aktiebolagslagen 845 paragrafer.³ En kraftig ökning, som dock knappast kan förstärkas med ord som explosionsartad eller liknande.⁴ För 70 år sedan innehöll avtalslagen 41 paragrafer och det gör den fortfarande, även om de är något litet förändrade till sitt innehåll.⁵

För 70 år sedan fanns knappt det som idag kallas finansmarknadsrätt. Numera är detta rättsområde mycket omfattande och komplext, ja närmast oöverskådligt. För tillväxttakten kan nästan vilka förstärkningsord som helst användas utan att det känns överdrivet och inte tycks takten avta. Tvärtom tar en betydande del av EU:s regleringsansatser idag sikte på just detta område.

Vad beror dessa skillnader på? Det kan knappast sägas att det, mellan de fenomen som regleras, finns någon fundamental skillnad i komplexitet som motiverar den olikartade utvecklingen. Avtalslagen reglerar en enorm mängd transaktioner av olika storlek och omfattning och

¹ Tack till Lars Hörngren och Thomas Ordeberg för värdefulla synpunkter. Lars Hörngren har dessutom hittat på titeln till den här uppsatsen.

² 1944 års aktiebolagslag hade ännu inte trätt i kraft men var på god väg genom lagstiftningsmaskineriet. Lagberedningen la fram förslaget i februari 1941 (SOU 1941:8 och 9), vilket resulterade i proposition 1944:5 som i sin tur blev lag i september samma år (SFS 1944:705). Lagen trädde i kraft den 1 januari 1948.

³ Aktiebolagslag (2005:551).

⁴ Många av paragraferna i 1944 års lag var dessutom betydligt längre än vad paragraferna är i dagens lag, så ökningen är mindre dramatisk än vad antalsökningen antyder.

⁵ Avtalslagen, lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område, är som bekant nästan hundra år.

har trots det klarat sig hyggligt i nästan 100 år.⁶ Även om komplexiteten på det finansiella området naturligtvis har ökat så kan det inte heller hävdas att finansiella företag och transaktioner är någon nyhet som av det skälet påkallar ny omfattande reglering. Inte heller kan det sägas att det aktiebolagsrättsliga livet, som regleras av aktiebolagslagen, är så mycket mindre förändringsbenäget och komplext att det motiverar den betydligt blygsammare tillväxten av aktiebolagsrätten i förhållande till finansmarknadsrätten.

Innan vi går vidare och diskuterar finansmarknadsrättens tillväxt de senaste decennierna är det på sin plats att något försöka precisera vad som avses med termen finansmarknadsrätt. Det är inte en helt enkel fråga att besvara och det finns inte heller anledning att i det här sammanhanget försöka komma med någon mer precis definition. I linje med uppsatsens titel kan man se det som en specialreglering i förhållande till andra rättsområden. Det blir med andra ord närmast fråga om en negativ bestämning. Som finansmarknadsrätt kan inte betecknas de associationsrättsliga grundbestämmelser som reglerar de finansiella företagen. Således kan de aktiebolagsrättsliga bestämmelser som reglerar ett bankaktiebolag inte betecknas som finansmarknadsrättsliga. Det finns dock ofta ett nära samband mellan de associationsrättsliga grundbestämmelserna och den finansmarknadsrättsliga särregleringen. Ett exempel är kapitaltäckningsreglerna för banker, där bestämmelserna om kapitaltäckning samspelar med de aktiebolagsrättsliga bestämmelserna.⁷ Ett ännu närmare samspel mellan associationsrätt och finansmarknadsrätt finns vad gäller de icke vinstutdelande livförsäkringsaktiebolagen. Man kan således säga att de speciella krav, utöver de grundläggande associationsrättsliga bestämmelserna, som följer av den finansiella verksamheten utgör den finansmarknadsrättsliga särregleringen.

Det är emellertid inte endast de finansiella företagen som särregleras. Även finansiella tjänster och de marknader via vilka de tillhandahålls är föremål för betydande särregleringar. Inte minst gäller det ett av Johan Muncks många specialområden, nämligen aktiemarknadsrätten.⁸ På dessa områden är det måhända något mer oklart vad det är särregle-

⁶ Hur hyggligt den klarat sig råder det olika meningar om, men ovedersägligen är den med ganska små ändringar fortfarande gällande.

⁷ Numera kan man nästan bortse från andra associationsformer än aktiebolag på bankområdet.

⁸ Aktiemarknadsrätten är något särpräglad i det här sammanhanget genom det betydande inslaget av privat rättsbildning.

ringar i förhållande till. I mångt och mycket är det fråga om specialregleringar i förhållande till allmän civilrätt såsom avtalsrätt och köprätt. Det finns exempelvis särskilda bestämmelser om informationslämnande vid emission av aktier (prospekt) och hur en fondkommissionär ska utföra order att sälja eller köpa aktier (best execution). Men det finns också bestämmelser om hur handelsplatser ska vara organiserade och vilka uppgifter som åvilar dem, vilka knappast kan betecknas som privaträttsliga. Den vanliga uppdelningen mellan privaträtt och offentlig rätt är således inte speciellt träffande på det här området, utan den finansmarknadsrättsliga regleringen befinner sig inom båda sfärerna. Kanske är det lite som med det berömda uttalandet om pornografi; en finansmarknadsrättslig reglering känns igen när man ser den men är svår att definiera.⁹

I det följande används termen finansmarknadsrätt för att beteckna de särskilda regleringar av företag, tjänster och marknader som föranleds av det finansiella inslaget.

En tes som ligger till grund för den fortsatta framställningen är att explosionen av finansmarknadsrättsliga regleringar har resulterat i en överreglering som inte är hållbar i längden. Det kommer, menar jag, visa sig att finansmarknaderna från ett samhällsekonomiskt perspektiv fungerar sämre än de skulle göra med en annan mindre omfattande och ingripande reglering. Tesen kan knappast bli vetenskapligt bekräftad eller falsifierad och inga försök i den riktningen görs heller här. I stället utgör den en utgångspunkt för diskussioner av orsaker till och verkningar av regel tillväxten samt hur man kan komma till rätta med den nuvarande situationen och bryta utvecklingen.

Efter en kort introduktion till det finansiella systemets uppgifter och funktion är uppsatsen disponerad i tre huvudavsnitt, som behandlar orsaker till, verkningar av och möjliga motmedel mot överregleringen. I det första avsnittet diskuteras således möjliga orsaker till den kraftiga regel tillväxten på finansmarknadsområdet. Frågeställningen är komplex och det kan här inte bli fråga om annat än en grov skiss av några tänkbara förklaringar. Det är dock viktigt att försöka reda ut orsakerna

⁹ Domaren i den amerikanska högsta domstolen, Justice Potter Stewart, skrev i sitt yttrande i ett mål som rörde frågan om det förekom obscenitet i filmen *The Lovers* (Jacobellis v. Ohio 378 U.S. 184 (1964)), följande: "I shall not today attempt further to define the kinds of material I understand to be embraced within that shorthand description ['hard-core pornography']; and perhaps I could never succeed in intelligibly doing so. But I know it when I see it, and the motion picture involved in this case is not that."

till regelexplosionen, om man ska kunna diskutera sätt att påverka utvecklingen. I nästa avsnitt diskuteras verkningarna av den regelmassa som finns och håller på att skapas. Det är viktigt att förstå att det inte endast är en ökad administrativ börda som blir följd av en överreglering utan att den största risken är en försämrad samhällsekonomi genom att den finansiella sektorn fullgör sina uppgifter sämre. Det leder bl.a. till att medborgarna får betala mer för att få finansiella tjänster utförda. I det sista avsnittet diskuteras hur man ska kunna vända utvecklingen i en annan riktning och få en mer ändamålsenlig reglering.

En avgränsning ska också nämnas, nämligen att rena konsument-skyddsfrågor inte diskuteras. Även här kan man fundera över vad avgränsningen egentligen betyder; i grunden är vi alla konsumenter och all reglering bör ha som enda syfte att göra det bättre för oss som samhällsmedborgare. I den meningen är all lagstiftning och reglering konsumentskyddande. Normalt menar man dock med konsumentskyddande den snävare reglering som tar direkt sikte på relationen mellan en tillhandahållare av finansiella tjänster (här inkluderas såväl producenter som intermediärer) och en konsument av sådana tjänster. På det finansiella området är emellertid gränsen ovanligt suddig. Som exempel kan nämnas att det främsta konsumentskyddet för en bankkund eller en person som har en livförsäkring är att motparten inte går omkull så att kunden förlorar sina pengar. Stabilitetshänsyn och konsumentskydd flyter alltså ihop.

2. Det finansiella systemets funktioner

En utgångspunkt här, liksom för den svenska och europeiska lagstiftaren, är att det finansiella systemet fullgör viktiga funktioner i samhälls-ekonomin och att dessa bäst utförs av privata aktörer i konkurrens. Kort sagt är marknadsekonomin utgångspunkten. Inom EU är denna utgångspunkt explicit fastslagen i de grundläggande rättsakterna.¹⁰ Det innebär dock inte att regleringar är överflödiga. Tvärtom är nog alla (utom möjligen de allra mest liberala debattörerna) ense om att t.ex. banker måste regleras. Utan att gå närmare in på varför det är så, kan sägas att om en bank fallerar riskerar det att uppstå samhällsekonomiska kostnader som de inblandade aktörerna inte har anledning att ta

¹⁰ Artikel 3(3) i EU-fördraget.

hänsyn till; det finns risk för ett s.k. marknadsmisslyckande. Eftersom aktörerna inte själva har incitament att ta hänsyn till kostnaderna för samhället är det rimligt att försöka rätta till marknadsmisslyckandet genom offentlig reglering. Vad gäller finansiella regleringar har det traditionella angreppssättet varit just att försöka identifiera marknadsmisslyckanden som kan påkalla regleringar. Det bör dock observeras att alla marknadsmisslyckanden inte nödvändigtvis kan och bör rättas till med regleringar. Här finns det således ett visst spelrum för olika åsikter om hur ingripande regleringarna bör vara. Olika filosofier kan alltså tala för olika grad av regelaktivism.

Det finansiella systemets huvuduppgifter anses vara att omfördela sparande från sådana med överskott på pengar till sådana med kapitalbehov, att hjälpa människor och företag att hantera risker samt att förmedla betalningar. Uppgiften att omfördela sparande fullgörs på flera sätt, t.ex. genom att vanligt banksparande omvandlas till banklån. Samtidigt som bankkunder sparar och placerar tillfällig överskottslikviditet på sina konton, vilka de kan använda även för att genomföra betalningar, kan andra bankkunder få lån till olika behov, t.ex. för att köpa bostäder. Banker är centrala i det finansiella systemet för att de fullgör såväl omfördelning av sparande inklusive utvärdering av låntagare som betalningsförmedling. Processen ger upphov till de för banker särpräglade balansräkningar som ger stabilitetsproblem.

Ett annat sätt för det finansiella systemet att fullgöra uppgiften att allokera kapital är genom aktiemarknaden. Här fördelas kapital från enskilda individer och olika typer av organisationer med överskott till företag med kapitalbehov. Den organiserade handeln med aktier är främst en andrahandsmarknad med uppgift att allokera kapital till lämpliga projekt samt tillhandhålla likviditet. Aktiehandel per se ger inte upphov till samma stabilitetsproblem som bankverksamhet; däremot skapar den organiserade handeln med aktier frågor om t.ex. tillgången på information om företagen och konkurrensen mellan olika aktörer. Aktiemarknadens funktion har stor betydelse för såväl pensionsspararnas framtida välfärd som näringslivets förmåga att utvecklas.

Riskhantering kan ske på många sätt och med hjälp av olika tekniker, alltifrån traditionella försäkringar till komplicerade finansiella instrument av olika slag. Även här kan man notera samspelet mellan de grundläggande rättsfigurerna och finansmarknadsrätten. Ett exempel är aktiebolagets begränsade ansvar, vilket är av grundläggande betydelse för aktörers möjlighet att hantera risk.

Det är viktigt att notera att grunduppgifterna har varit desamma under lång tid och att grundstrukturen hos många av de institutioner

som fullgör dem också har varit relativt oförändrad under lång tid. Det gäller exempelvis banker och försäkringsbolag. Även om det har skett en kraftig utveckling av finansiella produkter och lösningar under senare decennier har det funnits ett avancerat finansiellt system under lång tid.

3. Orsaker

I detta avsnitt ska ett försök göras att identifiera några orsaker till den kraftiga regeltillväxten på finansmarknadsområdet. Säkerligen är det en rad faktorer som i ett komplext samspel bidrar till utvecklingen. Utan större förhoppning att nå klarhet är det dock nödvändigt att försöka nysta i den väv som utgör bakgrunden. Rimligen är det en fördel när man ska försöka komma till rätta med ett problem att man vet ungefär hur det uppstod.

Som nämnts ovan är den angivna utgångspunkten för såväl den europeiska som den svenska lagstiftaren marknadslösningar; regleringar fordrar en motivering, t.ex. i form av att det föreligger ett marknadsmisslyckande av något slag. En analys av marknadsmisslyckandets karaktär och möjliga alternativ till lagstiftning bör således ligga till grund för lagstiftningsprojekt. Den svenska lagstiftaren har på finansmarknadsområdet framgångsrikt tillämpat en förutsättningslös analys i de lagstiftningsprojekt där EU-rätten har tillåtit det.¹¹ Det har varit fråga om analyser ur en ekonomisk synvinkel av de regleringsbehov som finns kombinerat med en juridisk analys av möjliga regleringsvägar och inpassning i övrig lagstiftning. Från akademiska utgångspunkter är det måhända lite nedslående, men enligt min mening finns de främsta utövarna av rättsekonomisk metod i Sverige på Finansdepartementet

¹¹ Lagstiftaren har varit bortskämd med goda utredningsprodukter. Även i de fall EU-rätten begränsar lagstiftarens handlingsutrymme förekommer att lagförberedarna gör en ganska djuplodande analys av regleringsmotiven på det aktuella området. Så gjorde t.ex. utredaren Johan Munck när han utredde vad som krävdes för att genomföra MiFID; se En ny lag om värdepappersmarknaden (SOU 2006:50). En sådan analys kan bli mycket värdefull i de olika valsituationer som alltid uppkommer i ett komplicerat lagstiftningsärende. Såväl på bankområdet som på försäkringsområdet har omfattande utredningar med relativt förutsättningslösa mandat format den svenska rättsutvecklingen. Banklagskommittén arbetade under fem år och lämnade fem betänkanden, bl.a. med förslag till en ny bankrörelselag och till en särskild ordning för att hantera banker i kris (SOU 2000:66). Försäkringsutredningen arbetade i fyra år och lämnade tre betänkanden (det sista SOU 1995:87).

(inklusive departementets utredningar). Numera är det dock i mycket ringa grad som den svenska lagstiftaren styr utvecklingen på det finansmarknadsrättsliga området.

Till följd av att regelutvecklingen nu i stort sett helt styrs av den europeiska lagstiftaren kommer fokus nedan i hög grad att ligga där. En utvecklingslinje som i det närmaste kommer att förbigås här är den rättsbildning på lägre nivåer som ser ut att få kraftigt ökad betydelse. Det är fråga om utfyllande normer, ofta av stor praktisk betydelse, som tas fram genom olika EU-organ, t.ex. de tre nyinrättade tillsynsmyndigheterna på det finansiella området.¹² En ökande och numera betydande del av Finansinspektionens resurser går åt till att delta i olika internationella arbetsgrupper som utarbetar regler av det slaget. Det bör dock framhållas att denna typ av reglering på intet sätt bryter det större mönstret. Tvärtom är denna s.k. sekundärlagstiftning synnerligen omfattande och präglas av en extrem detaljeringsgrad.

3.1 Reglering utan mål?

Enligt min mening är det omöjligt att, åtminstone på det här området, lagstifta framgångsrikt om inte klara och ändamålsenliga mål för regleringen har formulerats till ledning för arbetet. En mål/medel-analys bör alltså ligga till grund för reglernas utformning. Regler är medel att uppnå vissa mål, men även andra medel att uppnå målen bör övervägas i ett lagstiftningsprojekt. Vidare är det viktigt att ta med i beräkningen att även om ett marknadsmisslyckande har identifierats så kan skadeverkningarna av en regleringsåtgärd vara större än de som följer av marknadsmisslyckandet. Det finns alltså flera faktorer som bör tjäna som motvikt mot regleringsivern, men som har det gemensamt att de fordrar kvalitativa överväganden. Sådana överväganden fordrar distinkt formulerade och väl övervägda mål.

En mekanism som säkerligen i hög grad påverkat lagstiftningens innehåll är att ett närmande av lagstiftningens innehåll i olika medlemsstater till varandra har varit och är ett mål i sig. Ett överordnat mål inom EU-rätten är att skapa en fungerande inre marknad.¹³ I syfte att uppnå det överordnade målet har ett underordnat mål formulerats,

¹² Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA), Europeiska bankmyndigheten (EBA) och Europeiska försäkrings- och värdepappersmyndigheten (EIOPA).

¹³ Artiklarna 26 och 27 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

nämligen att harmonisera medlemsstaternas lagstiftning inom i sammanhanget relevanta rättsområden.¹⁴ Det är alltså ett mål att lagstiftningen ska vara så enhetligt utformad att den inte hindrar funktionen av den inre marknaden.¹⁵ Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt innehåller särskilda bestämmelser om kompetens att utfärda rättsakter med detta syfte.¹⁶ Det säger sig självt att det i en sådan, mer eller mindre teknisk, harmoniseringsprocess sällan kan tas hänsyn till de nationella lagarnas djupare syften. En sådan process uppfyller därmed sällan kraven på en väl genomförd mål/medel-analys.

Eftersom EU-rätten innehåller en skyldighet att ge skäl för en rättsakt kunde man tänka sig att den medförde en stringent analys av lagstiftningsbehovet i varje ärende. Artikel 296 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt anger nämligen bl.a. att rättsakter ska motiveras. Visserligen tas bestämmelsen på allvar av EU-domstolen,¹⁷ men det verkar som det mer är fråga om att ge vägledning om rättsakternas grund och räckvidd i mer teknisk mening än en samhällsekonomisk analys av deras verkningar.¹⁸ Utan en verklig vilja från lagstiftarens sida är det nog också svårt att tvinga fram en sådan analys. I vart fall går det knappast att genom en domstolsprövning förkasta eventuella felaktiga arguments bärkraft.

Ett särdrag för den finansiella regleringen är att *förtroende* används flitigt; det förekommer såväl som mål för reglering och som rekvisit i lagstiftning.¹⁹ Detta är emellertid mer en klyscha än ett begrepp som

¹⁴ Kapitel 3 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt har rubriken "Tillnärmning av lagstiftning".

¹⁵ Det kanske mest omfattande lagstiftningsinitiativet avseende finansmarknadsrätt på europeisk nivå – "Financial Services Action Plan" eller "FSAP" under åren 1999 till 2004 – syftade till att harmonisera medlemsstaternas regelverk på en rad områden. FSAP inbegrep över 40 olika komponenter varav flera omfattande rättsakter som t.ex. direktivet om marknader för handel med finansiella instrument (MiFID).

¹⁶ Artiklarna 114 och 115 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt. På senare tid har artikel 114 bl.a. utgjort rättslig grund för den nya finansiella tillsynsstruktur, med fyra tillsynsmyndigheter på europeisk nivå, som infördes 2011.

¹⁷ Det finns fall där underlåtenhet att motivera ett förslag har ansetts utgöra ett allvarligt fel i processen.

¹⁸ Se bl.a. fallen 24/62 Tyskland mot Kommissionen [1963] ECR 0063 p. 69 och C-122/94 Kommissionen mot Rådet [1996] ECR I-881. I det sistnämnda anger domstolen att motiveringsskyldigheten inte innebär en skyldighet att beröra varje relevant fråga angående förslagets tillämplighet.

¹⁹ I 8 kap. 1 § första stycket andra meningen lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden anges att ett värdepappersinstitut ska [även i övrigt] handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Bestäm-

fungerar väl som bas för analys och regelgivning. Uppenbarligen har förtroende för institutioner, marknader och enskilda aktörer betydelse för finansmarknadernas funktion, men det är mycket svårt att säga vilken typ och grad av förtroende som är lämpligt. Att alla har fullt förtroende för alla och allting är helt klart inte lämpligt. Inte heller kan det rimligen vara lämpligt att lagstiftaren tar på sig att vara den som ensam ska skapa en lagom dos förtroende. Även andra marknader än de finansiella är beroende av förtroende för att kunna fungera och de fungerar ofta väl utan den grad av inblandning från lagstiftarens sida som finns på finansmarknadsområdet. Huvudregeln på andra områden är att den som vill sälja något får se till att skapa förtroende för sin vara och den marknad där den säljs. Marknadsekonomin tillhandahåller flera mekanismer som kan hjälpa till att skapa förtroende, såsom garantier och förtroendeskapande mellanhänder. Det är inte ens omöjligt att sälja begagnade bilar.²⁰

Ett exempel på aktörer som länge klarade sig förhållandevis bra på ett eget skapat förtroende är kreditvärderingsinstitutet, vilkas verksamhet till för inte så länge sedan var i stort sett oreglerad och utan närmare intresse från olika lagstiftares sida.²¹ Ett fåtal företag har lyckats skapa ett förtroendekapital som gör att deras värderingar fått stor trovärdighet trots besvärliga förutsättningar i form av intressekonflikter och liknande. Det förtroendekapital som de byggt upp är deras största tillgång och genererar också hög avkastning. Marknaden har alltså skapat en institution som förhållandevis effektivt visat sig kunna tillhandahålla pålitliga omdömen om en rad finansiella aktörer och produkter.

Den europeiske lagstiftaren är dock missnöjd med situationen och vill reglera kreditvärderingsinstitutet hårdare i tron att ökad reglering ska leda till både ökad konkurrens och tillförlitligare kreditvärderingar.²² När det gäller just kreditvärderingsinstitutet är det säkert en

19 forts. melsen tycks ha kommit in i svensk rätt via implementeringen av Rådets direktiv (93/22/EEG) om investeringstjänster inom värdepappersområdet (ISD).

²⁰ Akerlof, George A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics* 84 (3).

²¹ Huvuddelen av kreditvärderingsinstitutets affär har under en lång tid (i USA har de haft stor betydelse under mer än hundra år) varit på det hela taget mycket framgångsrik. Det stora misslyckandet var bedömningen av risken med strukturerade produkter i den senaste finanskrisen. Ett misslyckande som de dock hade gemensamt med i stort sett alla andra.

²² Förordning (EG) Nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (CRA I) som främst är inriktad på att mildra intressekonflikter trädde i kraft i december 2010. CRA I

blandning av olika skäl som ligger bakom regleringsivern, men att gott självförtroende hos reglerarna och rent politiska orsaker finns med i mixturen är nog ganska klart. Att det inom politiska kretsar finns en betydande ilska mot kreditvärderingsinstitutens nedgradering av en del av länderna inom euroområdet är det nog ingen tvekan om.²³ Det är ett rimligt antagande att detta har betydelse för regleringsprocessen, men i grunden är det nog fråga om att det politiska systemet anser att det genom regleringar går att uppnå ett "bättre" resultat än vad marknaden på egen hand kan uppnå. En relevant fråga är var detta självförtroende kommer ifrån. När det t.ex. gäller kreditrisker kan konstateras att de europeiska kapitaltäckningsreglerna alltså sätter grekiska statspapper riskvikten noll. Det finns knappast något tvivel om att kreditvärderingsföretagens bedömning att risken är större än för t.ex. svenska statspapper är mer träffande. Här anas snarare en dagordning som handlar om att ge fördelar för staternas egen upplåning, en process som brukar betecknas "financial repression". Liknande tendenser finns exempelvis i de nya reglerna om blankning.²⁴

På många sätt speglar exemplet med kreditvärderingsinstituten en principiell fråga om synen på marknad gentemot regleringar. Den europeiske lagstiftaren synes i grunden ha svårt att lita till marknadslösningar på det finansiella området.²⁵ Det finns säkerligen många orsaker

22 forts. kompletterades i maj 2011 på så sätt att tillsynsmyndigheten the European Securities and Markets Authority (ESMA) tillades exklusiv tillsyn över kreditvärderingsinstitut (CRA II). En kompletterande förordning (CRA III) är under utarbetande. – Det bör även framhållas att kreditvärderingsinstituten blivit föremål för avsevärt mer ingripande reglering i USA efter den finansiella krisen. Den s.k. Dodd-Frank Act uppställer, bland mycket annat, omfattande nya krav på kreditvärderingsinstituten. De nya kraven rättfärdigas med att instituten inte har kunnat hantera t.ex. intressekonflikter på ett tillfredsställande sätt.

²³ Det har till och med framförts tankar på att förbjuda publicering av negativa utlåtanden från institutens sida. Förslaget framfördes i ett utkast till förordning i november 2011, SEC(2011) 1355, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies.

²⁴ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) Nr 236/2012. Se också Kommissionens pressmeddelande om olika utfyllande bestämmelser på lägre nivå; <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/746&>.

²⁵ Någon initierad bedömare har sagt att det inte är så konstigt när de länder som dominerar har svårt för marknadslösningar, i så måtto att Frankrike inte litar på marknadslösningar överhuvudtaget och Tyskland inte förstår sig på de finansiella marknaderna.

till det, men som berörts ovan står nog en del av förklaringen att finna i ambitionsnivån för finansmarknaderna och deras reglering.

Som berörts ovan kan ett skäl till att lagstiftaren inte gärna litar till marknadslösningar vara den ambitionsnivå som finns för finansmarknaderna. Åtminstone på konsumentområdet har målet under lång tid varit *förtroende*. Det avspeglar sig till exempel i en kommunikation från Kommissionen 1997 med titeln ”Financial Services: Enhancing Consumer Confidence”.²⁶ Ännu mer talande är titeln på den grönbok som föregick kommunikationen, nämligen ”Financial Services: Meeting Consumers’ Expectations”.²⁷ Både kommunikationen och grönboken omfattar såväl bank och försäkring som värdepappersmarknaderna. Det är alltså fråga om att möta konsumenternas förväntningar oavsett vad dessa är och om konsumenterna själva får bestämma så ingår knappast några som helst motgångar i deras förväntningar. Säkerligen är det också fråga om en växelverkan i så måtto att konsumenternas förväntningar påverkas av lagstiftarens ambitioner. Även om det aldrig direkt uttalats någon sådan ambition, så kan skönjas en tendens att målet är att allting ska vara ”bra” på de finansiella marknaderna. Allt som upplevs som misslyckanden eller skandaler ska rättas till genom mer regler. Särskilt märks denna ambition på värdepappersområdet där kombinationen av att förtroende för marknaden är ett uttalat mål med ett långtgående konsumentskydd leder till ständigt uppskruvade krav.

Att utvecklingen är på väg åt ett annat håll än den här förespråkade visas kanske bäst av förberedelserna inför det nya MiFID-direktivet. När det gäller övervägandena om en eventuell reglering av statspappersmarknaden anges som det enda och avgörande skälet för reglering att området är oreglerat.²⁸ Det är långt ifrån en process som söker identifiera marknadsmisslyckanden och lämpliga åtgärder för att komma tillrätta med dem i en ordnad mål/medel-analys. Det bör noteras att synsättet skiljer sig från det som kom till uttryck när de ursprungliga MiFID-reglerna antogs; då handlade det främst om att försöka avskaffa nationella regler som cementerade befintliga börsmonopol och i stället införa harmoniserade regler som gjorde det möjligt för börser och andra handelsplatser att konkurrera mer effektivt över gränserna.

²⁶ KOM(1997) 309 slutlig.

²⁷ KOM(1996) 209 slutlig.

²⁸ Förslag från oktober 2011 till direktiv om marknader för finansiella instrument och om upphävande av direktiv 2004/39/EG KOM(2011) 656.

Uttryckligen angavs då att frånvaron av marknadsmisslyckanden i t.ex. räntehandeln gjorde att reglering inte var påkallad.

4. Verkningar

Om det är svårt att överblicka regleringarnas innehåll är det ännu svårare att överblicka deras konsekvenser. En heltäckande analys av de finansiella regleringarnas samhällsekonomiska konsekvenser är nog omöjlig att genomföra och fordrar i vart fall ett gigantiskt arbete. Här kan det bara bli fråga om att skrapa på ytan och försöka identifiera några olika typer av konsekvenser. Möjligen kan man dela in verkningarna av en överreglering i tre huvudtyper, nämligen (i) en ökad regelbörda för företagen, (ii) ett ur samhällsekonomiskt perspektiv mindre effektivt finansiellt system samt (iii) ökade risker till följd av att regleringar är oöverskådliga och inte samspekar. Det är inte möjligt att dra några skarpa gränser mellan de här områdena och de hänger också ihop, bl.a. genom att en – i ekonomiska termer – alltför omfattande reglering innebär att för mycket resurser läggs på att efterleva och upprätthålla reglerna i förhållande till den positiva effekt som reglerna syftar till att uppnå.

En ökad mängd regler för företagen innebär ökade kostnader för att hålla reda på reglernas innehåll och för att följa dem. Den här typen av närmast administrativa kostnader kan bli mycket betungande för de finansiella företagen. Antalet personer som sysslar med regelefterlevnad, eller som det heter på finanssvenska, compliance, har ökat kraftigt på senare år. Enbart de fyra stora bankerna i Sverige har säkert fler anställda inom compliance än Finansinspektionen har sammanlagt. En tydlig trend är att det inte är tillräckligt att följa vissa regler utan företagen måste också ha fastlagda processer för den interna kontrollen. Om man så vill kan det här betecknas som något slags delegerad tillsyn eller åtminstone som ett sätt att förenkla tillsynen. Tillsynsmyndigheterna kan använda sig av företagens egna interna system för att kontrollera regelefterlevnaden i stället för att kontrollera att faktiska händelser uppfyller rörelsereglernas krav.

Administrativa kostnader belastar företagen. Huruvida denna kostnad också är en samhällsekonomisk kostnad beror på hur ändamålsenliga reglerna är. Om reglerna ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är berättigade, är den ökade kostnaden för företagen att följa dem inte en samhällsekonomisk kostnad. Kostnaderna till följd av en överreglering drabbar dock inte endast företagen utan även samhällsekonomin, t.ex.

genom att kostnaderna övervältras på kunderna som får betala onödigt mycket för finansiella tjänster.

Ett problem förbundet med en stor regelbörda och särskilt med krav på vissa typer av interna processer är risken att små företag helt enkelt inte kan verka på grund av för stora kostnader i förhållande till affärsvolymen. Den här följden av en alltför stor administrativ börda får konsekvenser närmast i form av bristande konkurrens och förändringstryck inom den finansiella sektorn. Här har vi glidit in på nästa kategori, nämligen samhällsekonomiska kostnader till följd av en överreglering. Kanske är det på sin plats att återigen ange att det inte endast är överreglering som medför kostnader för samhället och dess medborgare utan att även motsatsen kan medföra betydande kostnader. För lite eller felaktigt utformade regleringar kan också få avsevärda samhällsekonomiska kostnader. Ett bra exempel är undermåliga system för att ta hand om banker i kris, vilket kan leda till att staten får skjuta till mycket stora belopp till bankerna utan möjlighet till krav på motprestation.²⁹

Även om de administrativa kostnaderna till följd av en felaktig reglering kan bli mycket stora är frågan om inte de verkligt allvarliga konsekvenserna för samhällsekonomin av en överreglering är bristande effektivitet i det finansiella systemet. En effekt har redan berörts, nämligen bristande konkurrens och förändringstryck till följd av höga inträdesbarriärer. Det bör i det här sammanhanget noteras att samhällsekonomiska kostnader av en felaktigt utformad reglering inte behöver drabba alla eller ens något finansiellt företag utan tvärtom kan gynna de befintliga företagen på konsumenternas och potentiella konkurrenters bekostnad. Det är alltså långt ifrån givet att branschföreträdare av olika slag är förespråkare för regleringar som är mer effektiva ur samhällets perspektiv.

Finansiella företag har som en av sina huvuduppgifter att hantera risk. Det innebär att företagen ska ta kontrollerade risker i sin verksamhet. Regleringarnas roll, i detta avseende, är att begränsa de negativa externa effekterna av alltför högt risktagande. Efter den finansiella krisen finns ett betydande politiskt tryck att begränsa risktagandet, vilket leder till regleringar som begränsar risktagandet alltför mycket. De

²⁹ Att det på EU-nivå saknats regleringar avsedda att hantera problemen med krisande banker, vilket odiskutabelt är samhällsekoniskt mycket viktigt, medan andra områden är föremål för långtgående detaljreglering, antyder att det är något allvarligt fel med den grundläggande analysen.

samhällsekonomiska kostnaderna av ett sämre fungerande kreditväsende kan bli enorma.

Den sista kategorin, nämligen ökade risker till följd av att regleringarna är oöverskådliga och inte samspelar, drabbar såväl statliga institutioner som privata aktörer och slutligen naturligtvis samhällsekonomin. Återigen bör påpekas att valet av kategorier är mer eller mindre godtyckligt och att gränserna mellan dem inte på något sätt är skarpa. I blickfånget här är att regleringarna blir så omfattande och komplicerade att de blir svåra att överblicka. I första steget leder det till att det fordras stora resurser för att hålla reda på alla regler, något som närmast kan liknas vid administrativa kostnader, vilket drabbar såväl myndigheter som företag. En allvarigare konsekvens är att inkonsistenser i regleringarna leder till att rättsläget blir osäkert, vilket dels kan göra företagen än mer försiktiga, dels kan göra arbetet svårare för tillsynsmyndigheter och andra offentliga organ. Det kan vara fråga om gränsdragningar mellan olika myndigheters ansvarsområden och tolkning av till synes motstridiga bestämmelser. Ett exempel är det nyligen framlagda förslaget till direktiv om krishantering, vilket i många delar lägger nya uppgifter på företag och myndigheter som överlappar redan existerande tillsynsuppgifter och skyldigheter för företagen enligt andra bestämmelser.³⁰

5. Motmedel

Onekligen är det en ganska dyster bild som målats ovan och frågan om vad som kan göras för att bryta trenden blir därmed ännu mer brännande. Vi går alltså över till frågan vad som kan göras för att komma tillrätta med det nuvarande tillståndet och den pågående trenden. Fanns det något lätt svar skulle vi sannolikt inte finna oss där vi gör nu; många försök har gjorts att begränsa regelmassan.

Det är inte så att de europeiska institutionerna är omedvetna om att regelutformningen inte är optimal. För något decennium sedan talades ganska mycket i termer av "better regulation, not more". Så mycket konkret kom inte ut av detta och man kan fråga sig vad som från institutionernas sida egentligen avsågs. Ett exempel är ett förslag från kom-

³⁰ Se t.ex. bestämmelserna om olika planer för ett ordnat omhändertagande av banker i kris som förs fram i EU-kommissionens förslag krishanteringsdirektiv publicerat den 6 juni 2012 (KOM(2012) 280/3). Förslaget innehåller betydande oklarheter om vilka myndigheter som ska ansvara för olika planer och gränsdragningen till vanlig tillsyn är också oskarp.

missionen om att ersätta de sammanlagt 19 bankdirektiven med ett konsoliderat, men med oförändrat materiellt innehåll. I ett meddelande från kommissionen framhålls att förändringen skulle göra banklagstiftningen mycket mera tillgänglig och genomlysbar. Dåvarande kommissionären Monti uppmanade samtidigt medlemsstaterna att förenkla sina banklagstiftningar, eftersom det var där den stora administrativa bördan fanns.³¹ Uttalandena ger skäl att ifrågasätta om det är en djupgående analys av regleringsbehoven som avses eller om det mer är fråga om kosmetiska förändringar.

Även i kölvattnet av Financial Services Action Plan, när en omfattande regelmassa höll på att genomföras i medlemsstaterna, gav kommissionen uttryck för en mer återhållsam linje för framtiden. Enligt kommissionens vitbok om policy för finansiella tjänster 2005–2010 (publicerad 2005) skulle fokus under de kommande fem åren ligga på att konsolidera redan gjorda framsteg och avsluta öppna ärenden.³² Hur det än var med ambitionsnivån innan finanskrisen 2008/09 och den nu pågående statsfinansiella krisen, så synes dock dessa händelser radikalt ha påverkat regelgivningen både till innehåll och mängd.

Ett sätt att bedöma ändamålsenligheten hos lagförslag är genom, mer eller mindre, oberoende statliga kontrollinstanser av olika slag. Exempel på sådana är det svenska Lagrådet och det amerikanska Office of Information and Regulatory Affairs (OIRA). Lagrådet har alltför begränsat mandat och för begränsade resurser för att kunna utföra en granskning som det här är fråga om.³³ OIRA har visserligen mandatet

³¹ Från en pressrelease den 18 december 1997 från kommissionen: "The proposal should be seen in the context of the simplification and transparency of Community law and complements the initiatives which the Commission is proposing to take to simplify banking legislation as part of the SLIM exercise (Simpler Legislation for the Single Market – see IP/97/1034)." "Replacing nineteen Directives by just one will make banking legislation far more practical, accessible and transparent for financial institutions and for users of their services, Mr Monti commented." "But the Member States should also endeavour to simplify their national laws, since they impose an administrative burden for firms, far more onerous than Community legislation". Pressreleasen finns tillgänglig i sin helhet på: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/97/1160&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

³² European Commission. White Paper on Financial Services Policy 2005–2010 (December 2005), s. 4.

³³ Vad gäller mandatet är den bestämmelse som skulle kunna bli aktuell den i rege-
ringsformen 8 kap. 22 § p. 4, i vilken anges att granskningen ska avse om förslaget
är utformat så att lagen kan antas tillgodose de syften som har angetts. – I samman-

att göra samhällsekonomiska utvärderingar av föreslagen lagstiftning³⁴ men det är säkerligen svårt för en regeringsinstitution att anlägga ett oberoende perspektiv. Vad gäller OIRA har kritik nyligen förts fram mot att OIRA är partiskt i sina samhällsekonomiska bedömningar av miljölagstiftning.³⁵ Även om man kunde tilldela en myndighet en oberoende roll och resurser så att det skulle vara möjligt att ta sig an den enorma uppgiften att utvärdera befintlig lagstiftning på det finansiella området, så kan det ifrågasättas om det skulle vara en lämplig eller ens möjlig väg. En stor byråkratisk organisation med uppgiften att framföra en kritisk helhetsanalys av befintlig lagstiftning ställs inför en rad svårigheter av olika slag som det knappast finns anledning att gå in på här. Den avgörande invändningen måste bli att eftersom processen misslyckades första gången så är förutsättningarna att man med endast en något annorlunda organisatorisk uppbyggnad ska lyckas den andra gången små, om det inte föreligger en i grunden förändrad politisk syn.

Politisk vilja måste nämligen betraktas som den viktigaste faktorn för att få till stånd en förändrad syn. Vad som kan förmå det politiska systemet att ändra sin syn på regleringens inriktning är inte lätt att sia om, sannolikt kommer det att bli en gradvis process. Förändringsprocessen motverkas av att det finns en tendens hos politiska beslutsfattare att vilja visa handlingskraft och göra tydliga avtryck. Det är mer tacksamt att vidta omedelbart aktiva åtgärder, som att ta fram nya regler eller inrätta nya kontrollinstanser, än att eftertänksamt ompröva och avskaffa regler. Denna tendens accentueras av att de positiva samhällsekonomiska effekterna av en ändrad reglering, i form av t.ex. effektivare resursutnyttjande eller högre (befogat) risktagande, inte är omedelbart synliga

33 forts. hanget kan även nämnas det svenska Regelrådet, som formellt är en kommitté under Näringsdepartementet med uppdrag att granska de konsekvensanalyser som görs i anslutning till författningsförslag. Regelrådet har dock inga möjligheter att vidta åtgärder med anledning av analyser som uppfattas som bristfälliga.

³⁴ Följande är hämtat från Vita husets hemsida (http://www.whitehouse.gov/omb/inforeg_administrator): OIRA "is a Federal office established by Congress in the 1980 Paperwork Reduction Act. It is part of the Office of Management and Budget, which is an agency within the Executive Office of the President. It is staffed by both political appointees and career civil servants. Under the Paperwork Reduction Act, OIRA reviews all collections of information by the Federal Government. OIRA also develops and oversees the implementation of government-wide policies in several areas, including information quality and statistical standards. In addition, OIRA reviews draft regulations under Executive Order 12866."

³⁵ Se en artikel i *The Economist*, 18–24 February 2012, tillgänglig via <http://www.economist.com/node/21547772>.

utan ofta framkommer under lång tid och utan att de kan knytas direkt till beslutet att ändra regleringen.

Enligt min mening kommer det dock i en inte alltför avlägsen framtid att stå klart att det behövs grundläggande och genomgripande reformer av den finansiella regleringen i Europa. Reformeringsen behöver grundas i helt nya tänkesätt och en annan syn på reglering av det finansiella systemet. Ett argument som säkert kommer att bita bra i den politiska processen är om det kan visas att andra regioner växer snabbare till följd av en mer effektiv reglering av de finansiella marknaderna. Få saker synes göra europeiska politiker så uppskrämda som utsikten att halka efter ekonomiskt.

När det väl föreligger en politisk förändringsvilja kommer säkert resurser att avdelas för att genomföra de önskade policyförändringarna. Risker med detta är att det politiska systemet återigen har en förutfattad mening som snabbt ska genomföras i nya regleringar med åtföljande risker. En annan lärdom som kan dras utifrån den rådande situationen är att det inte är tillräckligt att avsätta resurser för att regelgivande instanser eller externa granskare ska göra konsekvensanalyser eller att ha ett generellt mål att minska regelbördan. Sådana insatser blir inte tillräckliga även om skarpare verktyg för att stoppa olämpliga förslag kom till. För att få till stånd en verkligt djupgående förändring fordras att det finns en allmänt omfattad annorlunda grundsyn på finansiella regleringar.

En bra lösning vore om det gick att lösgöra resurser för akademisk forskning som kan förbereda en samlad syn på olika områden inom den finansiella regleringen innan den politiska förändringen inträffar. Akademisk forskning har den fördelen att den kan bedrivas decentraliserat och att det är möjligt att gradvis bygga upp kompetens och resurser. Det är knappast möjligt eller önskvärt att på en gång försöka skapa ett enda jätteprojekt med uppgift att se över hela finansmarknadsrätten, inte ens projekt som tar sikte på endast försäkrings-, bank- eller värdepappersregleringar är rimliga. Det viktiga är att gradvis komma igång med forskning som har det uttalade målet att kritiskt granska befintlig lagstiftning. Mångfald i meningen att forskningen bedrivs på många håll är nog både praktiskt nödvändigt och kvalitetsmässigt önskvärt. Det är farligt att tro att det är lätt att komma fram till vad som är fel och vad som i stället bör gälla. Sverige har goda förutsättningar att lyckas med projekt av den här arten. En viktig förutsättning därvidlag är att vi trots allt har relativt lyhörda politiker. Inte minst den tidigare nämnda goda kulturen inom departementen och utredningsväsendet har bidragit till en förståelse för de här frågorna inom politiken. Det är inte möj-

ligt att klara sig utan den kompetens som byggts upp inom myndighetsvärlden och samarbete mellan myndigheter och akademi är därför av stor vikt. Det har inte uttryckligen nämnts här men det är självklart att forskningsprojekt av den här arten kräver ett nära samarbete mellan jurister och ekonomer; den rättsekonomiska ansatsen är nödvändig.

En påbörjad forskningsinsats av det här slaget skulle också kunna bidra till att påskynda den förändrade politiska inställningen och därmed generera mer intresse och resurser. Säkerligen är det fråga om en växelverkan mellan forskning och politiskt intresse. Genom ett strukturerat angreppssätt på de här frågorna kommer Sverige att ha goda förutsättningar att delta i, eller rentav leda, framtida internationella forskningsinsatser på det här området. Om inte annat kommer Sverige att ligga bra till vid framtida förhandlingar om hur den nya finansiella regleringen i Europa ska se ut.

6. Avslutning

Den finansiella sektorn har stor betydelse för ett lands välbefinnande och en felaktigt utformad finansiell reglering kan få betydande samhällsekonomiska konsekvenser. Enigheten är betydande om att den väg som EU och därmed Sverige nu slagit in på inte leder till en mer effektiv reglering utan åt motsatt håll. Jag har här försökt hitta några förklaringar till det och diskuterat vilka verkningar en överreglering kan få. Det är mycket komplexa orsakssamband både vad gäller orsaker och verkningar och det har här inte varit fråga om annat än att eklektiskt skrapa på ytan.

Det viktiga är att bryta den rådande trenden. Om man ska vara lite högstämnd kan man säga att det har stor betydelse för vårt framtida välbefinnande. Det huvudspår som presenterats ovan är mer oberoende forskning om finansmarknadernas funktion och reglering från såväl ekonomer som jurister, helst tillsammans. Sådan forskning kan sedan ligga till grund för en radikal översyn av den befintliga regelmassan. Alltså blir den föga förvånande slutsatsen från akademiskt håll att lösningen är mer forskning och naturligtvis mer resurser till forskningen. För att nå detta mål är det nödvändigt att övertyga politikerna om att samhällsviktig och ekonomiskt lönsam forskning bedrivs inte bara inom naturvetenskaperna. Ytterligare en nödvändig förutsättning för en gynnsam utveckling är att personer med Johan Muncks kompetens och kapacitet även framgent engageras i utredningsarbete och helst också i forskning.

Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten

Erik Sjöman

1. Inledning

Aktiemarknadsnämnden tillskapades 1986 i kölvattnet av den s.k. Leo-affären. Johan Munck har genom sitt mångåriga engagemang i nämnden haft ett betydande inflytande över dess verksamhet, inklusive nämndens förhållningssätt till aktiebolagsrätten.

Aktiemarknadsnämndens uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden har vidare särskilt getts i uppdrag att dels meddela tolkningsbesked om och dispenser från takeover-reglerna, dels meddela tolkningsbesked om och dispenser från vissa bestämmelser i lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA).

Aktiemarknadsnämndens uppgift är inte att ge besked om tolkningen av aktiebolagslagen. Nämnden har naturligtvis än mindre någon rätt att dispensera från aktiebolagslagen. Trots det aktualiseras ofrånkomligen olika slags aktiebolagsrättsliga spörsmål då och då i de ärenden som kommer under nämndens prövning. Aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten har flera beröringspunkter. I Aktiemarknadsnämndens praxis finns ett flertal exempel på detta.

I denna uppsats ges en översikt över hur Aktiemarknadsnämnden förhållit sig till aktiebolagsrätten sedan nämnden bildades år 1986.

Nämndens offentliggjorda uttalanden där aktiebolagsrätten uttryckligen berörs kan delas in i följande kategorier, som också ger dispositionen för den följande framställningen.

- Emissioner (utanför Leo-reglerna) (avsnitt 2)
- Leo-reglerna och incitamentsprogram (avsnitt 3)
- Fusion och tvångsinlösen (avsnitt 4)
- Beslutsformer (avsnitt 5)
- Aktieägarstrukturrelaterade åtgärder (avsnitt 6)
- Ändringar av villkoren för redan utgivna instrument (avsnitt 7)
- Övrigt (avsnitt 8)

Framställningen är inte uttömmande, men de flesta av de relevanta uttalandena berörs.¹ Bland uttalanden som inte tas upp märks en icke obetydlig grupp uttalanden som har det gemensamt att de rymmer ett bakomliggande aktiebolagsrättsligt spörsmål, som nämnden dock inte uttryckligen tar ställning till och inte heller uttryckligen reserverar sig för. Framställningen återkommer sist i avsnitt 8 till denna kategori av uttalanden, vars betydelse beträffande de aktiebolagsrättsliga beröringspunkterna kan diskuteras.

Kursiveringar i gjorda citat är författarens.

2. Emissioner (utanför Leo-reglerna)

2.1 Nämnduttalanden

I AMN 1987:03 (*Gambro*) avsågs en emission av skuldebrev förenade med teckningsoptioner riktas till vissa utländska aktieägare som förlikningsvederlag i en amerikansk prospektansvarstvist. Aktiemarknadsnämnden prövade emissionens förenlighet med god sed på aktiemarknaden och övervägde också om det ställdes krav på något särskilt förhållande mellan skuldebrevets värde och teckningsoptionernas värde. Nämnden inhämtade ett utlåtande av professor Håkan Nial beträffande huruvida förlikningsuppgörelsen stod i strid med likställighetsprincipen i aktiebolagslagen. Nial kom till slutsatsen att förfarandet inte stred mot generalklausulen. Nämnden anförde följande:

”Enligt Aktiemarknadsnämndens mening kan det på anförda skäl [dvs. Nials utlåtande] *inte anses strida mot likställighetsprincipen* att rikta det erbjudande som förlikningen innehåller till de amerikanska aktieägarna utan att rikta motsvarande erbjudande till övriga aktieägare.

Mot den nu redovisade bakgrunden vill Aktiemarknadsnämnden uttala att den för sin del inte anser att erbjudandet till de amerikanska aktieägarna står i strid med god sed på aktiemarknaden.”

Vidare, angående förhållandet mellan skuldebrevsvärdet och teckningsoptionsvärdet:

”Aktiebolagslagen ger möjlighet att utge skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning av aktier. Något krav uppställs inte i

¹ I avsnitt 8 berörs också några uttalanden som aktualiserat rättsliga bedömningar utanför aktiebolagsrätten.

aktiebolagslagen på skuldbeloppets storlek eller någon bestämd relation mellan skuldbeloppet och värdet av optionsrätten. *Emissionen strider alltså inte mot aktiebolagslagen.*

Med hänsyn härtill och till omständigheterna i förevarande fall anser nämnden att uppgörelsen inte heller i denna del strider mot god sed på aktiemarknaden.”

Aktiemarknadsnämndens nästföljande uttalande, AMN 1987:04 (Holmens Bruk), som gjordes några dagar efter Gambro-uttalandet, rörde en nyemission där endast vissa aktieägare (s.k. kontrollssubjekt) fick teckna fria aktier medan övriga, oavsett innehavt aktieslag, fick teckna bundna aktier. Holmen gav i ärendet in ett utlåtande av Nial, som kom till slutsatsen att aktiebolagslagen medgav avsteg från företrädesrätten på aktuellt sätt. Nämnden anförde följande:

”Nials slutsats, som Aktiemarknadsnämnden helt kan ansluta sig till, är att eftersom aktieägare kan helt uteslutas från företrädesrätt vid en kontantemission måste så mycket mer aktieägare, som inte är kontrollssubjekt, kunna uteslutas från rätten att teckna fria aktier om de i stället får företrädesrätt att teckna samtidigt emitterade bundna aktier. På grund därav kan enligt nämndens mening *inte finnas något lagligt hinder mot att emissionsbeslutet utformas på så sätt som är avsett.*

Samtidigt står det klart att avvikelse från företrädesrätten inte kan ske i obegränsad utsträckning. Generalklausulen i 9 kap 16 § ABL i vilken likställighetsprincipen mellan aktieägare finns intagen, innefattar uppenbarligen vissa gränser för hur långt bolagsstämman kan gå när det gäller avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt vid kontantemission.

Också denna fråga har behandlats av Nial i ovannämnda utlåtande. Sammanfattningsvis konstaterar Nial i denna del att ’då förfarandet – – – inte heller synes medföra någon i förhållande till bolagets intresse avsevärd ekonomisk nackdel, kan *generalklausulen inte anses tillämplig*’.”

Efter tillägg av några ytterligare synpunkter konkluderade nämnden att förfarandet inte stred mot god sed på aktiemarknaden, men tillfogade:

”*En förutsättning är dock att bolaget därvid håller sig inom de marginaler generalklausulen innefattar.*”

I AMN 1988:12 (Skanska–Drott) prövades ett onoterat dotterbolags riktade emission till vissa aktieägare i det noterade moderbolaget. Nämnden inhämtade bl.a. ett utlåtande av Nial beträffande frågan om

ett moderbolags avstående från företrädesrätt i en dotterbolagsemission kunde prövas enligt generalklausulen. Nämnden anförde följande:

”I det tidigare omnämnda utlåtandet av Nial framhåller denne dock att generalklausulen i aktiebolagslagen är generellt tillämplig i fråga om alla slags beslut av bolagsstämman, alltså såväl beträffande aktieägars avstående från företrädesrätt vid emission i bolaget som beträffande moderbolags avstående från företrädesrätt vid dotterbolags emission.

Huruvida beslutet om den riktade aktieemissionen strider mot generalklausulen är emellertid inte en fråga som Aktiemarknadsnämnden har att pröva. Sådan prövning ankommer på domstol. Aktiemarknadsnämnden skall däremot bedöma om den riktade emissionen – i de avseenden som berörts ovan – är förenlig med god sed på aktiemarknaden.

[– – –]

Enligt nämndens mening är en bedömning av skälen till en riktad emission – bortsett från i undantagsfall – *en företagsekonomisk bedömning som nämnden inte bör göra.*

[– – –]

En viss spännvidd mellan i och för sig godtagbara priser måste finnas. I enlighet med nämndens praxis tar nämnden inte ställning till om prissättningen i föreliggande fall strider mot god sed.”²

I initiativuttalandet AMN 2002:02 gjorde nämnden flera uttalanden om aktiebolagsrättens innebörd beträffande riktade emissioner:

”Lagtextens ordalydelse förhindrar inte att en kontantemission riktas till endast vissa av bolagets aktieägare. En grundläggande förutsättning för att så skall kunna ske är att det är motiverat av objektiva skäl (jfr SOU 1971:15 s. 175). Ett missbruk av denna möjlighet kan angripas med stöd av aktiebolagslagens s.k. generalklausul, som i detta sammanhang innebär att bolagsstämman inte får fatta ett beslut som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare (9 kap. 37 § ABL). Vid tillkomsten av den aktuella bestämmelsen uttalade Lagutskottet att det torde vara ’synnerligen ovan-

² Även en jävsfråga berördes i uttalandet. Aktiemarknadsnämnden: ”Med den utformning nu gällande aktiebolagslag har är det klart att Protorp och Öresund inte var av jäv hindrade att rösta på bolagsstämman i fråga om företrädesrätt vid den till bolagen riktade emissionen.”

ligt' att det kan åberopas sådana skäl att en kontantemission utan att komma i konflikt med generalklausulen kan riktas endast till vissa av aktieägarna, LU 1973:19 s. 45.

[— —]

En kapitalökning genom en emission som sker med avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt och helt eller delvis riktas till vissa aktieägare i bolaget innebär alltid en risk för ett åsidosättande av den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen. Lagstiftaren har därför givit uttryck för en mycket restriktiv syn på sådana förfaranden. Det finns i och för sig inte anledning att uppställa strängare krav från synpunkten av god sed på aktiemarknaden. Principiellt sett måste dock gälla att en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Under förutsättning att det från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter är tillåtet, dvs. att det föreligger objektiva skäl för förfarandet, anser nämnden det alltså även från synpunkten av god sed godtagbart att en nyemission riktas till vissa aktieägare i bolaget. Enligt nämndens mening är det sannolikt att en nyemission riktad till vissa aktieägare är tillåten enligt ABL, om bolaget befinner sig i en finansiell kris och en sådan emission bedöms vara det enda alternativ, som med erforderlig grad av säkerhet leder bolaget ur denna kris.

[— —]

Vad gäller frågan om prissättningen av emitterade aktier framgår av 4 kap. 4 § första stycket ABL att grunderna för emissionskursen skall anges i förslaget till nyemission, om förslaget innebär avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. I den aktiebolagsrättsliga litteraturen har antagits att en nyemission utan företrädesrätt för aktieägarna med framgång kan klandras med stöd av generalklausulen, om inte emissionskursen överensstämmer med aktiernas värde före emissionen eller åtminstone ligger mycket nära detta värde (se t.ex. Rodhe a.a. s. 57).

Aktiemarknadsnämnden vill för sin del inte utesluta att det vid en prövning enligt generalklausulen av riktade emissioner skulle kunna anses föreligga ett något större utrymme för att emittera till en kurs under gällande börskurs om emissionen sker för att lösa en finansiell kris i bolaget än vid en emission under normala förhållanden. Som förut har angetts kan en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt inte anses förenlig med god sed på aktiemarknaden. I den mån börskursen ger uttryck för ett etablerat marknadsvärde på

aktierna, bör *därför*, vid prissättningen i samband med riktade emissioner, avvikelser till de befintliga aktieägarnas nackdel – bortsett från vad som kan hänföras till marknadsmässig emissionsrabatt – inte ske annat än i händelse av synnerligen starka och helt speciella skäl.”

I AMN 2002:07 (Infinicom) prövades en kvittningsemission till innehavarna utestående skuldebrev. Nämnden anförde:

”Infinicom överväger nu, sedan rekonstruktionsförfarandet inletts, en kvittningsemission av aktier riktad till skuldebrevsinnehavarna. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening kan det *av flera skäl ifrågasättas om ett sådant emissionsbeslut, som kan fattas av bolagsstämman med enkel majoritet, skulle vara förenligt med aktiebolagslagen* (1975:1385, ABL). Med hänsyn till att betalning för de nyemitterade aktierna skulle komma att ske genom kvittning av fordringar som med säkerhet skulle komma att falla bort i den händelse ackordet fastställs är det, som nämnden ser det, *exempelvis inte uteslutet att emissionsbeslutet skulle kunna anses ge en otillbörlig fördel åt de aktuella fordringsägarna och samtidigt vara till nackdel för aktieägarna. Beslutet skulle då strida mot den s.k. generalklausulen i 9 kap. 37 § ABL.*

Den reella innebörden av den tilltänkta kvittningsemissionen kan sägas vara att konvertering tillåts trots att konverteringstiden har löpt ut i syfte att konvertibelinnehavarna skall få viss kompensation. *Aktiemarknadsnämnden har emellertid i tidigare sammanhang, med hänvisning bl.a. till den nyssnämnda generalklausulen, vänt sig även mot sådana åtgärder när inte helt speciella skäl förelegat* (se t.ex. AMN 1994:3).

Det ankommer inte på Aktiemarknadsnämnden att tolka aktiebolagslagen. Principiellt sett måste dock gälla att en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden (jfr AMN 2002:02). En kvittningsemission av det i framställningen beskrivna slaget får *därför* anses strida mot god sed på aktiemarknaden.”

I AMN 2002:15 (Gabrielsson Invest, Music Network Records) upprepade nämnden flera av uttalandena i AMN 2002:02 (dock inte uttryckligen den i AMN 2002:02 och 2002:07 nämnda riskzonsprincipen) och fann, under i framställningen angivna förutsättningar, att en riktad emission till viss aktieägare till en teckningskurs motsvarande

marknadskursen motiverades av ”tillräckligt starka skäl” och inte stred mot god sed på aktiemarknaden.³

I AMN 2004:15 var fråga om en riktad emission till tecknarna i en emission som fallit på grund av för sen registreringsanmälan. Teckningskursen skulle vara densamma som i den ursprungliga emissionen, men aktiens marknadskurs hade under mellantiden stigit med 180 procent. Nämnden anförde:

”Aktiebolagslagens bestämmelser om emissioner gäller i nu relevanta delar för alla aktiebolag, oberoende av om de är aktiemarknadsbolag eller ej. Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2002:02 gjort vissa principiella uttalanden rörande god sed på aktiemarknaden vid riktade emissioner.

En riktad emission med en sådan rabatt i förhållande till börskursen som den som nu diskuteras *skulle normalt sett inte ha varit vare sig förenlig med aktiebolagslagen eller godtagbar från synpunkten av god sed på aktiemarknaden*. I förevarande fall föreligger emellertid den mycket speciella situationen att bolaget förbisett att i föreskriven tid anmäla det tidigare emissionsbeslutet med följd att detta förfallit...”

I AMN 2005:07, som handlade om en emissionsgaranti mot vederlag i form av aktier, hänvisade nämnden till riskzonsprincipen i AMN 2002:02 och anförde:

”Det är inte möjligt att som marknadsmässig rabatt vid en riktad emission godta rabatter på tillnärmelsevis den nivå som brukar förekomma vid företrädesemissioner i förväntningsbolag, och om en eller flera av garanterna också är aktieägare i bolaget måste förutsättningarna för en riktad emission med rabatt vara än mer restriktiva.”

Även i AMN 2006:48 (Pricer) hänvisade nämnden till riskzonsprincipen i AMN 2002:02. Mot bakgrund av omständigheterna (finansiell kris) fann nämnden att en viss riktad emission till befintlig aktieägare inte stred mot god sed.

³ På liknande sätt hänvisade nämnden i AMN 2003:20 (Biophausia) till AMN 2002:02, konstaterade att samma bedömningsgrunder som i AMN 2002:02 kunde användas vid en riktad emission av konvertibler till vissa innehavare av ett utelöpande konvertibelt lån (finansiell kris), och fann mot den bakgrunden att den aktuella emissionen inte stred mot god sed.

I AMN 2007:09 (Cornell) prövades ett arrangemang varigenom ett börsbolag skulle träffa avtal med tredje man – ibland benämnt Standby Equity Distribution Agreement (SEDA) eller Equity Credit Facility – om rätt för börsbolaget att under avtalstiden avropa kapitaltillskott från tredje mannen genom riktade emissioner, varvid teckningskursen skulle vara 96 procent av en på visst sätt beräknad genomsnittlig marknadskurs vid respektive avropstillfälle, jfr AMN 2006:18 (Paynova). Nämnden anförde:

”Vad gäller frågan om prissättningen av emitterade aktier framgår av aktiebolagslagen att grunderna för emissionskursen skall anges i förslaget till nyemission, om förslaget innebär avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt. I den aktiebolagsrättsliga litteraturen har antagits att en nyemission utan företrädesrätt för aktieägarna med framgång kan klandras med stöd av generalklausulen, om inte emissionskursen överensstämmer med aktiernas värde före emissionen eller åtminstone ligger mycket nära detta värde. I den mån börskursen ger uttryck för ett etablerat marknadsvärde på aktierna bör därför, vid prissättningen i samband med riktade emissioner, avvikelser till de befintliga aktieägarnas nackdel – bortsett från vad som kan hänföras till marknadsmässig emissionsrabatt – inte ske annat än i händelse av synnerligen starka och helt speciella skäl (AMN 2002:02). *Den maximala emissionsrabatt som enligt framställningen skulle kunna komma ifråga vid emissioner till Cornell inom ramen för SEDA torde historiskt sett i och för sig ligga inom ramen för vad som betraktats som en marknadsmässig rabatt på den svenska aktiemarknaden. Det måste emellertid ankomma på styrelsen att i varje enskilt fall ta ställning till rabattens storlek.*”

I AMN 2009:29 (Nordic Mines) var fråga om en riktad nyemission med en teckningskurs som skulle vara omkring 14–17 procent lägre än marknadskursen. Nämnden anförde:

”I initiativuttalandet AMN 2002:02 konstaterade Aktiemarknadsnämnden att en kontantemission i ett aktiemarknadsbolag från synpunkten av god sed på aktiemarknaden i första hand bör genomföras som en företrädesemission. *I det nu aktuella fallet har Nordic Mines styrelse övervägt en företrädesemission, men kommit till slutsatsen att det bästa för Bolaget och dess aktieägare under rådande omständigheter är en riktad emission på i framställningen angivna villkor. Aktiemarknadsnämnden tar inte ställning till denna bedömning.*

Vad därefter gäller den föreslagna teckningskursen har det i den aktiebolagsrättsliga litteraturen antagits att en riktad emission med utsikt till framgång skulle kunna klandras med stöd av den aktiebolagsrättsliga generalklausulen, om inte emissionskursen överensstämmer med aktiernas marknadsvärde före emissionen eller åtminstone ligger mycket nära detta värde. I det nu aktuella fallet överväger Nordic Mines styrelse att bestämma emissionskursen på basis av en förfrågan bland de tilltänkta aktietecknarna. Den tänkta emissionskursen ligger enligt framställningen under den noterade kursen.

Bolaget har anfört att handeln i bolagets aktier har varit begränsad och att aktiekursen historiskt uppvisat stora svängningar. Bolaget menar att den aktuella börskursen inte speglar aktiernas marknadsvärde, i vart fall inte när det gäller placering av större aktieposter.

Bolagets framställning ger inte Aktiemarknadsnämnden underlag för en bedömning av om den förfrågan som har skett genomförts på ett sådant sätt att den tänkta emissionskursen kan sägas ge uttryck för aktiernas marknadsvärde. *Det är emellertid väl känt att när det gäller placering av större aktieposter, det inte är ovanligt med en 'rabatt' i förhållande till börskursen. Det åligger styrelsen, som har ansvaret för att bestämma emissionskursen, att söka minimera en sådan 'rabatt'.*

En särskild fråga vid riktade emissioner är i vilken utsträckning emissionen kan omfatta den som redan är aktieägare i bolaget. Lagtextens ordalydelse hindrar inte att så sker. Vid tillkomsten av aktiebolagslagens regler rörande riktade emissioner uttalade emellertid Lagutskottet att det torde vara 'synnerligen ovanligt' att det kan åberopas sådana skäl att en kontantemission utan att komma i konflikt med generalklausulen kan riktas endast till vissa av aktieägarna, LU 1973:19 s. 45. Som nämnden uttalat i AMN 2002:02 kan det dock i vissa fall – såsom då aktieinnehavet representerar en obetydlig andel av aktierna i bolaget – förhålla sig så att en aktieägare i detta sammanhang får betraktas som utomstående finansär snarare än som aktieägare. *I det nu aktuella fallet skulle en aktieägare med omkring 0,6 procent av aktierna i bolaget komma att ingå i kretsen av teckningsberättigade. Huruvida denne ska tillåtas att delta i emissionen ankommer på styrelsen att bestämma med hänsyn tagen till omständigheterna i det enskilda fallet.*"

2.2 Sammanfattande iakttagelser beträffande nämndens emissionsuttalanden

I AMN 1987:03 (Gambro) gjorde nämnden en rent aktiebolagsrättslig bedömning av såväl förenligheten med generalklausulen som beträffande frågan om förhållandet mellan skuldebrevsvärde och teckningsoptionsvärde. Även i AMN 1987:04 (Holmens Bruk) gjorde nämnden en rent aktiebolagsrättslig bedömning av möjligheten i och för sig att göra det aktuella avsteget från företrädesrätten. Beträffande generalklausulens tillämplighet nöjde sig dock nämnden i AMN 1987:04 med att citera Nials utlåtande, varefter bolaget hänvisades att självt göra generalklausulsbedömningen samtidigt som nämnden konstaterade att förfarandets förenlighet med god sed förutsatte att det också var lagenligt. Redan i AMN 1987:04 ser man alltså en tendens från nämndens sida att distansera sig från aktiebolagsrätten. I linje härmed anförde nämnden i AMN 1988:12 (Skanska–Drott) att den aktuella emissionens förenlighet med generalklausulen ankom på domstol att avgöra och inte var en fråga som Aktiemarknadsnämnden hade att pröva.

I AMN 2002:02 redovisade nämnden tämligen utförligt vad nämnden uppfattade var aktiebolagsrättens ståndpunkt i en rad frågor rörande riktade emissioner. Här gav nämnden, för första gången i ett offentligt uttalande, uttryck för vad jag i denna uppsats betecknar *riskzonsprincipen*, vilken därefter, med hänvisning tillbaka till AMN 2002:02, återkommer i ytterligare tre nämnduttalanden om emissioner, nämligen AMN 2002:07 (Infinicom), 2005:07 och 2006:48 (Pricer). I AMN 2002:02 föregicks lanseringen av riskzonsprincipen av en skrivning varigenom nämnden, apropå vad som enligt nämnden följde av aktiebolagsrätten i fråga om riktade emissioner till befintliga aktieägare, uttalade att det "... i och för sig inte [finns] anledning att uppställa strängare krav från synpunkten av god sed på aktiemarknaden". Därefter lanserade nämnden riskzonsprincipen, varefter den anförde: "*Under förutsättning att det från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter är tillåtet*, dvs. att det föreligger objektiva skäl för förfarandet, anser nämnden det *alltså* även från synpunkten av god sed godtagbart att en nyemission riktas till vissa aktieägare i bolaget." Som bl.a. Johansson uppmärksammat ger den kontext i vilken riskzonsprincipen kommer till uttryck i AMN 2002:02 upphov till osäkerhet beträffande principens räckvidd.⁴ Det kan ju inte förhålla sig så god sed samtidigt stäl-

⁴ Johansson, Svante, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför "Leo-området", Aktiemarknadsnämnden 25 år, 2011, s. 145 f. Se även s. 148 f.:

ler och *inte* ställer strängare krav än aktiebolagsrätten. Johansson vill för sin del mena att konklusionen knappast kan bli annan än att god sed på aktiemarknaden på den ifrågavarande punkten inte innebär något utöver vad som följer av aktiebolagslagen. Om man i stället rycker själva riskzonsprincipen ur sin kontext i AMN 2002:02, dvs. läser den aktuella meningen frikopplad från sin omgivning, måste emellertid, enligt mitt synsätt, tolkningen bli att god sed påbjuder ett visst säkerhetsavstånd från det aktiebolagsrättsligt otillåtna. Jag avhåller mig här från att spekulera i vad nämnden egentligen avsett och från att fälla några omdömen om vad som vore lämpligast. Oavsett vilket, synes nämligen nämnden i de uttalanden där den resonerat som i AMN 2002:02, dvs. med den koppling som däri görs mellan god sed och aktiebolagsrätten, faktiskt ha gjort aktiebolagsrättsliga bedömningar. Annars vore det ju inte möjligt för nämnden att avgöra god sed-frågan. På liknande sätt får nämnden antas ha gjort indirekta aktiebolagsrättsliga bedömningar i bl.a. AMN 2002:15 (Gabrielsson Invest, Music Network Records) och 2004:15, dock i dessa fall utan att uttryckligen hänvisa till riskzonsprincipen.

I de senaste uttalandena av intresse, AMN 2007:09 (Cornell) och 2009:29 (Nordic Mines), återgick emellertid nämnden till det sätt att förhålla sig till aktiebolagsrätten (generalklausulen) som återfinns i AMN 1987:04 (Holmens Bruk) och 1988:12 (Skanska–Drott). I Cornell-uttalandet fann nämnden visserligen skäl att åtminstone notera att den där aktuella ”emissionsrabatten” var i linje med vad som historiskt ansetts marknadsmässigt, medan nämnden i det senaste av uttalandena, Nordic Mines, tydligt och fullständigt fjärmade sig från aktiebolagsrätten på samtliga tre aktuella punkter, dvs. avseende (i) skälen för att alls avvika från aktieägarnas företrädesrätt, (ii) en mindre befintlig aktieägarers deltagande i kretsen av teckningsberättigade och (iii) prissättningen.⁵

4 forts. ”Som en generell slutsats förefaller man kunna – med viss försiktighet – konkludera att AMN på det här behandlade området valt att lägga de krav som följer av god sed på aktiemarknaden ganska nära det som ändå gäller enligt ABL och andra tillämpliga normkällor.”

⁵ I Ds 2012:37 föreslås vissa lagändringar och görs vissa uttalanden som påverkar utgångspunkterna för bedömningen av en riktad emissions lagenlighet.

3. Leo-reglerna och incitamentsprogram

3.1 Nämnduttalanden

Förarbetena till Leo-reglerna pekar på svårigheten att utforma lagreglerna på ett sådant sätt att de på en gång utesluter varje möjlighet till kringgående och lämnar erforderligt utrymme för affärsmässigt motiveerade transaktioner. Uppenbara fall av kringgåenden torde dock, enligt förarbetena, få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan ordning.⁶ I AMN 2002:01 slog nämnden mot denna bakgrund fast att uppenbara kringgåenden av Leo-bestämmelsernas beslutsregler generellt sett innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden.⁷

Vad vidare beträffar beslutsformerna för vissa slags incitamentsprogram anförde nämnden bl.a. följande i AMN 2002:01:⁸

”Beslut om incitamentsprogram baserade på syntetiska optioner eller personaloptioner *kan från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter fattas av styrelsen. Det följer av aktiebolagslagens regler för kompetensfördelningen mellan bolagsorganen. Leo-lagen är inte tillämplig i sammanhanget.*”^{9, 10}

Även i AMN 2003:03 var fråga om beslutsformerna för vissa slags aktiebaserade incitamentsprogram. Nämnden anförde:

”Beträffande frågan om i vilka former beslut om sådana program [dvs. sådana program som avses i avsnitt 3 i AMN 2002:01] skall fattas konstaterar nämnden i uttalandet att det *varken från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter eller från synpunkten av god sed på aktiemarknaden möter några hinder att beslut fattas av bolagets styrelse.*”

⁶ Prop. 1986/87:76 s. 26.

⁷ Leo-regleringen, och Johan Muncks medverkan i dess tillkomst, behandlas utförligt av Ulf Aspenberg på annan plats i denna vänbok, medan incitamentsprogram på motsvarande sätt behandlas av Björn Kristiansson.

⁸ Se, beträffande vissa andra nämnduttalanden som berör beslutsformsfrågor, avsnitt 4 nedan.

⁹ Se här till även Sjöman, Erik, Om syntetiska optioners giltighet, NTS 2003:2 s. 251 (s. 257 f.).

¹⁰ I AMN 2002:01 anförde nämnden även följande. ”En allmän komplikation är emellertid att det, även om frågan inte har ställts på sin spets i rättstillämpningen, får antas att styrelsens ledamöter på grund av jäv är förhindrade att delta i beredningen av ett förslag till bolagsstämman om ett incitamentsprogram avsett för dem själva (se bl.a. SOU 1995:44 s. 207).”

AMN 2005:52 (OMX) gällde ett visst slags aktiegåva till anställda. OMX anförde i sin framställning till nämnden att gåvan inte träffades av Leo-reglerna. Nämnden hänvisade utan närmare kommentar till detta ("OMX har gjort bedömningen att Leo-lagen inte är tillämplig..."), men skulle svårligen ha kunnat föra det god sed-resonemang som därpå följer om man ansåg att åtgärden faktiskt träffades av "lagens bokstav".¹¹

I AMN 2007:07 ställdes ett antal frågor om eventuellt kringgående av Leo-reglerna. Innan nämnden övergick till en prövning från synpunkten av god sed konstaterade nämnden, i och för sig helt okontroversiellt, att de tre scenarierna i framställningen inte aktualiserade en tillämpning av Leo-reglerna.¹²

I AMN 2008:06 (Sandvik) prövades en dotterbolagsaktieöverlåtelse till ett bolag som ägdes av en Leo-persons myndiga dotter. Nämnden konstaterade att Sandviks försäljning av dotterbolaget inte syntes strida mot Leo-reglerna, men ansåg att det däremot rörde sig om ett sedesvidrigt kringgående.¹³

I AMN 2010:21 anförde nämnden:

"Överlåtelser av aktier i den situation som beskrivs i den nu aktuella framställningen, dvs. överlåtelse av aktier i det s.k. Poolingbolaget, som inte är ett dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget, *faller inte bokstavligen under tillämpningsområdet för bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen.*

I den situationen att Poolingbolaget är ett holdingbolag som inte har några andra väsentliga tillgångar än aktierna i målbolaget ligger det dock nära till hands att betrakta överlåtelser av aktier i Poolingbolaget på samma sätt som överlåtelser av aktier i målbolaget, och det *kan därför inte uteslutas att en domstol skulle betrakta Leo-bestämmelserna som analogt tillämpliga.* Överlåtelse av aktier i målbolaget, som är dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget, till s.k. nyckelpersoner i dotterbolaget kräver att reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen följs. En överlåtelse som i stället avser aktier i Poolingbolaget är enligt nämndens mening *närmast att uppfatta som ett*

¹¹ Se fjärde stycket under *Överväganden* i uttalandet.

¹² Ett liknande sätt att motivera nämndens uttalande återfinns, beträffande en annan situation, i AMN 2010:35 (Björn Borg).

¹³ Se även, angående samma transaktion, Stockholmsbörsens disciplinnämnds beslut 2008:08 (Sandvik).

kringgående av Leo-reglerna och därmed inte förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Frågan är då om det förhållandet att det tillskapas en s.k. tilldelningsbuffert på det som sätt som anges i framställningen och att denna kommuniceras med marknaden i samband med förvärvet av majoriteten av aktierna i målbolaget innebär att förfarandet är förenligt med god sed. Enligt nämndens mening kan sådan information ha ett visst värde för befintliga aktieägare i Aktiemarknadsbolaget. Överlåtelserna av aktierna i Poolingbolaget kan emellertid komma att ske när nya aktieägare har tillkommit, som inte har haft samma anledning att uppmärksamma informationen från Aktiemarknadsbolaget. Dessa aktieägare har befogad anledning att förvänta sig att Leo-bestämmelserna inte *kringgå*s. Till detta kommer att det som förut har sagts *inte kan uteslutas att en domstol skulle betrakta Leo-bestämmelserna som analogt tillämpliga* i den aktuella situationen. Även med förståelse för det praktiska behov som ligger till grund för framställningen måste Aktiemarknadsnämnden konstatera att det beskrivna förfarandet inte kan anses förenligt med god sed på aktiemarknaden.”

I AMN 2010:40, som knyter an till AMN 2010:21, anförde nämnden:

”En grundläggande princip bakom reglerna i 16 kap. ABL är att sådana emissioner som där avses ska beslutas av bolagsstämman, varvid också emissionsvillkoren ska specificeras.

[— —]

Det intresse av att skydda bolagets aktieägare som bär upp såväl 16 kap. ABL som AMN 2002:01 kräver bl.a. att bolagsstämmans beslut sätter en övre gräns för hur stort programmet kan bli, anger vilka kategorier av anställda som ska omfattas av programmet och anger de principer enligt vilka instrumenten ifråga ska kunna förvärvas.”

3.2 Sammanfattande iakttagelser beträffande nämndens uttalanden om Leo-reglerna och incitamentsprogram

De ovan berörda uttalandena i Leo-reglernas förarbeten kan sägas i sig ge uttryck för ett slags riskzonsprincip liknande den som nämnden lanserade i AMN 2002:02 (se avsnitt 2.2 ovan). Förfaranden som är lagliga kan ändå vara aktiemarknadsetiskt klandervärda om de sammantaget är att beteckna som uppenbara kringgåenden. Nämnden hänvisar regelmässigt till förarbetena i sina Leo-relaterade uttalanden. Dock

förekommer också i nämndens praxis flera uttalanden om vad Leo-reglernas (dvs. lagens) innebörd är. Ofta är strukturen den, att nämnden gör ett sådant uttalande (av typen: ”Leo-reglerna är inte tillämpliga på förfarandet”) som en brygga över till ett resonemang om huruvida det däremot kan vara fråga om ett sedesvidrigt kringgående. Här sticker AMN 2010:21 och 2010:40 ut något, med sina resonemang om att en domstol skulle kunna anse att Leo-reglerna är *analogt* tillämpliga på förfarandet¹⁴ respektive vad som ”krävs” mot bakgrund av det aktieägarskyddande intresse som bär upp Leo-reglerna. I ytterligare några fall, rörande incitamentsprogram, märks explicita aktiebolagsrättsliga ställningstaganden (se AMN 2002:01 och 2003:03).

4. Beslutsformer

En annan ärendekategori i nämndens praxis där aktiebolagsrättsliga frågor har aktualiserats handlar om huruvida krav på stämmobehandling gäller beträffande vissa slags beslut. Här föreligger för övrigt en överlappning med föregående avsnitt (3), eftersom vissa av nämndens uttalanden rörande incitamentsprogram bl.a. har rört beslutsformerna.

AMN 1994:07 (*Investor*) rörde formerna för beslut om viss ersättning till styrelseledamöter. Nämnden anförde:

”Aktiebolagslagens jävsbestämmelse hindrar inte att styrelsen på bolagets vägnar sluter avtal med ledamot av styrelsen om att denne för bolagets räkning skall utföra uppgifter som ligger utanför styrelseuppdraget. Jävsbestämmelsen innebär endast att berörd styrelseledamot inte får delta i handläggningen av frågan.

För att ett styrelsebeslut om ersättning till enskilda styrelseledamöter utöver vad bolagsstämman beslutat inte skall komma i konflikt med aktiebolagslagens jävsbestämmelse eller en bolagsordningsbestämmelse som förbehåller bolagsstämman beslutanderätt, måste ersättningen avse något annat arbete än vad som följer av styrelseuppdraget.

Från de synpunkter Aktiemarknadsnämnden har att beakta är det angeläget att beslut om ersättning till styrelseledamöter fattas i

¹⁴ Se även Beyer, Claes, Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden, Aktiemarknadsnämnden 25 år, 2011, s. 27, bl.a. angående vilken betydelse en domstol kan förväntas tillmäta nämndens uttalande om en eventuell analog tillämpning av Leo-reglerna.

sådana former att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden upprätthålls. *Det kräver att aktiebolagslagens regler om befogenhetsfördelning mellan bolagsorganen iakttas. Det kan dock inte vara en uppgift för Aktiemarknadsnämnden att gå in i en närmare prövning av ett enskilt fall av förevarande slag.*”

Beträffande beslut om byte av noteringsvaluta konstaterade nämnden i **AMN 1998:10** att det ”i den juridiska litteraturen är omstritt om styrelsen härutöver [dvs. utöver i lagen uttryckt exklusiv stämmokompetens] har en oskriven skyldighet att underställa stämman för bolaget särskilt ingripande beslut”, men att man i vart fall ”har brukat anse att det inte är tillåtet för stämman att genom direktiv styra bolagsledningens förvaltning i sådan utsträckning att styrelsen förlorar sin ställning som ansvarig handhavare av förvaltningen”. Nämnden konkluderade mot den bakgrunden att ”styrelsebeslut i normalfallet får anses vara tillräckligt” och avgränsade därvid inte (i vart fall inte uttryckligen) aktiebolagsrätten från sin bedömning.

I **AMN 2002:17 (Nobel Biocare)**, angående beslut om domicilbyte, hänvisade nämnden ånyo till att det ”i litteraturen antagits att det finns vissa för aktieägarna så ingripande beslut att de måste fattas på bolagsstämma trots att inget stadgande härom finns i lagen”, men att en domicilbytesåtgärd inte är ”så ingripande att den skulle kunna tänkas falla under en oskriven bolagsstämmokompetens”.

I **AMN 2010:15 (Ledstiernan)** anförde nämnden, angående ansökan om notering och avnotering, att beslut därom ”kan” fattas av bolagets styrelse inom ramen för styrelsens ansvar för bolagets angelägenheter och att det inte finns skäl att från synpunkten av god sed på aktiemarknaden generellt kräva en annan ordning för dessa beslut. Nämnden tillfogade att en självklar utgångspunkt därvid är att styrelsen även vid sådana beslut måste agera i bolagets och därmed samtliga aktieägares intresse.¹⁵

Åtminstone i de två senare uttalandena, **AMN 2002:17 (Nobel Biocare)** och **2010:15 (Ledstiernan)**, uttalade sig nämnden explicit om aktiebolagsrättens innebörd. I **AMN 1998:10** är inte förhållningssättet

¹⁵ Se härom Kristiansson, Björn, Avnotering efter ansökan av bolaget, NTS 2006:3 s. 32, Krook, Sofie, Avnotering av aktier registrerade på en börs eller annan marknadsplats – bolagsstämmo- eller styrelsefråga?, JT 2006–07 s. 854 ff., och Båvestam, Urban & Lindblad, Anders, Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – ävensom frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering, JT 2007–08 s. 224.

till aktiebolagsrätten klart, medan nämnden i AMN 1994:07 (Investor) reserverade sig för den aktiebolagsrättsliga bedömningen. I inget av de här berörda uttalandena ges uttryck för någon riskzonsprincip.

5. Fusion och tvångsinlösen

Under en period i mitten av 2000-talet var fusioner föremål för en rad uttalanden av nämnden.¹⁶ Uttalandena avsåg inte så mycket aktiebolagsrättsliga bedömningsfrågor som förenligheten med god sed av *användningen* av det aktiebolagsrättsliga fusionsinstitutet i vissa situationer. I t.ex. AMN 2004:23 anförde nämnden:

”Aktiemarknadsnämnden har inte underlag för att ifrågasätta de nuvarande, för alla aktiebolag gällande, lagreglerna om fusion. En aktiebolagsrättslig fusion torde i många fall vara en ändamålsenlig, och i vissa fall närmast nödvändig teknik för att åstadkomma ett samgående mellan bolag. Den praktiska situationen vid fusion kan i mycket hög grad variera från det ena fallet till det andra. Skulle vunna erfarenheter ge vid handen att det aktiebolagsrättsliga regelverket i något hänseende behöver kompletteras utgår nämnden från att lagstiftaren tar initiativ därtill.”

Det sagda upprepades av nämnden i AMN 2005:02, varvid nämnden också pekade på Lagrådets uttalanden i anslutning till förslaget till ny aktiebolagslag. Nämnden refererade emellertid också till ett icke offentliggjort nämnduttalande och anförde:

”I det icke offentliggjorda uttalandet behandlade nämnden också frågan om vederlagets storlek och konstaterade därvid att *en förutsättning för att en kontantfusion med ett aktiemarknadsbolag skall vara förenlig med god sed är att det är ställt utom rimligt tvivel att en skiljenämnd i en inlösenprocess skulle godta ett belopp motsvarande fusionsvederlaget som lösenbelopp.*

[— — —] Även om en fusion, som i förevarande fall, saknar direkt samband med ett offentligt erbjudande *gäller enligt nämndens mening som en förutsättning för att fusionen skall vara förenlig med god sed att det är ställt utom rimligt tvivel att en skiljenämnd i en*

¹⁶ Se även AMN 2004:29 om fusionsplanens utformning vid kontantfusioner, omnämnt i avsnitt 8.2 nedan.

inlösenprocess skulle godta ett belopp motsvarande fusionsvederlaget som lösenbelopp.

[— —]

När det gäller fusionsvederlaget beaktar Aktiemarknadsnämnden att det av rättsfallet NJA 1996 s. 291 (den s.k. Balken II-domen) följer att lösenbeloppet vid tvångsinlösen normalt skall grundas på marknadspriset om aktien är noterad på börs eller föremål för liknande notering. Om Welkins hade innehaft 90 % av aktierna och rösterna i Realia och vid tidpunkten för fusionsplanens upprättande i stället hade påkallat inlösen får de uppgifter som har lämnats i framställningen anses ge vid handen att lösenbeloppet skulle ha kommit att bestämmas till ett belopp motsvarande fusionsvederlaget, om inga särskilda omständigheter förelåg. Under förutsättning att det inte finns några speciella omständigheter om vilka upplysning inte lämnats i framställningen *får därmed fusionsvederlaget betraktas som godtagbart från de förutsättningar som förut har angetts.*"

I AMN 2006:40 (Segulah–NEA) upprepade nämnden principen från AMN 2005:02, dvs. att god sed i en kontantfusion förutsätter att det är ställt utom rimligt tvivel att en skiljenämnd i en inlösenprocess skulle godta ett belopp motsvarande fusionsvederlaget som lösenbelopp. Nämnden hänvisade till att både förarbetena till aktiebolagslagens regler och skiljemannapraxis ger uttryck för ett mycket restriktivt synsätt när det gäller bedömningen av frågan om det finns särskilda skäl att frångå särregeln. Mot bakgrund härav och omständigheterna i det enskilda fallet fann nämnden att fusionen inte stred mot god sed på aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämnden har alltså uppenbarligen vid ett par tillfällen funnit anledning att, som en med nämndens synsätt nödvändig komponent i bedömningen av ett fusionsförfarandes förenlighet med god sed, göra konkreta bedömningar av innebörden av aktiebolagslagens bestämmelser om lösenbeloppet vid tvångsinlösen. Nämndens bedömningar har – med ett "utom rimligt tvivel"-krav – tagit sig uttryck i prognoser beträffande det hypotetiska utfallet av en skiljenämnds prövning av lösenbeloppsfrågan för det fall tvångsinlösen skulle ha skett i stället för fusion. Den frågan är numera överspelad genom ny lagstiftning.¹⁷ I övrigt har nämndens beröringspunkter med

¹⁷ Se 23 kap. 2 och 17 §§ aktiebolagslagen.

aktiebolagslagens fusionsregler som sagt varit av annan karaktär än vad som i övrigt behandlas i denna uppsats.^{18, 19}

6. Aktieägarstrukturrelaterade åtgärder

I AMN 1989:06 (Obligentia) prövades ett sammanläggningsförfarande med vederlagsfria utjämningsaktier till aktieägare med udda innehav. Nämnden anförde:

”Om hinder mot sammanläggningen inte möter från aktiebolagsrättslig synpunkt, kan enligt nämndens mening inte några invändningar från synpunkten av god sed anföras mot att genomföra sammanläggningen på det sätt som bolaget planerat.”

Aktiebolagsrättsliga bedömningar har berörts av nämnden även i ett par andra fall avseende aktieägarstrukturrelaterade åtgärder. I AMN 1994:02 anförde nämnden:

”Bolaget ABs ersättning till Ingivaren X i form av en fast avgift per handlagt ärende kan ifrågasättas från principiella synpunkter, bl.a. baserade på aktiebolagslagens likhetsprincip. Mot bakgrund av syftet med åtgärden och de åberopade särskilda omständigheterna –

¹⁸ Nämndens serie av uttalanden om fusioner avslutades med pleniuttalandet AMN 2007:05 vari nämnden bl.a. uttalade att det redan nu skulle strida mot god sed på aktiemarknaden att genomföra en fusion på ett sådant sätt som av regeringen då hade föreslagits bli förbjudet i aktiebolagslagen. Härom se t.ex. Nyström, Göran & Sjöman, Erik, Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelnakaren och Aktiemarknadsnämnden, Aktiemarknadsnämnden 25 år, 2011, s. 100 not 46. Se även AMN 2006:30 (Opica–Capio).

¹⁹ Nämnden har kommit i kontakt med tvångsinlösenreglerna i ytterligare ett par fall. I AMN 1990:05 (Nordstjernen–ABV) pekade nämnden på de problem som mötte genom att den dåvarande aktiebolagslagens tvångsinlösenregler endast omfattade aktier (inte t.ex. teckningsoptioner) och ansåg det angeläget att hithörande frågor åtminstone i viss utsträckning löstes genom lagstiftning (se numera 22 kap. 26 och 27 §§ aktiebolagslagen). I AMN 2005:48 (Old Mutual–Skandia) var frågan om vissa uttalanden av en utländsk budgivare rörande utsikterna till tvångsinlösen av aktier i försäkringsaktiebolaget Skandia var förenliga med god sed på aktiemarknaden, varvid det för bedömningen spelade roll hur dåvarande försäkringsrörelselagens tvångsinlösenregler skulle tillämpas när inlösaren inte var ett svenskt försäkringsaktiebolag. Nämnden redovisade rättsläget vid tvångsinlösen enligt den då gällande aktiebolagslagen, satte detta i relation till vad som kunde förväntas gälla enligt försäkringsrörelselagen och konkluderade sammantaget att det inte förelåg någon betydelsefull brist i de upplysningar som lämnats av budgivaren.

främst att avgiften uppges väsentligt understiga bolagets årliga kostnader för aktieägare i den aktuella kategorin – *kan ersättningen dock godtas*. Detta gäller dock endast den del av förslaget som avser försäljning av små aktieposter upp till 24 aktier. Enligt nämndens mening kan samma skäl inte anföras vad gäller förslagets andra element, dvs. möjligheten för ägare till högst 24 aktier att köpa högst 199 aktier. I denna del kan det därför inte anses lämpligt att Bolaget AB subventionerar vissa aktieägars kompletteringsköp av aktier.”

I AMN 2001:08 (Columna Fastigheter) refererade nämnden bl.a. till de båda nyss citerade uttalandena AMN 1989:06 (Obligentia) och 1994:02 och anförde:

”Vad härefter gäller frågan om det planerade beslutet om sammanläggning erinrar Aktiemarknadsnämnden om att nämnden tidigare har behandlat en likartad fråga (uttalande 1989:6). Det planerade beslutet kan, som bolaget också framhållit, sägas inbegripa ett expropriativt moment. *Det ankommer inte på nämnden att pröva förfarandets förenlighet med aktiebolagslagen. Under förutsättning att förfarandet inte står i strid med lagen* kan nämnden *inte* finna att det innebär *ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden*. Det får nämligen anses klart att de planerade åtgärderna syftar till att tillgodose samtliga aktieägars intressen och ger möjlighet till lösning av ett för bolaget bekymmersamt problem.

[— —]

I det anförda ligger att Aktiemarknadsnämnden inte ser något hinder mot att bolaget riskerar att belastas av en viss nettokostnad för förfarandet. Nämnden *avråder* dock från det alternativ som skulle innebära att de sammanförda s.k. specialrätterna skulle bokföras som aktier med bolaget som aktieägare, eftersom detta *riskerar att komma i konflikt med lagstiftningen om bolags förvärv av egna aktier*.”

På detta område har alltså nämnden i ett par fall, AMN 1986:06 (Obligentia) och 2001:08 (Columna Fastigheter), uttryckligen reserverat sig för den aktiebolagsrättsliga bedömningen, medan AMN 1994:02 tvärtom måste uppfattas som innefattande ett aktiebolagsrättsligt ställningstagande. Uttalandet i AMN 2001:08 om risken för konflikt med lagens bestämmelser om förvärv av egna aktier är en udda fågel i sammanhanget, men liknar väl närmast den riskzonsprincip som beskrivs i avsnitt 2 ovan.

7. Ändringar av villkoren för redan utgivna instrument

Aktiebolagsrätten har korsat Aktiemarknadsnämndens väg även i några uttalanden som rört ändring av villkoren för redan utgivna teckningsoptioner och konvertibler. I AMN 1994:03 (SCA, Skandia), där nämnden också fick anledning att bl.a. beröra utrymmet för jämkning med stöd av 36 § avtalslagen, anförde nämnden:

”Skandias förslag ger anledning till överväganden i många olika frågor. *Vissa av dem är av den art att bedömningen ytterst bör ankomma på domstol. Aktiemarknadsnämnden anser sig i sådana fall böra uttala sig med viss försiktighet.*

En grundläggande fråga av nyss antytt slag är huruvida ett beslut av SCAs bolagsstämma om att tillåta Skandia m.fl. att utnyttja teckningsoptionerna trots att teckningstiden gått till ända, skulle strida mot generalklausulen i 9 kap 16 § aktiebolagslagen och därför kunna upphävas efter klander. Enligt Skandias mening kan villkoren i optionsavtalen jämkas med stöd av 36 § avtalslagen så att teckningstiden förlängs. Därmed skulle en väsentlig förutsättning för klander av bolagsstämmans beslut bortfalla.

Möjligheten att jämkas avtal med stöd av 36 § avtalslagen är mycket svårbedömd. I detta fall *synes emellertid uppenbart att inga sådana förhållanden föreligger som typiskt sett anses kunna föranleda jämkning. Inte heller i övrigt föreligger förhållanden som talar för att jämkning bör ske.* Nämnden vill särskilt peka på att bestämmelsen om viss teckningstid är obligatorisk och därmed närmast är att jämställa med en i lag angiven frist.

Mot bakgrund av det nu anförda gör Aktiemarknadsnämnden den bedömningen att *det är osannolikt att en jämkning kan ske. Därmed föreligger en risk för att stämmans beslut efter en klandertalan skulle upphävas såsom innebärande en otillbörlig fördel för Skandia m.fl. och stridande mot generalklausulen.*

[— — —] En jämkning med stöd av 36 § avtalslagen skulle därför kunna få mycket vittgående konsekvenser.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening finns det i detta fall *inte något utrymme för en tillämpning av grunderna för läran om obehörig vinst.*

Aktiemarknadsnämnden anser på grund av det nu anförda att det skulle strida mot god sed på aktiemarknaden att genomföra åtgärder varigenom Skandia m.fl. ges möjlighet att utnyttja de ifrågavarande optionerna utan hinder av att teckningstiden har gått ut.”

I AMN 1996:01 (Investor, Scania) redovisade nämnden vad aktiebolagslagen föreskrev i vissa relevanta avseenden och anförde därefter:

”Aktiemarknadsnämnden utgår vid sin prövning från att de nu berörda principerna beaktas vid ärendets fortsatta handläggning.”

Även AMN 2005:15 (Paynova) avsåg ändring av villkoren för redan utgivna instrument. Nämnden hänvisade till AMN 1996:01 och anförde att ”... konvertibelinnehavarna *inte till nackdel för aktieägarna får beredas en fördel som är otillbörlig i den mening som avses i 9 kap. 16 § ABL*”. Vidare:

”I det nu aktuella fallet... *Inte heller* kan den nu aktuella företrädesemissionen anses vara en så drastisk åtgärd till nackdel för optionsinnehavarna att den ter sig *otillbörlig* mot dessa. Nämnden är *inte beredd att i detta sammanhang ange någon yttersta gräns för den utspädning som kan anses acceptabel*.”

Vad beträffar uttalandena på det här aktuella området kan således först konstateras att nämnden i AMN 1994:03 (SCA, Skandia) inledningsvis poängterade att vissa av de uppkommande frågorna ytterst ankom på domstol att avgöra och att nämnden därför borde uttala sig med ”viss försiktighet”. Nämnden uttalade sig dock även i dessa avseenden (inte ens särskilt försiktigt), inklusive om förhandenvaron av en *risk* för att stämmobeslutet skulle upphävas efter klander på grund av oförenlighet med den aktiebolagsrättsliga generalklausulen. I AMN 1996:01 (Investor, Scania) reserverade sig nämnden för aktiebolagsrätten, medan dess uttalande i AMN 2005:15 (Paynova) väl måste uppfattas som innefattande en bedömning av förfarandets förenlighet med den aktiebolagsrättsliga generalklausulen.

8. Övrigt

8.1 Röstvärdesförändringar

Aktiemarknadsnämnden har i några fall tagit ställning till planerade förändringar i aktiers röstvärde. Nämnden har därvid konsekvent avhållit sig från att göra aktiebolagsrättsliga bedömningar och i stället uttryckligen *förutsatt* lagenlighet. I AMN 1988:02 (Nolato) anförde nämnden: ”Nolato har i sin framställning *förutsatt att bestämmelserna i aktiebolagslagen 9 kap 15 § tredje stycket skall iakttagas* vid ett eventuellt genomförande av uppstämplingen. Nämnden *utgår i sin bedömning från att så blir fallet*.” På liknande sätt i AMN 1998:02 (Electrolux):

”Nämnden *utgår i sin bedömning från att majoritetsbestämmelserna iakt-
tas och att det planerade beslutet inte strider mot generalklausulen.*” I
AMN 2004:11 (Ericsson) hänvisade nämnden till det nyss citerade
uttalandet i AMN 1998:02.

8.2 Prospektfrågor

Tidigare fanns prospektregler i aktiebolagslagen. I AMN 1988:13
(Pharos) prövades frågan om prospekt vid ett visst slags private place-
ment. Pharos återopade ett utlåtande av Nial. Nämnden anförde:

”Enligt vad Aktiemarknadsnämnden erfarit har i praktiken emis-
sionsprospekt regelmässigt upprättats vid blockutförsäljningar av
aktier, där omständigheterna varit ungefär desamma som i det nu
aktuella fallet. Denna praxis har troligen sin grund i att aktiebo-
lagslagen uppfattats ställa krav på prospekt. *Enligt nämndens
mening finns fog för en sådan tolkning av lagen. Med hänsyn härtill
måste det enligt nämndens mening anses strida mot god sed på aktie-
marknaden att i den nu föreliggande situationen inte upprätta ett
prospekt enligt reglerna i aktiebolagslagen.*”^{20, 21}

I AMN 2004:29, där frågan rörde fusionsplanens utformning vid kon-
tantfusioner, redovisade nämnden utförligt gällande prospektregler och
anförde mot den bakgrunden bl.a. följande:

”I aktiebolagslagen finns inte några bestämmelser om upprättande
av prospekt vid fusion. Inte heller i lagen om handel med finan-
siella instrument (eller lagen om börs- och clearingverksamhet)
finns några bestämmelser som uttryckligen stipulerar att prospekt
skall upprättas vid fusion.

Enligt nämndens mening *kan inte heller grunderna för bestäm-
melserna om emissions- och erbjudandeprospekt vara tillämpliga.*”^{22, 23}

²⁰ Nämnden uttalade också att den rådande ordningen enligt aktiebolagslagen var otill-
fredsställande och att nämnden avsåg att hemställa hos regeringen om en översyn.

²¹ Se även AMN 1988:09 (Nordstjernen–ABV), som med avseende på en annan fråga
omnämns i avsnitt 8.4 nedan. Nämnden anförde i det uttalandet även att Nords-
tjernen ”borde” ha framlagt ett fullständigt prospekt i en situation som rymde att
avgöra om prospektskyldighet förelåg enligt dåvarande 4 kap. aktiebolagslagen.

²² Prospektreglerna i lagen om handel med finansiella instrument har sedermera änd-
rats.

²³ Jfr AMN 2008:30 (Cyril–Cision), som rörde vissa frågor om tilläggsprospekt och
bl.a. aktualiserade reglerna därom i lagen om handel med finansiella instrument.

8.3 Prövning av aktiebolagsrättsliga frågor vid beslut enligt bl.a. LUA

När Aktiemarknadsnämnden på offentligrättslig delegation meddelar tolkningsbesked och dispenser enligt LUA kan aktiebolagsrättsliga frågor uppkomma vilka måste besvaras för att nämnden ska kunna fullgöra sin uppgift.

Ett närståendeförhållande i budpliktshänseende föreligger under de förutsättningar som anges i 3 kap. 5 § LUA. Som närstående anses bl.a. företag i samma koncern. Koncern definieras i sin tur som "sådana företagsgrupper som avses i 1 kap. 11 och 12 §§ aktiebolagslagen (2005:551), varvid det som sägs om moderbolag ska tillämpas även på andra svenska eller utländska rättssubjekt än aktiebolag" (1 kap. 2 § 4 LUA). Ett exempel från tiden före LUA, då motsvarande bestämmelser fanns i NBK:s takeover-regler, är AMN 1999:06. I uttalandet var frågan om ett visst koncernförhållande förelåg relevant i en budpliktsfråga. Nämnden konstaterade att ett visst förhållande utgjorde en engelsk koncern och att aktiebolagslagen gav samma bedömning vid handen.

Likartade situationer, där det knappast heller låter sig göra att reservera sig för den aktiebolagsrättsliga bedömningen, kan uppkomma även vid nämndens fullgörande av uppgiften att tolka och dispensera från de nuvarande takeover-reglerna. Exempelvis kan samma koncerndefinitionsfrågor som enligt LUA uppkomma i anslutning till närståenderegeln i punkten I.3 i takeover-reglerna.^{24, 25}

8.4 Andra frågor

I AMN 2008:50 (Emesco) begärdes att nämnden skulle pröva förenligheten med god sed av en viss omstruktureringstransaktion i flera steg,

²⁴ På liknande sätt har det förekommit att nämnden hanterat aktiebolagsrättsliga koncerndefinitionsfrågor som ett led i en bedömning i anslutning till Leo-reglerna. Se t.ex. AMN 2010:21 (som även behandlas i avsnitt 3 ovan), där nämnden anförde: "Aktiemarknadsnämnden vill påpeka att Poolingbolaget enligt 1 kap 11 § aktiebolagslagen kan vara dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget även om det bolaget inte innehar mer än hälften av aktierna, men nämnden utgår från att några sådana förhållanden inte kommer att föreligga i det aktuella fallet. Reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen skulle då inte vara tillämpliga på en transaktion från Poolingbolagets sida."

²⁵ Från vad som här avses ska skiljas det fall som Stefan Lindskog diskuterar i anslutning till NJA 2011 s. 932 i sin uppsats i denna vänbok.

som innefattande aktiebolagsrättsliga åtgärder och aktualiserade vissa aktiebolagsrättsliga frågor. Nämnden konstaterade inledningsvis att den ”utgår ... från att åtgärderna befunnits förenliga med aktiebolagslagen”, varefter den övergick till att anlägga vissa synpunkter i god sedhänseende.

I AMN 1994:14 (Ratos) prövades förenligheten med god sed av ett frångående av en viss avsiktsförklaring. Nämnden anförde:

”I förevarande fall får Ratos frångående av avsiktsförklaringen ses mot bakgrund av att företags styrelse efter byte av verkställande direktör och styrelseordförande beslutat sig för en ny strategi som bl a innebar ett på sikt kraftigt ökat innehav av aktier i onoterade bolag. *Det ingår inte i nämndens uppgifter att göra en affärsmässig bedömning av denna nya strategi, men nämnden utgår från att strategibytet i enlighet med vad Ratos har uttalat grundades på styrelsens bedömning att den nya strategin ansågs bäst tillgodose aktieägarnas intressen.*

[— — —]

Med beaktande av en bolagsstyrelses allmänna och på aktiebolagslagen grundade skyldighet att handla på det sätt som den bedömer bäst främja bolagets intressen anser nämnden att det skulle gå för långt att mot den nu angivna bakgrunden beteckna Ratos styrelses beslut att avveckla inlösenprogrammet som stridande mot god sed på aktiemarknaden.”²⁶

Även avtalsrättsliga frågor har understundom berörts av Aktiemarknadsnämnden. I avsnitt 7 ovan har nämnts de resonemang som nämnden i AMN 1994:03 (SCA, Skandia) förde om bl.a. 36 § avtalslagen som ett led i bedömningen av huruvida en viss optionsvillkorsändring var förenlig med god sed. En annan avtalsrättslig fråga som tidigare tilldragit sig intresse, men som med dagens regelverk är av mindre praktisk betydelse, avser ett offentligt uppköpserbudandes avtalsrättsliga status. I AMN 2003:29 (Optovent) konstaterade nämnden att svensk avtalsrätt bygger på principen att en anbudsgivare är bunden av sitt anbud under acceptfristen och att ett uppköpserbudande från civilrättslig

²⁶ På liknande sätt som i det först citerade stycket i AMN 1994:14 anförde nämnden i AMN 1988:09 (Nordstjernan–ABV) att anförde nämnden att den ”iakttar restriktivitet när det gäller prövningen av rena värderingsfrågor”. Se även AMN 1988:12 (Skanska–Drott) där nämnden anförde att en bedömning av skälen till en riktad emission normalt är ”en företagsekonomisk bedömning som nämnden inte bör göra” (se avsnitt 2 ovan).

synpunkt är ett anbud.²⁷ I AMN 2000:20 (Industri Kapital–Perstorp) anförde nämnden bl.a. att, ”i linje med vad som anses vara en allmän lojalitetsprincip i kontraktuella och pre-kontraktuella förhållanden”, god sed fick anses kräva att budgivaren aktivt undersökte möjligheten att själv bidra till uppfyllelse av ett fullföljandevillkor i ett uppköps-erbjudande.^{28, 29}

I AMN 2006:31 (Cevian–Volvo) prövades, främst i anslutning till bolagsstyrningskodens bestämmelser, vissa frågor rörande AB Volvos valberedning. Med avseende på den av bolagsstämman i Volvo beslutade valberedningsinstruktionen anförde nämnden:

”Den aktuella instruktionen är kortfattad och lämnar enligt nämndens mening i vissa avseenden styrelsens ordförande utrymme för skilda tolkningar. Det kan inte vara nämndens uppgift att, så snart instruktionens innebörd är oklar, överta ordförandens uppdrag att tolka instruktionen.”³⁰

Avslutningsvis ska sägas att Aktiemarknadsnämnden några gånger i sina uttalanden också kommit att beröra aktiebolagsrättsliga jävsfrågor. Som exempel kan här nämnas AMN 1994:07 (Investor), som refereras i avsnitt 4.1 ovan. Se även de ovan fotnotsvis gjorda hänvisningarna till AMN 1988:12 (Skanska–Drott) och 2002:02.

Utöver vad som berörts ovan finns, som påpekas redan inledningsvis, också en grupp uttalanden med det gemensamt att de rymmer ett bakomliggande aktiebolagsrättsligt spörsmål som nämnden dock inte uttryckligen tar ställning till och inte heller uttryckligen reserverar sig för. Mot bakgrund av att nämnden i flera andra ärenden *antingen* uttalat att en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt aktiebolagslagen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden *eller* uppställt som en förutsättning för förenlig-

²⁷ Ett liknande uttalande gjordes redan i kommentaren till 1988 års takeover-rekom-mendation. Till denna fråga se t.ex. Nyström, Göran & Sjöman, Erik, a.a., avsnitt 2, med vidare hänvisningar. Se även Daniel Vargös uppsats i denna vänbok.

²⁸ Se numera andra stycket i kommentaren till punkten II.4 och åttonde stycket i kommentaren till punkten II.5 i takeover-reglerna.

²⁹ Däremot har Aktiemarknadsnämnden hittills undgått att behöva förhålla sig till vissa grundläggande aktiebolagsrättsliga komplikationer i anslutning till uppköps-erbjudanden, främst aktiebolagsrättsliga aspekter av målbolags åtaganden gentemot budgivare inom ramen för s.k. *deal protection*-arrangemang. Härom se t.ex. Nyström, Göran m.fl., Takeover-reglerna – En kommentar, 2 uppl. 2012, punkten II.17.

³⁰ Uttalandet kommenteras av Stattin i JT 2006–07 s. 721.

heten med god sed att åtgärden är lagenlig, inställer sig frågan om ett ”tyst” nämnduttalande kan tas till intäkt för ett positivt ställningstagande i den aktuella aktiebolagsrättsliga frågan. Ibland framförs synpunkten att så är fallet.³¹ Enligt vad jag förstått vill nog nämnden emellertid helst inte se på sina uttalanden på det sättet. Det vore naturligtvis icke desto mindre till förfång för förtroendet för Aktiemarknadsnämnden om ett förfarande, som nämnden reservationslöst välsignat från synpunkten av god sed, sedermera visade sig vara lagstridigt.

9. Avslutning

Genom ovanstående översikt över Aktiemarknadsnämndens praxis kan knappast sägas framträda någon entydig bild av nämndens förhållningssätt till aktiebolagsrätten. I nämndens ungdom förekom uppenbarligen att nämnden gjorde rent aktiebolagsrättsliga analyser. Relativt snart slog emellertid nämnden in på en annan väg, varefter nämnden ofta, men långt ifrån alltid, varit obenägen att befatta sig med aktiebolagsrättsliga bedömningar.³² Inte minst genom den i AMN 2002:02 lanserade riskzonsprincipen och fastslåendet i AMN 2002:01, i linje med lagens förarbeten, att uppenbara kringgåenden av Leo-reglerna innebär ett åsidosättande av god sed, har dock en fullständig distansering från aktiebolagsrätten blivit ogörlig. För att avgöra vad som är eller inte är i riskzonen till det olagliga, eller vad som är ett uppenbart kringgående av lagen, måste nämnden göra sig en åtminstone ungefärlig uppfattning om vad lagens innebörd är.³³ En stelbent nolltolerans inför

³¹ Se t.ex. Nyström, Göran & Sjöman, Erik, *Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?* Stockholm Centre for Commercial Law, 2009, s. 23 not 24. Jfr även Sjöman, Erik, *Om syntetiska optioners giltighet*, NTS 2003:2 s. 251 (s. 257 f.).

³² AMN 1987:03 (Gambro) får väl närmast förkaras med att uttalandet gjordes i inledningen av nämndens verksamhet, innan den riktigt funnit sin plats och sina arbetsformer. Detta förklarar kanske i någon mån också benägenheten, under de första verksamhetsåren i nämnden, att inhämta utlåtanden av Nial i ärenden som var aktiebolagsrättsligt färgade. I ett par fall inhämtade nämnden till och med själv sådana utlåtanden.

³³ Klart torde i vart fall vara att principen inte sträcker sig så långt att *allt* som en aktiemarknadsaktör företar sig, och som är eller kan ifrågasättas vara aktiebolagsrättsligt otillåtet, också strider mot god sed. Antag t.ex. att ett börsbolag, som delägar ett dotterbolag tillsammans med en extern investerare, gör en koncernintern flytt av dotterbolagsaktierna utan att iakttä ett förköpsförbehåll i dotterbolagets bolagsordning. Ett sådant förfarande strider mot aktiebolagslagen, och överlåtelser är till och med ogiltig, men saknar relevanta aktiemarknadsrättsliga beröringspunkter.

ställningstaganden som rymmer aktiebolagsrättsliga bedömningar är väl inte heller vad nämndens brukare är betjänta av.

Ett frågetecken måste möjligen numera sättas för riskzonsprincipens generella bärkraft, räckvidd och aktualitet. Den har såvitt jag kunnat finna kommit till uttrycklig användning endast i fyra offentliggjorda nämnduttalanden; samtliga rörande emissionsfrågor, inget senare än 2006. I vilken utsträckning nämnden fortfarande är beredd att positivt eller negativt avgöra ett ärende baserat på ett riskzonssynsätt – dvs. att ett visst förfarande är så nära eller så långt ifrån gränsen till det olagliga att nämnden är beredd att uttryckligen eller implicit ta ställning även i den aktiebolagsrättsliga frågan – är mot bakgrund av nämndens nyare praxis osäkert. Den som vänder sig till nämnden för att mera direkt få en aktiebolagsrättslig fråga bedömd kan under alla omständigheter även fortsättningsvis räkna med att mötas av nämndens kalla hand.

Johansson noterar att det inte ställts på sin spets vad en beredvillighet från nämndens sida att göra rättsliga analyser skulle innebära för nämndens trovärdighet och position på marknaden, för det fall domstolarna vid en senare rättslig prövning skulle komma till ett annat resultat.³⁴ Med nämndens nuvarande försiktiga förhållningssätt till aktiebolagsrätten är det knappast djärvt att beteckna sannolikheten som låg för att saken heller framdeles ska ställas på sin spets i något viktigare avseende.

³⁴ Johansson, a.a., s. 144 och 149. Johansson anser att en sådan beredvillighet föranleder betänkligheter just p.g.a. risken för motsatta bedömningar i domstol. Detta är naturligtvis en beaktansvärd aspekt, men utgör inte nödvändigtvis skäl nog för en distansering från aktiebolagsrättsliga bedömningar. Självregleringsorgan på andra områden har valt andra förhållningssätt till rättsliga bedömningar. Exempelvis är Svensk Forms Opinionsnämnds huvudsakliga uppgift är att bedöma upphovsrättsliga verkshöjds- och intrångsfrågor. Det har förekommit att domstol inte delat opinionsnämndens bedömningar (se t.ex. hovrättens dom i NJA 2009 s. 159), men opinionsnämnden nyttjas likväl flitigt och dess yttranden torde åtnjuta betydande respekt i branschen och i domstolar.

Ingen regel, bara undantag? Något om budplikt i Sverige och övriga EU

Rolf Skog

1. Inledning

Ett av de många områden inom aktiemarknadsrätten som Johan Munck bidragit till att utveckla är regleringen av offentliga uppköpserbjudanden. I egenskap av Aktiemarknadsnämndens ordförande sedan snart två decennier har han haft ett direkt inflytande över hundratals avgöranden i nämnden på just detta område. Flera av de avgörandena har i sin tur påverkat reglerna om offentliga uppköpserbjudanden eftersom dessa över tiden utvecklats i ett växelspel mellan regelmakaren och nämnden.

Den svenska regleringen av offentliga uppköpserbjudanden växte fram inom ramen för självregleringen på aktiemarknaden. Redan år 1971 utfärdade Näringslivets Börskommitté (NBK) en rekommendation rörande offentliga uppköpserbjudanden. Det var ett kortfattat regelverk som framför allt syftade till att ”tillförsäkra aktieägarna [i målbolaget] tillräcklig information för deras ställningstagande till ett förvärvserbjudande”.

Förebilden för NBK-rekommendationen var The London City Code on Takeovers and Mergers, som tillkom ett par år tidigare. Lite förenklat var den svenska rekommendationen en kortversion av den brittiska takeover-koden.

Genomförandet av EU:s takeover-direktiv resulterade år 2006 i en ny struktur på den svenska takeover-regleringen. En ren självreglering var inte förenlig med direktivet. NBK-rekommendationen ersattes därför av en kombination av lag och börsregler. Finansinspektionen fick samtidigt ansvaret för att övervaka reglernas efterlevnad.

Jag har under lång tid, i olika kapaciteter, medverkat i utformningen av den europeiska och svenska takeover-regleringen men också, som föredragande och numera direktör i Aktiemarknadsnämnden, kunnat se hur det i reglernas praktiska tillämpning ständigt uppkommer nya

och oförutsedda frågeställningar. Jag ska i detta bidrag fokusera på en särskild aspekt av takeover-regleringen, nämligen budplikt och tillämpningen av budpliktsreglerna i praktiken.

2. Budplikt i den svenska takeover-regleringen

På en väsentlig punkt skilde sig den svenska takeover-regleringen länge från den brittiska. En hörnsten i den brittiska koden var "the mandatory bid rule" eller, på svenska, regeln om budplikt. I ljuset av bl.a. ett svagt minoritetsskydd i den brittiska aktiebolagslagen föreskrevs i takeover-koden att den som förvärvade aktier i ett brittiskt publikt aktiebolag i sådan utsträckning att denne uppnådde ett aktieinnehav om tre tiondelar eller mer av röstetalet för samtliga aktier i bolaget var skyldig att lämna ett erbjudande om förvärv av resterande aktier i bolaget.

I NBK:s takeover-rekommendation fanns inte någon regel om budplikt och den förhärskande uppfattningen i Sverige var länge att regler om budplikt inte borde införas på den svenska aktiemarknaden. Svenska börsbolag hade en väsentligt mer koncentrerad ägarstruktur än brittiska bolag och handel med kontrollposter av aktier sågs som en del av strukturmöndlingen i näringslivet. Budplikt skulle därför passa dåligt in på den svenska aktiemarknaden. Dessutom innehöll den svenska aktiebolagslagen jämförelsevis omfattande minoritetsskyddsregler.

I slutet av 1990-talet svängde emellertid NBK i sin syn på budplikt och år 1999 infördes i NBK-rekommendationen en regel om budplikt för den som uppnådde fyra tiondelar eller mer av röstetalet i ett svenskt börsbolag. Ett par år senare sänktes tröskeln till tre tiondelar.

En bidragande orsak till NBK:s ändrade inställning till budplikt var de förhandlingar som fördes inom EU om takeover-direktivet. Kommissionens uppfattning var att en europeisk takeover-reglering måste innehålla regler om budplikt och så blev till slut också fallet. Takeover-direktivet, som efter långa och hårda förhandlingar antogs våren 2004, ålägger alla medlemsstater att ha regler om budplikt för det fall någon genom förvärv av aktier uppnår "kontroll" i ett börsbolag. Vid vilken nivå på ägandet som kontroll ska anses uppkomma och budplikt alltså gälla överlämnas till varje medlemsstat att bestämma.

3. Aktiemarknadsnämndens rätt att besluta om undantag från budplikt

Aktiemarknadsnämnden, som skapades år 1986, ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Det innebär bl.a. att nämnden uttalar sig om innebörden och tillämpningen av de svenska takeover-reglerna. För nämndens vidkommande resulterade NBK-reglerna om budplikt i ett påtagligt ökat antal ärenden och konsultationer. Det ankom nämligen på nämnden att uttala sig om den närmare innebörden också av de reglerna. Dessutom var budplikten närmast absolut i den meningen att den träffade i stort sett varje förvärv som resulterade i att en aktieägare uppnådde ett aktieinnehav som representerade tre tiondelar eller mer av röstetalet i ett "börsbolag". I rekommendationen gjordes nästan inte några undantag för förvärv under särskilda omständigheter, av särskilt slag eller liknande. NBK lämnade i stället till Aktiemarknadsnämnden att med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall pröva om det förelåg skäl att lämna dispens från budplikten.

Den kodifiering av budpliktsreglerna i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden som skedde i samband med takeover-direktivets genomförande år 2006 innebar i dessa hänseenden inte några förändringar. Budplikten är också i lagen närmast absolut och dispensprövningen ankommer alltså på Aktiemarknadsnämnden, låt vara numera på delegation från Finansinspektionen som genom direktivet fick det yttersta ansvaret för övervakningen av reglerna.

Aktiemarknadsnämnden har sedan reglerna om budplikt infördes hanterat ett mycket stort antal budpliktsärenden. Det handlar dels om tolkning av budpliktsreglerna, men framför allt om framställningar om dispens från budplikten. De allra flesta av dessa framställningar har resulterat i bifallande beslut men det händer också, sannolikt lite oftare än vad allmänheten tror eftersom de uttalandena normalt förblir konfidentiella, att en dispensansökan avslås.

Föga förvånande tilldrar sig reglerna om budplikt ett visst intresse även utanför kretsen av berörda aktieägare – det handlar ju om ägande och kontroll över börsbolag. Därmed finns det också ett berättigat intresse hos exempelvis media att granska hur reglerna fungerar i praktiken. Reglerna om budplikt och Aktiemarknadsnämndens budpliktshantering är också ett återkommande tema i vissa mer akademiska sammanhang, bl.a. juridiska examensuppsatser.

Med en viss förenkling kan i den mediala granskningen och i viss utsträckning också den juridiska doktrinen urskiljas två eller tre, delvis överlappande, frågor. Den första och andra frågan kan tyckas vara två sidor av samma mynt; varför ser vi så få budpliktsbud på den svenska aktiemarknaden och varför har Aktiemarknadsnämnden så många ärenden rörande dispens från budplikt? Den tredje frågan är hur det kommer sig att en så stor andel av dispensärendena resulterar i bifallande beslut.

Svaret på den första frågan, hur det kommer sig att det lämnas så få budpliktsbud på den svenska aktiemarknaden, kan givetvis vara just att Aktiemarknadsnämnden i stor utsträckning medger dispens från budplikten. Men även om utrymmet för dispens vore väsentligt mindre än det idag är tror jag inte vi skulle se särskilt många budpliktsbud. Det ligger nämligen i sakens natur att den som överväger att förvärva aktier i ett börsbolag i sådan utsträckning att budplikt uppkommer och är beredd att lämna ett sådant bud normalt istället väljer att direkt lämna ett frivilligt erbjudande avseende samtliga aktier i bolaget. I ett frivilligt bud har budgivaren väsentligt större frihet att själv bestämma om budets utformning i olika hänseenden. Budplikten har på det sättet, skulle man kunna säga, snarast ett slags preventiv funktion.

Svaret på den andra frågan, hur det kommer sig att Aktiemarknadsnämnden har så många dispensärenden, tror jag ligger i en kombination av ägarstruktur, valet av budpliktsgräns och frånvaron av undantag i lagen. Ägarstrukturen i svenska börsbolag är koncentrerad. I de flesta börsbolag finns en kontrollerande ägare eller ägargrupp. Vidare finns där typiskt sett minst ett par kapitalförvaltande institutionella ägare med relativt stora innehav. Det säger sig självt att en sådan ägarstruktur i kombination med en budpliktsgräns vid tre tiondelar av röstetalet kan ge upphov till många fall av budplikt. Gör man dessutom budplikten närmast undantagslös, är det inte förvånande att resultatet blir ett betydande antal framställningar om dispens från budplikt.

Men varför bifaller nämnden en så stor andel av dispensansökningarna? Det skulle onekligen kunna vara så att nämnden har en mycket liberal syn på budplikten. Jag vågar påstå att så inte är fallet. Den höga andelen beviljade dispenser är i stället i allt väsentligt en följd av att det finns ett antal typsituationer där en aktieförvärvare uppnår tre tiondelar eller mer av röstetalet i ett börsbolag men motiven bakom budplikt inte gör sig gällande eller typiskt sett, men inte alltid, bör stå tillbaka för andra intressen. NBK och sedermera lagstiftaren har i förarbetena till budpliktsreglerna tydligt pekat flera situationer av det slaget och Aktiemarknadsnämndens praxis bygger i stor utsträckning på just dessa för-

arbetsuttalanden. Det framgår således direkt av förarbetena att skäl för dispens kan vara bl.a. att aktierna förvärvats med företrädesrätt i en nyemission, i en apportemission som skett för förvärv av annat bolag eller som ett erforderligt led i en rekonstruktion av ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter.

De professionella juridiska rådgivare som i de flesta fall anlitas för dispensansökningar till nämnden är väl förtrogna med såväl förarbetena som nämndens praxis och ser, kort sagt, till att framställningen ges in endast om den har förutsättningar att bifallas. Det händer givetvis också att rådgivare och andra i konsultationer med nämndens kansli om en planerad dispensansökan får klart för sig att upplägget måste ändras i något eller några hänseenden för att kunna motivera dispens. Det är med andra ord mycket sällan en slutlig framställan om dispens ges in utan att ha en rimlig chans att kunna bifallas.

4. Undantag från budplikt i EU:s övriga medlemsstater

Det finns alltså relativt uppenbara förklaringar till varför vi ser så få budpliktsbud och så många budpliktsdispenser på den svenska aktiemarknaden. Men är det ändå kanske så att de svenska budpliktsreglerna på grund av dispensinstitutet är mer liberala än i andra länder? Det är en fråga som jag hittills inte sett diskuterad men nu kan belysas genom en av EU-kommissionen nyligen utförd studie.

I takeover-direktivet föreskrivs att Kommissionen fem år efter direktivets genomförande ska göra en utvärdering till underlag för en eventuell revidering av direktivet. Kommissionen har för det ändamålet låtit genomföra en omfattande studie av hur direktivet påverkat medlemsstaternas takeover-reglering. Resultaten, som nyligen presenterats, erbjuder ett intressant jämförelsematerial bl.a. i fråga om just budplikt.¹

I studien konstateras för det första att alla medlemsstater, med uttryckligt stöd i direktivet, tillåter undantag från budplikt men att medlemsstaterna har valt olika system för att hantera sådana undantag. Studien skiljer mellan medlemsstater som helt och hållet eller huvudsakligen förlitar sig på i lag fastlagda undantag och medlemsstater som har ett system som i allt väsentligt bygger på diskretionära undantag där det ankommer på övervakningsmyndigheten eller motsvarande organ att i

¹ Marccus Partners, i samarbete med Centre for European Policy Studies (June 2012), Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids. http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm.

enskilda fall besluta om dispens. Till denna senare kategori hör Storbritannien och Irland men också bl.a. Sverige, Finland och Danmark. Även i exempelvis Tyskland kan övervakningsmyndigheten besluta om undantag från budplikten "if, having regard of the interests of the applicant and the holders of shares in the target company, this appears justified in view of the manner of attainment, the objectives being pursued with the attainment of control, a drop below the control threshold subsequent to the attainment of control, the shareholder structure of the target company, or the actual possibility of exercising control". I Frankrike ger regelverket inte övervakningsmyndigheten någon uttrycklig rätt att diskretionärt medge undantag men myndigheten tog sig själv för några år sedan en sådan rätt.

I bl.a. Storbritannien finns också en möjlighet för övervakningsorganet, Takeover-panelen, att medge undantag under förutsättning att aktieägarna i det berörda bolaget genom ett s.k. white wash-förfarande godkänt att budplikt inte ska gälla. Förfarandet innebär i korthet att övriga aktieägare vid bolagsstämma får ta ställning i frågan. Det kan exempelvis handla om att tillåta en aktietecknare i en apportemission att passera budpliktsgränsen utan behöva lämna ett erbjudande till övriga aktieägare.

I studien görs därefter en utförlig genomgång av de grunder på vilka undantag från budplikt medges, antingen direkt i lag eller i övervakningsorganens praxis. Det är en på flera sätt intressant läsning, för min egen del inte minst i ljuset av de otaliga samtal i dispensärenden och konsultationer inför ärenden som jag i egenskap av föredragande och sedermera direktör i Aktiemarknadsnämnden under årens lopp haft med Johan Munk.

Den första kategorin undantag kallas *tekniska undantag*. Hit räknas för det första undantag på grund av målbolagets särskilda karaktär, exempelvis att målbolaget är ett aktiefondbolag. I takeover-direktivet läggs fast att medlemsstaterna för det fallet inte behöver ha regler om budplikt och i många medlemsstater följer detta av budpliktsreglernas avfattning. I några medlemsstater, exempelvis Nederländerna, gör man emellertid i lagen ett explicit undantag.

Till kategorin tekniska undantag hänförs vidare det fallet att någon passerar budpliktsgränsen och i samband därmed blir så stor ägare i målbolaget att tvångsinlösen kan påkallas. I flera medlemsstater, exempelvis Österrike, föreskrivs att budplikt inte gäller i en sådan situation.

Slutligen nämns i denna kategori det fallet att ett bolag som passerat budpliktsgränsen och blivit kontrollägare i ett annat bolag ingår ett avtal med det kontrollerade bolaget genom vilket detta underställer sig

moderbolagets ledningsrätt. Sådana s.k. Beherrschungsverträge kan ingås i Tyskland och Republiken Tjeckien, som för de fallen också gör undantag från budplikten.

En annan, väsentligt större och praktiskt viktigare grupp är *undantag som betingas av hänsyn till den potentiellt budpliktige aktieägaren*. Här hittar man för det första sådana förvärv som, trots att budpliktsgränsen passerats, inte resulterat i något reellt kontrollägarskifte, exempelvis för att transaktionen skett inom en koncern eller liknande företagsgrupp. Undantag av det slaget görs i Tyskland, Frankrike, Italien, Nederländerna och en rad andra medlemsstater. I vissa medlemsstater, exempelvis Belgien, medges under vissa förutsättningar också undantag om transaktionen skett inom ett konsortium eller mellan på annat sätt samverkande ägare.

Till gruppen undantag av hänsyn till den potentiellt budpliktige aktieägaren hör också sådana som grundas på att budpliktsgränsen överskrids av misstag eller utan intention att ta kontroll över bolaget, i vissa fall under den ytterligare förutsättningen att innehavet endast i begränsad utsträckning överskrider budpliktsgränsen, typiskt sett med högst ett par procentenheter. Bland medlemsstater med sådana undantag märks exempelvis Storbritannien, Irland, Tyskland, Frankrike, Italien och Nederländerna. Genomgående kräver medlemsstaterna att innehavet inom viss tid bringas ned under budpliktsgränsen. I vissa medlemsstater, exempelvis Tyskland, ska detta ske utan dröjsmål, i andra inom en viss angiven tidsfrist – i Nederländerna inom en månad, i Frankrike inom ett halvår och i Italien inom ett år, för att nämna några.

En annan situation hänförlig till denna grupp av undantag är när någon visserligen passerar budpliktsgränsen men det finns en ännu större ägare i bolaget. I vissa medlemsstater är undantaget just så enkelt utformat, i andra mer komplicerat. I exempelvis Tyskland gäller inte budplikt om den som passerar budpliktsgränsen, som en följd av att det finns en annan och större ägare och mot bakgrund av stämmodeltagandet vid de tre senaste bolagsstämmorna, inte kan förväntas uppnå egen röstmajoritet vid en kommande bolagsstämma.

Det finns också en rad situationer i vilka undantag av hänsyn till den potentiellt budpliktige aktieägaren medges trots att passerandet av budpliktsgränsen verkligen resulterat i ett kontrollägarskifte. Hit hör för det första det fallet att budpliktsgränsen passerats genom ett frivilligt erbjudande om förvärv av samtliga aktier. Redan i takeover-direktivet slås fast att budplikt i det fallet inte ska utlösas, men medlemsstaternas implementering av direktivbestämmelsen varierar. I vissa medlemssta-

ter, exempelvis Nederländerna, Belgien och Portugal, krävs inte mer än vad direktivets ordalydelse ger vid handen, dvs. ett erbjudande att förvärva samtliga aktier i bolaget. I andra medlemsstater, exempelvis Tyskland, Spanien och Grekland, är undantaget kvalificerat så att det förutsätter exempelvis ett visst lägsta pris i det frivilliga erbjudandet. En annan kvalifikation finner man i Storbritannien, där ett frivilligt erbjudande inte får fullföljas med mindre budgivaren uppnår minst hälften av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Vidare märks här de fall då budpliktsgränsen passeras utan att ägaren ifråga själv förvärvat aktier, exempelvis om bolaget genom inlösen reducerat det totala antalet aktier i bolaget och därigenom ”knuffat” ägaren över budpliktsgränsen. För sådana fall görs undantag i bl.a. Storbritannien, Irland, Tyskland, Frankrike, Italien och, för att nämna en mindre medlemsstat, Cypern.

Till denna grupp av undantag hör också sådana som avser indirekta kontrollägarskiften. I flera medlemsstater finns regler av innebörd att för det fall någon genom förvärv av aktier i holdingbolag tar kontroll över ett börsbolag, så ska ett s.k. substanstest göras och budplikt inte gälla om aktierna i börsbolaget representerar endast en viss mindre andel – i Tyskland högst 20 procent – av exempelvis nettotillgångarna, i holdingbolaget. Bland andra medlemsstater som tillämpar substanstest märks Storbritannien, Frankrike, Belgien och Österrike.

En relativt uppenbar grupp av undantag av hänsyn till den potentiellt budpliktige aktieägaren är sådana där aktierna förvärvats genom gåva, arv, giftermål, skilsmässa eller liknande. Sådana undantag finns i de flesta medlemsstater. I Spanien, för att nämna ett exempel, undantas vederlagsfria förvärv *causa mortis* och *inter vivos*, det senare dock endast under förutsättning att förvärvaren inte under den närmast föregående tolv månadersperioden förvärvat aktier i bolaget och inte heller ingår något samarbetsavtal eller liknande med överlåtaren.

En tredje grupp är *undantag som betingas av hänsyn till kreditgivare*. Det handlar här typiskt sett om undantag från budplikt för det fall aktierna i fråga förvärvats för att säkra en fordran. I vissa medlemsstater, exempelvis Storbritannien, Tyskland och Danmark, är undantaget som utgångspunkt villkorslöst. I andra, exempelvis Belgien, föreskrivs att aktierna i fråga ska avyttras inom viss tid och inte får företrädas vid bolagsstämma förrän så skett.

En fjärde och sista grupp är *undantag som betingas av hänsyn till andra intressenter än kreditgivare*. I studien talas, lite högrtravande, om att undantagen ifråga syftar till att upprätthålla en korrekt balans mellan aktieägarnas och övriga intressenters intresse i ljuset av bolagets

långsiktiga intresse. Vad det handlar om är för det första att medge undantag för det fall någon tar kontroll i syfte att rädda ett bolag som är i ekonomiska svårigheter. Undantag av det slaget finns i de flesta medlemsstater, i lag eller i praxis. I vissa medlemsstater är undantaget relativt enkelt utformat, exempelvis i Irland där undantaget endast förutsätter att aktierna tecknats i en för bolagets överlevnad nödvändig emission. I andra medlemsstater, exempelvis Italien, är det väsentligt mer komplicerat.

Till denna grupp hänförs vidare undantag i situationer där någon passerat gränsen för budplikt som ett "resultat" av att bolaget fattat ett affärsmässigt beslut som i slutänden kan förmodas vara till nytta för såväl aktieägarna som andra intressenter. Typfallet är undantag relaterade till nyemissioner av aktier. I exempelvis Storbritannien, Irland, Danmark och Finland medges undantag från budplikt om en aktieägare tecknar aktier med företrädesrätt men till följd av lågt deltagande i emissionen bland övriga ägare passerar budpliktsgränsen. Undantag medges också i flera medlemsstater i samband riktade emissioner, men då krävs som regel också ett white wash-förfarande. I exempelvis Cypern medges undantag under förutsättning att beslutet att åsidosätta företrädesrätten fattats av aktieägarna, att beslutet uppnått enkel röstmajoritet med bortseende från aktier företrädde av den eller de aktieägare till vilka emissionen ska riktas och att aktieägarna inför stämman informerats om saken. Undantag görs i flera medlemsstater också om budpliktsgränsen passeras till följd av exempelvis en fusion, en delning eller något likartat förfarande för att reorganisera bolaget.

Det finns också medlemsstater där undantag från budplikt medges som ett led i av lagstiftaren erbjudna former för försvar mot oönskade uppköpserbjudanden. I Nederländerna och Belgien finns möjlighet för börsbolag att, lite förenklat, under vissa förutsättningar skilja aktiernas rösträtt från den ekonomiska rätten och "placera" rösträttskomponenten i en av bolaget kontrollerad stiftelse, för att på det sättet försvåra ett av bolagsledningen oönskat uppköpserbjudande. Föga förvånande undantas en transaktion från budplikt för det fall stiftelsens innehav skulle överstiga budpliktsnivån.

Slutligen hänförs till denna grupp av undantag kontrollpostförvärv som sker inom ramen för privatiseringar av tidigare offentligt ägda verksamheter. I exempelvis Grekland görs i takeover-reglerna ett uttryckligt undantag från budplikt för just sådana förvärv.

Totalt redogörs i studien för inte mindre än 35 grunder för undantag från budplikt, i lag eller praxis.

5. Den svenska regleringen av undantag från budplikt i EU-perspektiv

Det kan efter en genomgång av EG-kommissionens studie för det första konstateras att den svenska regleringen av undantag från budplikt inte på något sätt är unik i ett internationellt perspektiv. Tillämpar man studiens klassificeringsschema av systemen för att hantera undantagen har Sverige i likhet med bl.a. Storbritannien en blandning av lagfästa och diskretionära undantag.

Den svenska regleringen innehåller vid första påseende kanske endast ett egentligt undantag, nämligen för det fall budpliktsgränsen passeras genom ett frivilligt erbjudande avseende samtliga aktier i bolaget. Då gäller uttryckligen inte lagens huvudregel om budplikt.

Tillämpar man studiens klassificeringssätt kan vi emellertid till kategorin lagfästa undantag också hänföra möjligheten för den som passerat budpliktsgränsen att inom fyra veckor minska innehavet och därigenom inte längre behöva lämna ett bud på resterande aktier. Detsamma gäller regeln att budplikten inte längre gäller om kontrollägaren inom fyra veckor påkallar inlösen av resterande aktier enligt 22 kap. aktiebolagslagen.

I studien räknas också, som framgått ovan, till undantag från budplikt sådana situationer där budpliktsgränsen passeras genom en åtgärd från bolagets sida, exempelvis om bolaget reducerar antalet aktier i bolaget genom återköp eller inlösen av aktier. För den svenska lagstiftaren var det en självklar utgångspunkt att budplikt skulle utlösas endast för det fall att någon genom ett eget handlande, typiskt sett ett förvärv av aktier, passerade budpliktsgränsen. Lagtexten är utformad i enlighet därmed. Med tillämpning av studiens klassificeringssätt skulle också detta betecknas som ett lagfäst undantag.

Det kan vidare konstateras dels att den befogenhet som Aktiemarknadsnämnden har att medge undantag från budplikt, har sin motsvarighet i en rad andra medlemsstater, dels att de dispensgrunder som förekommer i nämndens praxis utgör grund för undantag från budplikt i lag eller praxis runtom i EU. När Aktiemarknadsnämnden beviljar dispens för den som passerar budpliktsgränsen vid deltagande i en företrädesemission, genom att överlåta exempelvis en rörelse som apportegendom eller genom att teckna aktier i en riktad emission som bidrar till att rädda ett bolag ur en ekonomisk kris, så är nämnden i gott sällskap.

6. Kommer EU-kommissionen kräva förändringar i regelverket?

I anslutning till att takeover-studien publicerades offentliggjorde Kommissionen också en kort rapport² i vilken den på basis av studien dels konstaterar att takeover-direktivet bidragit till en harmonisering av takeover-reglerna, dels lyfter fram några områden för fortsatta överväganden i en eller annan form, såvitt kan förstås dock inte genom ändringar i direktivet. Ett av de områden som lyfts fram är undantag från budplikt. Kommissionen synes acceptera nödvändigheten av undantag i många situationer och också acceptera att det inte går att formulera regler som på förhand tar hand om alla tänkbara undantag utan att en prövning ofta måste göras med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Men Kommissionen påpekar samtidigt att den i direktivet fastlagda principen att övriga aktieägare ska skyddas vid kontrollägarskiftet måste respekteras även i de fall undantag görs från budplikten, något som också uttryckligen slås fast i direktivet. Kommissionen avser därför att närmare undersöka hur det förhåller sig i det hänseendet och, om det visar sig nödvändigt, ”take the necessary steps (e.g. through infringement procedures) to restore the effective application of this general principle of the Directive”.

Det är inte lätt att förstå vad Kommissionen har i åtanke. Det kan rentav tyckas lite motsägelsefullt att, som görs i direktivet, godta undantag från budplikt – som i stor utsträckning kan sägas handla om minoritetsskydd – men samtidigt föreskriva att om undantag görs måste principen att övriga ägare ska skyddas respekteras. Min gissning är att Kommissionen, möjligen genom den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, ESMA, kommer titta på i vilken utsträckning och på vilket sätt övriga aktieägare bereds möjlighet att påverka att en kontrollägare medges undantag från budplikt (jfr white wash-förfaranden) och i vilken utsträckning aktieägarna kan överklaga ett beslut om undantag. Sverige skulle vid en sådan granskning stå sig väl i jämförelse med många andra medlemsstater. Det gäller inte minst sådana medlemsstater som valt att i lagen göra undantag från budplikt genom att, kanske i den påstådda rättssäkerhetens intresse, ange att i vissa situationer, exempelvis om aktier tecknas för att rädda bolaget ur en ekonomisk kris, föreligger inte budplikt. Tillämpas en sådan ordning

² Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, 28.6.2012, COM(2012) 347.

berövas aktieägarna det inflytande som ett white wash-förfarande ger och något dispensbeslut att överklaga i domstol finns definitionsmässigt inte. I Sverige tillämpar Aktiemarknadsnämnden i en rad situationer white wash-modellen och nämndens dispensbeslut kan överklagas, till Finansinspektionen och därefter till domstol i tre instanser!

Sist men inte minst får man hoppas att Kommissionen håller i minnet att det behov av minoritetsskydd *ex ante* som regeln om budplikt ger står i omvänd relation till det minoritetsskydd *ex post* som aktiebolagslagstiftningen erbjuder. Med ett välutvecklat aktiebolagsrättsligt minoritetsskydd är det kanske rentav så att man inte behöver någon regel, bara undantag?

Det otillbörliga i marknadspåverkan

Joakim Strid

Marknadspåverkan är naturligtvis inte per definition otillbörlig. Varje transaktion i finansiella instrument på en transparent elektronisk marknadsplats har en påverkan på prissättningen av det finansiella instrumentet och på villkoren för att handla instrumentet. Det ligger i sakens natur, det är till och med en förutsättning för marknadsplatsens funktionssätt.

Marknadsplatsen fyller två grundläggande funktioner, den ena är att förena köpare och säljare i transaktioner och den andra är att upprätthålla prisbildning för dess objekt. Prisbildning sker genom interaktion mellan marknadsaktörer och varje led i denna interaktion har en viss inverkan, eller påverkan, på prisbildningen, eller marknaden. Alldeles oaktat alla teoretiska eller fundamentala metoder som kan finnas för att fastställa värdet av ett visst instrument är det ändå utbud och efterfrågan som i praktiken, åtminstone i det korta perspektivet och för den som har ett intresse av att genomföra en transaktion, definierar dess pris. De transaktioner som genomförs och marknadsaktörers uttryck för önskemål om att genomföra dem aggregerar eller indikerar utbud och efterfrågan.

Marknadspåverkan är således inte bara en naturlig konsekvens av marknadsaktörers agerande, det är en nödvändighet för en fungerande marknad. Vissa former av marknadspåverkan är emellertid inte naturliga inslag i marknadsplatsens sätt att fungera, utan anses otillbörliga. De anses skadliga för marknadsplatsen och för investerarna och de är straffbara. Någonstans passerar således gränsen mellan det normala som bidrar till att en sund marknadsplats kan fylla sin funktion och det onormala som äventyrar marknaden och orsakar skada. Konsekvenserna av att befinna sig på fel sida av denna gräns är långtgående, men gränsen sägs ibland vara otydlig eller i värsta fall godtycklig.

Detta bidrag syftar till att erbjuda visst stöd för resonemang kring vad som kan föranleda att ett visst förfarande betraktas som otillbörligt. Det gör på intet sätt anspråk på att vara uttömmande och det finns andra utmärkta skrifter som behandlar dessa frågeställningar. Artikeln

kommer att behandla rättsfall och rättsinstansers resonemang och uttalanden, men då författaren är praktiker med ekonomisk utbildning och bakgrund är dess utgångspunkter ekonomiska och praktiska snarare än juridiska och akademiska.

Vissa ärenden har avgjorts av NASDAQ OMX Stockholms Disciplinnämnd. Disciplinnämnden har till uppgift att pröva huruvida ärenden skall anses utgöra överträdelser av börsens regelverk men enligt detta regelverk ska nämnden också beivra börsmedlemmars överträdelser av lag och annan reglering på värdepappersmarknaden.¹ Delar av börsens regelverk syftar också till att stävja exakt samma beteenden som marknadsmissbrukslagstiftningen och nämndens uttalanden och avgöranden är i sammanhanget utomordentligt viktiga som praxisgrundande och som vägledning.

1. Typer av otillbörlig marknadspåverkan

Vad är otillbörlig marknadspåverkan? Den vanligaste ansatsen till att kategorisera och beskriva vilka förfaranden som anses utgöra marknadsmissbruk är att använda ett antal företrädesvis engelska termer som benämner tämligen specifika typer av transaktioner eller kedjor av händelser.

Några sådana termer är window dressing, capping, pegging, squeezing, spoofing och wash sales. Termerna är vedertagna och de tillämpas internationellt. Inte minst det senare är viktigt, då praktikfall avseende marknadsmissbruk är sällsynta och det kan finnas ett värde i att använda internationella erfarenheter som vägledning vid bedömning av nationella ärenden.

Jag kommer använda vissa av dessa i sig viktiga begrepp, men jag kommer att utgå från en annorlunda grundläggande indelning av otillbörliga ageranden, vilket i någon mån också kommer att inkludera en kategorisering av begreppen i sig. Det finns flera anledningar till detta, men främst att jag vill resonera kring vad det i grunden är som gör att något ska anses vara otillbörligt, snarare än beskriva olika i sig otillbörliga förfaranden.

Otillbörlig marknadspåverkan skulle förenklat kunna delas in i följande typer av företeelser:

- Att vilseleda sin motpart för att vinna fördel av en transaktion.

¹ NASDAQ OMX Nordic Member Rules 4.12.3.

- Att framställa sig själv eller den man representerar i bättre dager för att nå fördelar av det förskönade intrycket.
- Att förvanska bilden av priset på ett instrument eller andra förutsättningar för handel och därmed förhindra eller försvåra en effektiv handel.

Utifrån dessa förenklade kategorier kommer jag i det följande att resonera kring vilka mer specifika företeelser som skulle kunna hänföras till dem. Jag kommer att referera till rättsfall inom respektive kategori och jag kommer att hänvisa till exempel på vad som i respektive kategori är att betrakta som otillbörligt.

2. Att vilseleda sin motpart för att vinna fördel av en transaktion

Redan ordalydelsen i benämningen av denna kategori är problematisk och kanske provocerande. Marknadsmissbruk handlar slarvigt uttryckt om att begå våld på marknaden, inte på enskild part. Att förleda annan enskild part skulle kunna utgöra någon form av bedrägeri eller förmögenhetsbrott men det sorterar inte per definition under marknadsmissbruk. Ordalydelsen är emellertid medvetet vald.

Den som manipulerar priset på ett instrument kan antas vara intresserad av att profitera på detta genom att genomföra transaktioner till höga eller låga priser. Motparten i en sådan transaktion kommer att lida skada om händelsekedjan fullföljs. Situationer som den beskrivna tillhör den praktiska verklighet som utgör bakgrund till de ärenden som slutligen kan komma att behandlas i rätten.

När marknadsaktörer reagerar mot marknadsmissbruk sker det, enligt min erfarenhet, ofta med utgångspunkt i den skada som åsamkats oskyldiga parter i värdepappershandel. Man bör vara medveten om detta, även om marknadsmissbruk har ett bredare fokus än två parter inbördes förhållanden. Många av de exempel som kommer att beröras i texten innehåller olika inslag av denna problematik.

Jag väljer likväl att använda rubriken ovan, men hoppas att jag med resonemanget ovan pekat på problematiken. Om en viss aktivitet, som i sig skapar en felaktig bild av villkoren för handel, syftar till att vilseleda andra marknadsaktörer i förhoppning att någon eller några av dem skall välja att ingå en transaktion med den som ägnar sig åt aktiviteten, så måste aktiviteten i sig anses vilseledande för marknaden även om det i slutändan bara skulle vara en enskild part som genomför en transaktion baserat på den vilseledande informationen.

Motparten har utgått från förvanskad marknadsinformation som vederbörande haft anledning att förlita sig på som uttryck för marknadsplatsens utbud och efterfrågan och samma information har varit tillgänglig för andra marknadsaktörer. Informationen har således varit ägnad att vilseleda marknaden även om det endast går att visa på att en enskild part blivit till sådan grad vilseledd att vederbörande genomfört en transaktion. Det krävs faktiskt inte ens att någon transaktion ägt rum.

Man skulle också kunna tänka sig att den som ägnar sig åt den vilseledande aktiviteten gör det i syfte att vilseleda en specifik part eller åtminstone har anledning att förvänta sig att en specifik part kommer att motta och reagera på informationen, men att aktiviteten ändå anses vilseledande för marknaden. Ett skäl till detta är att informationen i sig, enligt resonemanget ovan, kan anses ägnad att vilseleda och att den görs tillgänglig för samtliga marknadsaktörer. Därtill kommer att den part som aktiviteten är avsedd för kan vara en så kallad market maker, som har en särskild roll i att upprätthålla likviditet avseende vissa instrument till gagn för andra marknadsaktörer. En lekmannamässig bedömning är att, givet det uppdrag en market maker har att förse en marknad med likviditet och den betydelse en market makers agerande har för marknaden som helhet, så bör det definitionsmässigt kunna anses som att vilseleda marknaden om åtgärder vidtas i syfte att frammana ett beteende hos en market maker baserat på felaktiga förutsättningar.

2.1 Manipulation avseende ett instrument för att kunna handla ett annat

Ett exempel på förfaranden som sorterar under denna kategori är att lägga order eller genomföra avslut i ett visst instrument i syfte att förmå andra marknadsaktörer att förändra villkoren för att handla ett annat instrument, som regelmässigt prissätts baserat på det första instrumentet, varpå den som lagt den vilseledande ordern kan genomföra en transaktion i det andra instrumentet till mer förmånliga villkor än vad som annars skulle ha varit fallet. Då transaktionen genomförts kan den vilseledande ordern, om en sådan användes, förväntas dras tillbaka.

Det finns flera rättsfall avseende den här typen av förfaranden. NASDAQ OMX Stockholms Disciplinnämnd avgjorde ett sådant ärende 2007, där en börsmedlem hade lagt ordrar i en termin baserad på aktieindexet OMXC20 och en annan marknadsaktör, en market maker,

ställde priser för optioner baserade på samma index.² Market makern förändrade sina priser för optioner baserat på den förstnämnda medlemmens ordrar i terminskontraktet, varpå den första aktören kunde genomföra avslut i optioner till mer fördelaktiga priser än vad som annars skulle kunna ha varit fallet. Efter att avsluten i optionerna genomförts drog medlemmen tillbaka orderarna avseende terminskontraktet och market makern justerade sina priser för optionerna till ursprunglig nivå. Ett snarlikt exempel utgörs av ett ärende som avgjordes i Stockholms tingsrätt i januari 2012 där en person befanns skyldig till otillbörlig marknadspåverkan.³ Personen hade placerat ordrar och genomfört mindre avslut avseende aktier i Alpcot Agro och Trigon Agri på sådant vis att den market maker som ställde priser för warranter baserade på samma aktieslag förändrade prissättningen på warranterna, varpå personen kunde genomföra transaktioner i warranterna till mer fördelaktiga priser än vad som annars skulle ha varit fallet.

I båda de ärenden till vilka refererats ovan har Disciplinnämnden respektive Stockholms tingsrätt funnit att orderarna respektive avsluten varit ägnade att vilseleda. Som tecken på detta har i Disciplinnämndens fall använts att orderarna direkt påverkat market makerns prissättning, att denna påverkan gynnat den som lagt orderarna och att de dragits tillbaka kort efter genomförda avslut, varpå prisnivån för optionerna återgått till den ursprungliga nivån. Disciplinnämnden har dragit slutsatsen att orderarna inte motsvarades av någon önskan att genomföra avslut i terminen utan endast varit ägnade att påverka prissättningen för optionerna. Att avgöra huruvida ordrar ska anses ha lagts utan avsikt att genomföra avslut är en viktig, men naturligtvis mycket svår, bedömning för att avgöra huruvida olika typer av företeelser skall anses vara otillbörliga eller ej.

I Stockholms tingsrätts ärende handlade det inte om vilseledande orderläggning utan om genomförda avslut som, även om de i sig var helt rimliga avslut som skett till marknadsmässiga priser, ansågs ha ett annat och otillbörligt syfte, att förmå en market maker för warranter att förändra kvoterade priser i viss riktning. Genom att avsluten ansågs vara ägnade att vilseleda market makern för warranterna bedömdes de som otillbörliga, även om de i avsaknad av detta förhållande skulle ha betraktats som normala. Detta är ett viktigt förhållande och ett betydelsefullt avgörande då det poängterar att ett visst förfarande måste utvär-

² Disciplinnämnden vid OMX Nordic Exchange 2007:6.

³ Stockholms tingsrätt mål nr B 12439-11.

deras utifrån dess sammanhang vid bedömning av huruvida det skall anses vara otillbörligt eller ej. Även om det går att finna exempel på andra företeelser som bär likheter med den aktivitet som skall tas ställning till så måste det enskilda fallet bedömas med hänsyn tagen till den effekt de enskilda åtgärderna vid tillfället var ägnade att få och som de facto uppkom. Detta ärende är också principiellt viktigt då det slår fast att inte bara ordrar som inte bedöms vara ägnade att omsättas och avslut som konstateras vara skenaffärer kan anses otillbörliga, utan även avslut som sker mot utomstående part till ett i övrigt godtagbart pris kan anses otillbörliga, om det kan konstateras att syftet med transaktionerna varit att vinna oskäligen fördelar. En intressant aspekt av just detta ärende är också att den tilltalade blev ålagd att utge skadestånd till värdepappersföretaget som agerat market maker. Eftersom marknadsmissbruk, i enlighet med resonemanget ovan, inte anses riktat mot enskild part utan mot marknaden som helhet kommer skadestånd mycket sällan i fråga i sådana ärenden.

2.2 Manipulation avseende ett instrument för att kunna handla samma instrument

Ett förfarande snarlikt det som behandlades i föregående avsnitt är att skapa en vilseledande bild av prissättningen av ett instrument för att kunna genomföra transaktioner i samma instrument till ett mer fördelaktigt pris än utan den vilseledande åtgärden. Även här finns flera praktikfall man kan hänvisa till. Den här typen av ärenden är dock ofta mer komplicerade och svårbedömda än de som beskrevs i föregående avsnitt.

Prissäkring

En variant av manipulation av detta slag benämns ibland som prissäkring. I den svenska översättningen av Marknadsmissbruksdirektivet beskrivs företeelsen som ”transaktioner eller handelsorder som genom en persons agerande eller fleras samarbete låser fast priset på ett eller flera instrument vid en onormal eller konstlad nivå”. Det är omdiskuterat vad som egentligen ska anses menas med ”låser fast” och mer specifikt för hur lång tid priset måste låsas fast för att det ska anses otillbörligt.⁴

⁴ Se European Court of Justice mål C-445/09 för bedömning i ett ärende avseende bl a tidsaspekten vid prissäkring.

Ett bra exempel på vad som omfattas kan hämtas från handel som ägde rum på Stockholmsbörsen under 2004, men där sanktionen sedermera vidtogs av brittiska FSA.⁵ En bank hade fått i uppdrag att placera en mycket stor post Scania-aktier på marknaden och tog in anbud från tilltänkta investerare i ett s k ”bokbygge”. I praktiken hade banken tagit över aktieposten, genom ett avtal innehållande optionskontrakt avseende aktierna. Under den tid anbud inhämtades föll kursen för Scania-aktien på börsen till en nivå som var lägre än det pris banken behövde slutföra transaktionen till för att inte förlora stora summor pengar på den tänkta affären eller exponeras för anseelig marknadsrisk. För att motverka kursfallet gav banken andra börsmedlemmar i uppdrag att placera köpordrar i aktien på sådant vis att kursen lyftes upp till en högre nivå och hindrades från att falla därifrån. Banken tvingades härigenom köpa relativt stora volymer aktier. Transaktionen kunde emellertid slutföras, men under den period investerare fattade beslut om att delta i transaktionen eller ej var priset för Scania-aktien direkt påverkat av bankens agerande. Att hindra en kurs från att röra sig i viss riktning benämns ofta för capping (förhindra uppgång) eller pegging (förhindra nedgång).

FSA konstaterade att investerare gavs ett vilseledande intryck genom den prispåverkan bankens agerande hade. Vidare konstaterades att bankens handelsvolymer var stora i förhållande till övriga marknadsaktörers aktiviteter samt att de ägde rum under en mycket känslig tidsperiod. Det lades också stor vikt vid att bankens handel inte var transparent för övriga marknadsaktörer, som därmed saknade möjlighet att bedöma effekterna av bankens inblandning i pågående handel.⁶ FSA konstaterade att marknadspriset samt utbud och efterfrågan av Scania-aktier, utan påverkan av banken, var viktig information för de investerare som hade att ta ställning till ett eventuellt deltagande i transaktionen, såväl de som redan anmält intresse som sådana som under perioden beslutade att göra sådan anmälan.

⁵ FSAs Final Notice i ärendet är daterad 10 April 2006 och finns att tillgå på www.fsa.gov.uk.

⁶ Vid den tidpunkten rådde en högre nivå av transparens vid börshandel generellt liksom på Stockholmsbörsen än vad som är fallet idag. Medlemsföretag kunde identifieras även för inläggande ordrar, vilket inte är fallet vid handel på de flesta europeiska marknader idag. Vid denna orderläggning valde emellertid banken att lägga sina ordrar via två andra medlemsföretag, varigenom banken av andra aktörer inte gick att identifiera som köpare.

Trots att ärendet är tämligen gammalt är det fortfarande intressant av många skäl. Det avsåg en mycket stor transaktion i ett stort bolag med en mycket likvid aktie och de inblandade parterna var högst professionella. Då sanktionerna i ärendet utdömdes av FSA har det inte uppmärksammats i någon stor utsträckning i Sverige, men ärendet bedömdes som ytterst allvarligt och såväl banken som en av dess dåvarande anställda gavs dryga böter. Det manipulativa förfarandet inbegrep också genuina transaktioner genomförda till priser som allt annat lika skulle ha accepterats som rimliga, men som givet den pågående transaktionen ansågs vara allvarligt vilseledande. Även i detta fall konstaterades med andra ord att det sammanhang inom vilket företeelsen ägde rum är av avgörande betydelse. En viktig faktor i detta ärende var också uttalandena om att den bristande transparensen och bankens åtgärder för att undvika den nivå av transparens som utgjorde marknadspraxis var försvårande, eftersom investerare härigenom berövades viktig information. Transparens är ett viktigt verktyg för att stävja olika former av marknadsmissbruk.

Ett annat viktigt och uppmärksammat ärende som ligger betydligt närmare i tiden är det norska ärende som i media benämns med fraser som ”robothandelskaset” och ”människa mot robot”.⁷ Ärendet rörde å ena sidan en bank som kontinuerligt och med automatik, dock utan något formellt åtagande som market maker, ställde priser för vissa aktier på Oslo Börs samt å andra sidan två privatpersoner som regelbundet handlade aktier på Oslo Börs. Privatpersonerna hade oberoende av varandra båda nått insikt om den logik banken tillämpade vid sitt prisställande och hade upptäckt en brist i densamma. Genom att genomföra serier av små transaktioner förmåddes banken att justera sina priser i viss riktning. När gränsen för bankens prisförflyttningar hade uppnåtts genomförde privatpersonerna en större transaktion gentemot banken. De förluster som privatpersonerna drabbades av i de mindre transaktionerna uppvägdes av förtjänster i de större, som i sin tur möjliggjordes av kedjan av mindre transaktioner.

Det råder inget tvivel om att privatpersonerna agerade i syfte att påverka bankens orderläggning och att de försökte utnyttja en svaghet de upptäckt hos banken för egen vinning. Frågan om huruvida agerandet skulle anses otillbörligt eller ej förde emellertid ärendet till högsta instans. För att referera till den typ av terminologi som jag inledningsvis nämnde kan handel av detta slag liknas vid de förfaranden som i

⁷ Norges Høyesterett, dom HR-2012-00919-A (sak nr 2011/1916).

vissa sammanhang kallas för "pump and dump" (stigande kurs) eller "trash and cash" (sjunkande kurs).

Ärendet handlade om frågeställningar som är mycket intressanta när det gäller att utforska gränslandet mellan det acceptabla och det otillbörliga eftersom det stod så klart vilket syftet med agerandet egentligen var. I de flesta ärenden är det just kring syftet själva prövningen sker. När man så klart kunde konstatera att det fanns uppsåt att påverka annan uppkommer följdfrågor om vilka slag och nivåer av påverkan som marknaden bör acceptera. Vid diskussioner om ärenden av detta slag hävdas ibland att alla marknadsaktörer måste avkrävas ett ansvar och att man får skylla sig själv om man alltför tydligt blottar sig för motparter vars naturliga incitament är att tjäna pengar i en marknad där det för varje vinnare finns en förlorare.

Jag brukar för egen del hävda att även om detta utan tvekan är sant så får man inte heller lura ens den som är dum. Det är okontroversiellt att man i andra sammanhang inte får stjäla det som är lättillgängligt och att man inte får bedra den som är aningslös. Samma grundläggande principer måste gälla också för värdepappershandel. Detta låter enkelt, men det finns naturligtvis komplicerande faktorer.

En konsekvens som kan upplevas kontroversiell är att det måste anses acceptabelt att leta efter möjligheter att tjäna pengar och att chansa på att hitta svagheter i andra aktörers ageranden och beslutsmodeller, men om någon helt avslöjar en annan aktörs affärslogik måste vederbörande avhålla sig från att utnyttja denna fördel, om utnyttjandet äger rum på en publik marknad med påverkan på andra marknadsaktörers uppfattning om pris eller villkor för handel i aktien. Detta är känsligt och kan anses inkonsekvent. För egen del förstår jag sådana reaktioner men vill ändå hävda att de principer för vilka jag gett uttryck ovan måste upprätthållas.

Man kan också jämföra detta med de bedömningar och överväganden som görs i samband med ärenden avseende olaglig insiderhandel. Det anses fullt naturligt att det är tillåtet att handla på rykten, gissningar och bedömningar av att vissa händelser skulle kunna komma att inträffa, men att om någon får kännedom om en förestående händelse blir det omedelbart strikt förbjudet för vederbörande att baserat på denna kunskap handla i de instrument informationen rör, även om personen redan tidigare skulle ha gissat rätt om utvecklingen. Situationerna är inte helt analoga men resonemanget bör ge visst stöd till varför det inte kan vara tillåtet att fritt utnyttja kännedom om någon annan aktörs förutsebara agerande. Till detta ska läggas att ärendet och resonemanget inte endast handlade om kännedom om ett agerande utan

om egna åtgärder medvetet vidtagna för att framkalla och förstärka agerandet. Resonemanget kan med fog anses tala för att privatpersonerna skulle fällas, men efter att ha fällts i första instans friades de av andra och tredje instans. Jag kommer nedan att peka på de huvudsakliga argumenten som anfördes av de domare som röstade för ett frikännande:

- Sakkunniga och marknadsaktörer hade gett uttryck för att agerandet skall anses allmänt accepterat i marknaden samt att deras åtgärder snarare skulle ses som reaktioner på ineffektivitet i prissättning än som manipulation. Det refererades också till att agerandet snarare undanröjde missvisande prissättningar, genom att de agerade på dessa, än skapade dem.
- Agerandet skedde med full transparens.
- De tilltalade var små aktörer och deras agerande kan endast ha kunnat åsamka marknaden begränsad skada.
- Den senaste tidens utveckling avseende börshandel har inneburit en markant ökad andel automatiserad handel. Automatiseringen innebär en rationalisering för marknadsaktörer och det finns ekonomiska incitament därtill. Det kan vara fullt rationellt att eftersträva dessa rationaliseringar och ekonomiska förtjänster även om det innebär att ofullkomligheter i den automatiserade handeln i undantagsfall kan utnyttjas av andra. Det vore problematiskt att med straffsanktioner beskära andra marknadsaktörers möjligheter att anpassa sig till denna utveckling.

Tre av domstolens ledamöter anslöt sig till dessa argument och till slutsatsen att de tilltalade skulle frias. Två av ledamöterna var av motsatt uppfattning och framförde i huvudsak följande argument för sin slutsats:

- Det kan inte anses att de tilltalade har gagnat marknaden genom att undanröja ett inslag av ineffektivitet. De har systematiskt utnyttjat en svaghet som de upptäckt intill dess att de avslöjats. De har inte påtalat ineffektiviteten så att den permanent kunnat elimineras och de har inte kontaktat Finansilsynet för att efterhöra om det agerande de inlett kunde anses vara förenligt med godtagbar marknadspraxis.
- Det kan ifrågasättas om det är rättvisande att beskriva de tilltalades agerande som ”fullt transparent”.
- Det är vanskligt att konkludera att marknadsaktörerna accepterar de tilltalades agerande baserat på inhämtade utlåtanden. Det är oklart

huruvida de tillfrågade har utvärderat transaktionernas natur eller dess skadeverkningar.

- Det faktum att de tilltalade är små aktörer kan inte tillmätas avgörande betydelse då manipulativa förfaranden bör vara arter av företeelser som inte förtjänar rättsväsendets godkännande. Det faktum att det inte kunnat påvisas att annan än banken lidit skada bör inte tillmätas något större värde, delvis på grund av att sådana följdverkningar per definition alltid är svåra att upptäcka och mäta.

Som framgår ovan rådde i Norges högsta rättsinstans vitt skilda uppfattningar om hur detta enskilda fall skulle bedömas. Detta visar med tydlighet på svårigheterna med att bedöma ärenden av dessa slag. Det friande utslaget motsäger inte med nödvändighet det resonemang som fördes ovan, då ärendet i grunden handlade om hur de två parternas agerande var för sig och tillsammans skulle anses ha bidragit till att viss handel slutligen kom till stånd. Det ansågs klarlagt att privatpersonernas agerande i sig inte var ursäktligt, men som framgår ovan var ett bärande resonemang för domstolens majoritet att banken genom sitt agerande hade skapat en ineffektiv och missvisande prissättning som privatpersonerna ansågs reagera på. I detta ärende liksom andra som ovan refererats till var graden av transparens i parternas agerande viktigt för bedömningen. En ny och mycket intressant aspekt i detta ärende rör parternas respektive storlek och de tilltalades möjligheter att med sina ageranden åsamka marknaden skada. Även om alla naturligtvis måste vara lika inför lagen och det inte handlar om att samma företeelse kan behandlas olika beroende på vem som orsakat den är det ofta högst relevant att ta ställning till vilken inverkan agerandet kan ha haft för andra marknadsaktörers möjligheter att bedöma priset på eller villkoren för handel i det berörda instrumentet. I det sammanhanget är det ett väsentligt kriterium huruvida handeln har utgjort en större eller mindre andel av hela marknadens handel för den tidsperiod som utvärderas.

Orderläggning under auktionsförfaranden

En annan typ av ärenden inom denna kategori har avsett orderläggning under de auktionsförfaranden, så kallade callförfaranden, som inleder och avslutar börshandel för de flesta instrument på många marknader, däribland NASDAQ OMX nordiska marknader. Särskilt vad gäller handel i öppningscallen har ett antal ärenden prövats i domstol. Det särskilda med orderläggning i dessa auktionsförfaranden är att registrerade order

inte kan leda till avslut förrän vid en viss tidpunkt, då auktionen avslutas, ett jämviktspris beräknas och tillämpliga ordrar matchas till avslut på detta jämviktspris. Fram till denna tidpunkt riskerar marknadsaktörerna inte att få avslut på sina ordrar och detta förhållande ger upphov till särskilda risker för vilseledande ageranden.

Stockholms tingsrätt avgjorde i april 2011 ett ärende avseende handel i öppningscallen för fyra aktier vid olika tillfällen.⁸ Gemensamma inslag i handeln var att den tilltalade hade identifierat olimiterade ordrar och själv lagt ordrar på motsatt sida orderboken. Kort innan auktionerna slutfördes drog den tilltalade tillbaka sina ordrar men personen hade även andra ordrar i orderböckerna men på sämre prisnivåer. Genom att de motstående orderarna var olimiterade och således var beredda att acceptera vilket pris som helst fick den tilltalade göra avslut mot de olimiterade orderarna på fördelaktiga priser. De ordrar som sedermera drogs tillbaka gav under den större delen av callen intrycket att aktierna skulle öppna på normala prisnivåer, samt dolde det faktum att det fanns attraktiva möjligheter att handla emot de olimiterade orderarna. Den som lagt de olimiterade orderarna fick också felaktig information om det pris till vilket de kunde förväntas omsättas.

Tingsrätten fann den tilltalade skyldig. Av avgörande betydelse för bedömningen var att de ordrar som drogs tillbaka kort innan öppningen enligt rätten inte hade varit avsedda att omsättas utan i stället hade varit ägnade att vilseleda andra. Som motiv till detta ställningstagande angavs att det kunnat konstateras att borttagandet av ordrar lett till fördelaktiga avslut för den tilltalade själv, att priserna till vilka handel skett avvikit från de marknadspriser som gällt före och kort efter agerandet och att borttagandet av ordrar skett så kort innan öppning att andra marknadsaktörer inte hunnit reagera på förändringen i jämviktspriset. Att förfarandet hade upprepats vid flera tillfällen vägde också in i bedömningen.

Tingsrätten ansåg den tilltalades förklaringar om varför orderarna tagits bort som osannolika och sakna trovärdighet. I ett annat ärende som handlades av Svea hovrätt i februari 2012 och som avsåg ett snarlikt handelsmönster tillmättes emellertid den tilltalades förklaringar sådan trovärdighet att när de utvecklades i förhållande till vad som anförts i tingsrätten, samt gavs stöd av ett tillkommande vittne, ändrade hovrätten tingsrättens fällande dom.⁹ Min bedömning är att den

⁸ Stockholms tingsrätt mål nr B 16590-10.

⁹ Svea hovrätt mål nr B 8313-11.

avgörande skillnaden mellan dessa båda ärenden är att det förstnämnda fallet avsåg fyra händelser medan det sistnämnda endast gällde ett tillfälle. Detta leder oss till en annan mycket viktig faktor som ofta utreds och bedöms vid ärenden avseende otillbörlig marknadspåverkan; om ett förfarande upprepas och kan påvisas som ett mönster snarare än enstaka företeelser ökar sannolikheten markant för att det kommer att bedömas som otillbörligt.

Spoofing och order book layering

Den sista typen av företeelse som kommer att tas upp i detta avsnitt gäller vad som ofta brukar benämnas spoofing eller order book layering. Förfarandena innebär att den som egentligen är intresserad av att köpa ett visst instrument genom egen orderläggning försöker ge sken av ett tilltagande säljintresse, i förhoppning att andra marknadsaktörer ska bli mer benägna och/eller angelägna att sälja instrumentet, varpå sannolikheten för att den första parten ska få köpa instrumenten kan öka och villkoren för ett köp förbättras, eller vice versa.

Som exempel på denna företeelse använder jag ett ärende som avgjordes av den amerikanska marknadsövervakaren FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) 2010.¹⁰

Ärendet avsåg ett större antal situationer under en lång tid där ett värdepappersföretag systematiskt hade lagt ordrar utan avsikt att omsätta dessa, men som i stället hade varit ägnade att framkalla reaktioner från andra marknadsaktörer och därmed öka sannolikheten för att andra av värdepappersföretagets ordrar skulle omsättas på fördelaktiga priser. De långtgående sanktioner som utdömdes med anledning av detta ärende vidtogs inom ramen för ett administrativt förfarande och med motparternas samtycke. Som en följd av detta förfarande saknas publik dokumentation av vilka faktorer som tillmättes betydelse i ärendet.

Av FINRA:s beslutsdokument kan emellertid utläsas att det mycket stora antalet upprepningar spelat stor roll samt att mycket kort tid har förflutit mellan exekvering av den order institutet ville få omsatt och att de motstående orderarna togs bort. FINRA pekade också på att en framgångsrik exekvering i endera riktningen ofta följdes av en upprepning i motstående riktning, d v s att institutet omväxlande köpte och sålde. Även om detta i sig naturligtvis är mycket vanligt förekommande kan

¹⁰ FINRA Letter of acceptance, waiver and consent no. 20070076782-01, finns att tillgå på www.finra.org.

det minska trovärdigheten för påståenden om att förfarandet varit en del av någon form av legitim strategi eller att de påstått vilseledande orderarna saknade samband med genomförda avslut. En ytterligare omständighet som har tillmätts stor betydelse och som i sammanhanget är utomordentligt viktig, är att den vilseledande orderläggningen anses ha utförts på ett sätt som minskade sannolikheten för att de skulle komma att omsättas, något som stärker misstankar om att orderarna inte motsvarar ett genuint intresse att köpa eller sälja instrumentet. Som grund för FINRA:s bedömning har angetts att orderarna typiskt sett lades just utanför bästa köp- och säljkurser.

3. Att framställa sig själv eller den man representerar i bättre dager för att nå fördelar av det förskönade intrycket

I inledningen argumenterades för att en transparent värdepappersmarknad fyller två grundläggande funktioner, varav den ena är prisbildning avseende dess instrument. Genom handeln och marknadsaktörernas interaktion på marknadsplatsen skapas ett underlag för investerare och andra för att bedöma värdet av olika instrument. Därmed kan också handeln på marknadsplatsen få konsekvenser för många fler än dem som deltagit i avsluten. Prissättningen av instrument kan påverka värdet av andra tillgångar, som fondandelar, eller andra företag. Det finns därmed risker för att otillbörliga aktiviteter på marknadsplatsen företas i syfte att påverka värderingar i sammanhang som inte har med själva handeln på marknadsplatsen att göra.

En vanligt förekommande term för att beskriva den typ av aktivitet som behandlas under detta avsnitt är "window dressing". Som termen antyder handlar förfarandet om att skapa ett förskönat intryck, ett för tillfället dekorerat skyltfönster. Det brukar ofta, vad gäller värdepappershandel och marknadsmissbruk, exemplifieras med om en portföljförvaltare med ett mycket stort innehav i ett enskilt instrument skulle handla upp kursen för just det instrumentet vid ett periodskifte, i syfte att höja marknadsvärdet av den förvaltade tillgångsmassan vid den tidpunkten. För de flesta former av sparande och kapitalförvaltning är just periodskiften av avgörande betydelse då de värden och avkastningsmått som då fastställs används vid utvärderingar av investeringsalternativ, fastställande av ersättningar och i marknadsföring.

Även om "window dressing" ofta används som ett typfall av otillbörlig marknadspåverkan är rättsfall relativt sällsynta. Ett relevant exempel

kan dock hämtas från Norge, i form av ett ärende som avgjorts i högsta instans 2009 och som avsåg handel som ägt rum vid årsskiftet 2004/2005.¹¹ Kursen för aktien Findexa sjönk kraftigt i det absoluta slutskedet av årets sista handelsdag och stängningskursen för året blev således markant lägre än vad som annars skulle ha blivit fallet.¹²

Utredningen visade att den säljare som genom sitt agerande förorsakat kursnedgången var en portföljförvaltare med en stor kort (negativ) position i aktien. Värdet av den portfölj som förvaltades påverkades således positivt av en kursnedgång. Ärendet ledde till fängelsestraff för den tilltalade, vilket är ovanligt i dessa sammanhang. Jag gör ett urval ur de väl utvecklade och mycket intressanta domskälen. Sambandet mellan prisförändringen, värdet av portföljen och de direkta och indirekta fördelar det högre värdet kunde få slogs fast. Rätten uttalade också att det inte kunde anses förmildrande att de ekonomiska konsekvenserna var indirekta och i någon mån mer långsiktiga än vad som är fallet vid andra former av marknadsmissbruk. Rätten tog upp det faktum att transaktionerna i sig var reella affärer, till skillnad från skenaffärer eller falsk information, men menade att detta faktum inte kunde motivera en mildare syn på ärendet. Som skäl för den strikta bedömningen av ärendet anfördes också att aktiekurser i sig är bärare av viktig information och risken för att skadliga följdverkningar ska uppstå vid marknadsmanipulation, för andra investerare eller för det bolag vars aktier handlats.

Ett ärende som behandlats i såväl NASDAQ OMX Stockholms Disciplinnämnd som i domstol gällde handel i bolaget eWork Scandinavia vid årsskiftet 2008/2009.¹³ Kursen på aktien steg med ca 30 % under slutskedet av 2008 års sista handelsdag. De köp som genomfördes under de sista 20 minuterna kom att bestämma slutkursen för eWork den dagen och det årsskiftet. Den person för vars räkning transaktionerna genomfördes var styrelseledamot av eWork och bandupptagningar av samtal mellan styrelseledamoten och en anställd på den bank som genomförde affärerna visade att styrelseledamoten hade uttryckt ett önskemål om att påverka kursen uppåt.

¹¹ Norges Høyesterett, HR-2009-0081-A (sak nr 2008/1514).

¹² Oslo Börs underkände sedermera stängningskursen, varpå den officiella aktiekursen förblev opåverkad av händelsen.

¹³ Disciplinnämnden vid NASDAQ OMX Stockholm 2009:2 samt Stockholms tingsrätt mål nr B 7136-09.

Under domstolsförhandlingen redogjordes för den höga volatilitet och bristande likviditet som karakteriserade handeln med eWork-aktien samt för vilka spärrar för avvikande prissättning som fanns inbyggda i börsens handelssystem. Tingsrätten valde emellertid att lämna dessa uppgifter därhän och i stället konstatera att handeln skett uppsåtligt och att den, då syftet varit att påverka kursen för aktien, saknat kommersiell mening. Rätten lade vikt vid att den tilltalade var styrelseledamot och en av de större aktieägarna i bolaget samt att han, med sin gedigna erfarenhet av aktiemarknaden, måste ha insett konsekvenserna av sitt agerande.

Det konstaterades att handeln haft en direkt påverkan på prissättningen av aktien samt att styrelseledamotens handel motsvarat en hög andel av omsatt volym under årets sista dag. Som en ytterligare försvärande faktor uppgavs att styrelseledamoten tillämpat liknande förfaranden vid handel med aktien vid tidigare tillfällen.

Det påvisades i ärendet inte någon specifik vinning som den tilltalade åstadkom, utan det konstaterades att "ägnat att" inte kräver vare sig detta eller att kunna visa någon konkret skada som åsamkats. Det ansågs emellertid i någon mån vara förmildrande att den kurspåverkan handeln ledde till endast var momentan, vilket är ett intressant ställningstagande. Det verkligt speciella med detta ärende var emellertid att inte bara styrelseledamoten dömdes för sitt agerande, utan även den anställde ("mäklaren") på banken som förmedlade affärerna. Rätten menade att mäklaren, som kände väl till sin kunds ställning och aktieinnehav i bolaget, måste ha insett att styrelseledamotens avsikt med handeln var otillbörlig. Mäklaren dömdes därför för medhjälp till otillbörlig medverkan, något som mig veterligen inte har förekommit vare sig tidigare eller senare. Disciplinnämnden gjorde en likartad bedömning och meddelade mäklaren en varning samt utdömde ett vite för banken.

Ett annat ärende inom denna kategori avsåg en bank som var medlem av och vars moderbolag var ett noterat bolag på NASDAQ OMX Stockholm. Banken hade tvingats redovisa stora förluster inom sin tradingverksamhet och hade konstaterat att förlusterna hade ackumulerats under relativt lång tid samt att räkenskaper som hade kommunicerats till marknaden varit behäftade med allvarliga felaktigheter. Ett ärende avseende denna händelse avgjordes 2007 av NASDAQ OMX Stockholms Disciplinnämnd.¹⁴ Disciplinnämnden slog i sitt beslut fast att

¹⁴ NASDAQ OMX Stockholms Disciplinnämnd, beslut 2007:9.

banken, genom vissa av dess anställda, hade manipulerat marknadspriser för derivatinstrument i syfte att dölja sedan tidigare existerande felvärderingar inom bankens tradingportfölj. Nämnden konstaterade att agerandet sannolikt inte hade varit ägnat att påverka pris och orderläge i själva handeln, men att åtgärderna ändå kunde befaras ha fått sådana konsekvenser vilket bedömdes som mycket allvarligt.

Detta är ett i sammanhanget viktigt uttalande som slår fast att åtgärder kan vara ägnade att vilseleda marknadsaktörer även om det huvudsakliga syftet är något annat. Uppgifterna Disciplinnämnden hade att bedöma i denna del av ärendet vitsordades av såväl NASDAQ OMX Stockholm som av banken, varför nämnden inte behövde göra någon egentlig prövning av sakförhållandena eller av trovärdighet i olika uppgifter. Det väcktes emellertid senare åtal baserat på delvis samma omständigheter som ärendet i Disciplinnämnden avsåg och i domstolsförhandlingarna skedde en prövning av helt olika redogörelser för motiv till viss orderläggning och handel.¹⁵ Såväl Stockholms tingsrätt som Svea hovrätt friade de tre tilltalade. Hovrätten konstaterade att orderläggning och avslut som koncentrerats till slutet av dagen vid ett månadsskifte kan vara signaler om otillbörlig marknadspåverkan men att det kan finnas legitima skäl till sådana transaktioner. Rätten beaktade de förklaringar de tilltalade hade anfört som motiv till sina respektive ageranden och konstaterade att åklagaren inte motbevisat dessa uppgifter. Även detta ärende visar på vikten av att en företeelse ses i ljuset av dess större sammanhang. Såväl påståenden om att något skall anses vara otillbörligt som påståenden om det motsatta måste ges tillfälle att utvecklas, eftersom de objektivt verifierbara egenskaperna hos de transaktioner eller andra händelser som ska bedömas i de flesta fall endast utgör indikationer av olika signifikans.

Ett något annorlunda men i sammanhanget relevant ärende avgjordes av NASDAQ OMX Stockholms Disciplinnämnd 2007.¹⁶ Ärendet gällde transaktioner som en bank, genom en av sina anställda, hade ingått med sig själv vid handel med aktier i Nordea. Det rörde sig således om skenaffärer och det kunde konstateras att dessa hade genomförts medvetet. Utredningen av ärendet visade att det hade funnits en uttalad ambition inom banken att öka dess aktivitet och marknadsandelar avseende handel med vissa aktier, däribland Nordea. Instruktioner med avseende på denna ambition hade av en av bankens anställda tolkats

¹⁵ Svea hovrätt, dom B 389-11.

¹⁶ Stockholmsbörsens Disciplinnämnd, 2007:4.

och verkställts på så vis att skenaffärer genomfördes som ett led i att uppnå det uttalade syftet. Ärendet är viktigt då det visar att ett otillbörligt agerande inte behöver vara ägnat att påverka prissättningen av ett instrument utan att även andra förhållanden, i det här fallet omsatt volym och marknadsandelar, är väsentliga att beakta.

4. Att förvanska bilden av priset för ett instrument eller andra förutsättningar för handel och därmed förhindra eller försvåra en effektiv handel

Rubriken kan tyckas långsökt. Varför skulle någon agera för att försvåra värdepappershandel? Utan att, åtminstone inledningsvis, gå in på tänkbara motiv till ett sådant agerande kan det konstateras att det vore skadligt för marknadsaktörer om så skedde och det borde således vara otillåtet. Mot den bakgrunden synes ett förbud logiskt, även om den praktiska tillämpningen av det må vara begränsad.

Den praktiska tillämpningen finns emellertid i andra typer av situationer, där syftet med ett agerande är något annat men där konsekvensen av det blir förvanskad marknadsinformation som riskerar vilseleda marknadsaktörer. Ärenden där personer handlar med sig själva, eller andra former av skenaffärer, är typfall på vad jag avser med denna rubrik. I sådana ärenden kan den som genomför affärerna helt sakna avsikt att påverka villkoren för handel med ett instrument men samtidigt vara angelägen om att affärerna framstår som vanliga transaktioner på en börs. Om affärerna ges sken av att vara vanliga affärer bidrar de till prisbildning och handelsstatistik och om de befinns vara oriktiga har sådan statistik förvanskats. Om den som genomför affärerna inser detta men likväl genomför dem kan vederbörande anses ha varit likgiltig inför de skadliga konsekvenserna. Sådan likgiltighet kan anses utgöra uppsåt, något som krävs för att fällas för brott. Uppsåt och avsikt behöver således inte vara samma sak.

Det finns ett stort antal rättsfall avseende tilltalade som handlat med sig själva, med närstående eller med parter de utövat inflytande över och där transaktionerna påståtts eller befunnits sakna kommersiell mening. Vid bedömning av huruvida förfarandena skall anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan har övervägts vilken grad av påverkan de kan anses ha haft på prissättning eller andra villkor för handel. Huruvida transaktionerna haft ett inflytande över prisbilden för instrumentet eller om de kan anses ha passivt tillämpat gällande priser är väsentligt, om än inte uttömmande, vid sådana bedömningar.

Inte sällan handlar bedömningarna om i vilken utsträckning transaktionerna påverkat information om utbud och efterfrågan, total omsättning eller omsättning på olika prisnivåer. Inte endast pris utan också volym är således väsentligt att bedöma. Jag väljer att här endast referera till ett ärende som avgjordes av NASDAQ OMX Disciplinnämnd 2007.¹⁷ En anställd vid en börsmedlem befanns ha genomfört ett mycket stort antal avslut i AstraZeneca där börsmedlemmen själv var såväl köpare som säljare. Vart och ett av avsluten var mycket små vilket innebar att även om antalet händelser var stort förblev den aggregerade volymen begränsad i förhållande till total omsättning i den mycket likvida aktien. Handeln hade emellertid påverkat andra marknadsaktörer genom att en mycket stor andel av avsluten hade uppdaterat senaste betalkurs för aktien. Om senaste betalkurs förändras från att motsvara orderbokens köpkurs till dess säljkurs, eller vice versa, kan detta påverka på hur andra marknadsaktörer väljer att agera vid inlägg av köp- och säljordrar, t ex vilka limiter som åsätts och om ett passivt eller aggressivt förfarande väljs. Sådana resonemang synes ha föranlett ett agerande som för handlaren med tiden blev rutinmässigt. Beroende på om handlaren själv var intresserad av att köpa eller sälja aktier förändrade han senaste betalkurs marginellt uppåt eller nedåt, genom ett inbördes avslut. Disciplinnämnden utdömde ett vite för börsmedlemmen och meddelade den anställde en varning.

5. Några ord om högfrekvenshandel

Den stigande grad av automatisering och den höga frekvens med vilken en stor andel av börshandeln idag sker har föranlett frågeställningar om huruvida nya former av missbruk har uppstått och huruvida befintliga regelverk kan hantera sådana. I samband med den pågående översynen av MiFID och MAD har vissa skrivningar om högfrekvenshandel ("HFT") införts.¹⁸ Då ämnet är såväl aktuellt som i sammanhanget relevant vill jag avsluta med några ord om hur jag ser på behovet av ytterligare reglering samt möjligheter att beivra regelöverträdelser specifikt vad avser sådan handel.

¹⁷ Stockholmsbörsens Disciplinnämnd, 2007:1.

¹⁸ Markets in Financial Instruments Directive och Market Abuse Directive är föremål för översyn och under våren/sommaren 2012 var bearbetningen av direktivens utkast till texter i sina slutskeden.

Några av de manipulativa förfaranden som brukar tillskrivas eller förknippas med HFT är:

- Quote stuffing
- Order book layering
- Momentum ignition
- Sniffing/probing

Quote stuffing innebär att sända ett så stort antal ordrar till ett handelssystem att det upphör att fungera korrekt eller att åtkomsten till systemet och därmed till marknaden försvåras för andra. I teorin kan den som orsakar en sådan situation uppnå fördelar vid handel med parter som påverkats i särskild grad eller på särskilt sätt, men det finns mig veterligen inget ärende, från någon marknad, där något sådant kunnat påvisas. Quote stuffing skulle i förekommande fall på ett naturligt sätt sortera in under den tredje av mina rubriker, varför jag vill hävda att det redan idag finns stöd i lag och andra regelverk för att beivra sådana förfaranden. Det finns också exempel på hur marknadsplatser har vidtagit åtgärder i situationer där deltagares orderläggning ansetts vara överdriven och där det funnits risk för skadlig påverkan på förutsättningarna för handel, men sådana ärenden har handlat om oäktsamhet snarare än otillbörliga ageranden.¹⁹

Order book layering har nämnts ovan och det finns ett fåtal internationella rätts- och praktikfall inom detta område. Det kan sorteras in under den första av de rubriker jag använt och det finns således stöd i befintlig reglering för att beivra sådan handel.

Momentum ignition är snarlikt vad jag ovan benämnt ”pump and dump” respektive ”trash and cash”. Det är med andra ord ett förfarande varigenom en prisrörelse medvetet tillskapas i syfte att kunna uppnå ett mer fördelaktigt pris på en senare transaktion. Förfarandet kan sorteras in under den första av de rubriker jag använt och det finns således även för det fallet befintlig lagstiftning som kan fånga upp otillbörliga ageranden.

Sniffing/probing är konceptuellt problematiskt eftersom det per definition inte kan anses otillbörligt. Förfarandena handlar om att söka icke transparent likviditet, tex genom inlägg av små ordrar i olika orderböcker eller så kallade ”dark pools” för att se om sådana aktiviteter kan locka fram likviditet som aktören skulle vara intresserad av att

¹⁹ Disciplinnämnden vid NASDAQ OMX Stockholms beslut 2012:1 avsåg delvis ett sådant förfarande.

handla med. Såvida aktiviteten motsvaras av ett reellt intresse att genomföra transaktioner och såvida inte prisbilder förvanskas i sökandet måste agerandet anses vara acceptabelt och en del av prisbildningen.

Såsom argumenterats för ovan måste emellertid en gräns dras mellan sökande efter möjligheter och situationer då möjligheter till riskfri vinst har identifierats. I den mån sniffing eller probing skulle tillämpas på ett sådant vis att någon annan parts affärslogik avslöjades och drogs fördel av skulle ett sådant ärende rimligtvis bedömas på samma premisser som det norska ärende till vilket refererades ovan. Det finns således befintlig lagstiftning som kan tillämpas även på otillbörliga förfaranden av detta slag.

Föranleder då inte HFT några problem eller utmaningar i detta sammanhang? Utan tvekan finns sådana utmaningar. Även om det finns stöd i lag för att hantera ärenden så medför de extremt stora mängder data som ackumuleras vid HFT betydande utmaningar när det gäller att analysera och dra slutsatser. En presentation av sådana data och sådana slutsatser i en rättsprocess skulle också kunna förväntas medföra att ännu större mängder data skulle behöva granskas för att bedöma om det iakttagna förfarandet skulle anses förenligt med marknadspraxis eller ej.

Statistiska mått, uppgifter om orderläggningsfrekvens, svarstider för olika system, kapacitet hos kommunikationsförbindelser och andra uppgifter som sällan förekommer i rättssalar skulle kunna tänkas bli av avgörande betydelse, vilket skulle ställa nya krav på alla deltagare i processen. Detta är emellertid frågor om tillämpning som pekar på behovet av att såväl processer som instanser som syftar till att reglera, övervaka och svara för rättsskipning inom värdepappershandeln måste utvecklas i takt med hur marknaden och handeln förändras. Detta är en utmaning idag, men det kommer att vara en utmaning även framöver och den är ofrånkomlig.

6. Sammanfattning

Om ordrar och avslut bedöms vara oriktiga eller sakna kommersiell mening ligger det alltid nära till hands att bedöma ett förfarande som otillbörligt. Även i sådana sammanhang krävs emellertid att en prövning görs avseende agerandets påverkan på prisbildning och på den information andra marknadsaktörer har att tillgå om utbud, efterfrågan och omsättning i instrumentet. Även reella ordrar och transaktioner

kan bedömas utgöra eller bidra till ett otillbörligt förfarande om de anses ägnade att otillbörligen påverka förutsättningarna för handel.

Otillbörlig marknadspåverkan handlar inte enbart om att åstadkomma prisförändringar. Det kan också handla om att förhindra naturliga prisrörelser samt om att dölja affärsmöjligheter och därmed försvåra marknadens prisbildning. Det kan också handla om att förvanska bilden av marknadens utbud, efterfrågan, omsättning eller andra förutsättningar för att värdera ett instrument.

Bedömningen av ett ärende underlättas naturligtvis om syftet med ett förfarande kan fastställas. Det är emellertid varken nödvändigt eller tillräckligt. Om en viss aktivitet i sig är ägnad att otillbörligen påverka prissättning eller villkor för handel skall den anses otillbörlig oavsett dess syfte, men under förutsättning att ett uppsåt kan påvisas. Därutöver gäller också att även om det kunnat styrkas att syftet med en åtgärd varit att påverka prissättning eller vilseleda annan så krävs att det prövas huruvida denna påverkan skall anses otillbörlig. I det sammanhanget kan det vara relevant att ta ställning till orsak och verkan samt olika parter och förfarandens bidrag till att viss aktivitet kommer till stånd.

Det krävs mer för att en enskild händelse skall anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan än vad som är fallet vid en kedja av händelser eller ett mönster som upprepas. Alternativa förklaringar till ett agerande vinner mer ofta gehör om endast ett tillfälle skall tas ställning till än om flera händelser ägt rum.

Valet av strategi för att verkställa orderläggning eller transaktioner är av betydelse. Om tillvägagångssättet tyder på ett intresse av att undvika exekvering är detta en indikation om att det kan ha saknats legitimt intresse av att delta i handeln. Om tillvägagångssättet exempelvis har inneburit användande av mellanhänder, dolda ordrar eller ordervolym som delats upp i flera mindre poster kan detta anses ha försvårat för andra marknadsaktörer att få en riktig uppfattning om förutsättningarna för handel och någon enskild parts påverkan på desamma, vilket kan ge stöd åt påståenden om att förfarandet varit ägnat att vilseleda. Det sammanhang inom vilket ett visst förfarande ägt rum är väsentligt för en bedömning av ärendet och den påverkan på övriga marknadsaktörer som det kan ha haft. Här avses exempelvis att olika instruments olika likviditet och volatilitet måste tas i beaktande. En personlig reflektion i sammanhanget är också att schabloner för vilka procentuella förändringar som skall anses stora respektive små, i den mån sådana alls skall tillämpas, måste användas ytterst restriktivt. Det innebär också att förfaranden måste bedömas på olika sätt beroende på när de ägt rum, då vissa tidpunkter, t ex periodskiften, lösentillfällen och tidpunkter för

fastställande av olika referenspriser är väsentligt mer känsliga och betydelsefulla än andra.

Även om det endast är sådan godtagen marknadspraxis som Finansinspektionen godkänt som är explicit undantagen från straffansvar är det ofta relevant att även mot bakgrund av andra referenser och bedömningar ta ställning till om ett visst förfarande kan anses vara förenligt med på marknaden allmänt vedertagen praxis. Vittnesmål om marknadspraxis förekommer i olika ärenden men det är också rimligt och relevant att ta ställning till huruvida sådana uppgifter bör anses representativa för marknaden som helhet och om de tillräckligt tydligt avser de avgörande aspekterna av det ärende som skall bedömas.

Även om det är relativt få ärenden avseende ett litet antal olika företeelser som har behandlats i domstolar och självregleringsorgan börjar det växa fram en flora av avgöranden som kan användas som referens. Bland dessa ärenden finns utmärkta exempel på välutvecklade resonemang och tydligt motiverade beslut.

Några tankar om budplikt

Bo Svensson

1. Inledning

Aktiebolaget tillskapades för att göra det möjligt för entreprenörer att starta kapitalkrävande företag genom att låta allmänheten köpa små aktieposter i ett för ändamålet bildat bolag. Aktieägarna skulle inte ha något ansvar för bolagets skulder om företaget misslyckades, utan bara riskera att förlora vad de betalat för sina aktier. Några garantier för att aktieägarna i slutändan skulle få tillbaka vad de satsat kunde inte lämnas av vare sig stiftarna eller bolaget.

När någon förvärvar ett etablerat bolag genom att köpa aktier i bolaget, kan risken för förlust begränsas genom avtal i vilket säljaren lovar nedsättning av köpeskillingen eller återgång av köpet, om bolaget exempelvis inte genererar vinst i utlovad omfattning. Men om aktierna köps över börs är parterna okända för varandra och någon riskbegränsning genom avtal är inte möjlig.

Att köpa aktier på börsen är därför att ta en risk att förlora, helt eller delvis, vad som har betalats för aktierna om kursen går ner.

Aktiebolagsformen inbjuder alltså till risktagande. Men riskerna är väl kontrollerade genom bestämmelser i aktiebolagslagen och annan lagstiftning. Regleringen innebär en avvägning mellan å ena sidan aktieägarmajoritetens intresse att få genomföra sina idéer utan hinder av en aktieägarminoritet och å andra sidan aktieägarminoritetens intresse av skydd mot att aktieägarmajoriteten vidtar åtgärder som diskriminerar minoriteten. I aktiebolagslagen finns sålunda ett väl utvecklat minoritetsskydd med krav på kvalificerad majoritet för ändring av bolagsordningen och rätt för en minoritet som representerar minst 10 procent av aktierna i bolaget att utse revisor, genomdriva särskild granskning, få utdelning, få bolaget försatt i likvidation, få bolaget ålagt att lösa in minoritetens aktier, m.m.

De till 10-procentgränsen knutna minoritetsrätterna kompletteras med en bestämmelse om att när en aktieägare har förvärvat mer än

90 procent av aktierna i bolaget, och därmed utsläckt minoritetens ifrågavarande rättigheter, så är majoritetsägaren skyldig att på begäran av minoriteten lösa in minoritetens aktier. Eftersom aktieägarminoriteten i detta läge inte kan åberopa sina minoritetsrättigheter finns dessutom en generalklausul i aktiebolagslagen som förbjuder bolagsstämman (liksom styrelsen och verkställande direktören) att besluta på ett sätt som gynnar en majoritetsägare på bekostnad av minoriteten. Generalklausulen sätter sålunda en yttersta gräns för vad en aktieägare som har den praktiska majoriteten på bolagsstämman får rösta för. I princip får aktieägaren rösta på det sätt som bäst gynnar hans eller hennes egna intressen, men om beslutet är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare är beslutet ogiltigt och kan efter klander upphävas av domstol. Ett sådant beslut ger dessutom den som lider skada av det rätt till skadestånd.

Aktiebolagslagen är skriven med insikt om att aktier, särskilt om de är noterade på en reglerad marknad, är föremål för en omfattande handel och att det är vanligt att den beslutande majoriteten på bolagsstämman genom aktieöverlåtelse övergår från en aktieägare eller grupp av aktieägare till en annan. Aktiebolagslagen är avsedd att främja en aktiv ägarfunktion i företagen och har konstruerats så att den ska ge en flexibilitet i kapitalstrukturen som gynnar ett långsiktigt effektivt utnyttjande av företagets och näringslivets resurser. Som exempel på detta kan nämnas att lagen saknar bestämmelser som ger en aktieägarminoritet rätt till representation i bolagets styrelse och att det inte är möjligt att genom bestämmelser i bolagsordningen förhindra att en ny majoritetsägare ersätter de gamla styrelseledamöterna med nya. Lagstiftaren har med detta och på många andra sätt visat att kontrollägarskiftet i princip är positiva; nya ägare med nya idéer förnyar bolag som kör i gamla hjulspår.

Aktiebolagslagen kompletteras med en omfattande reglering av bl.a. börshandeln. Sistnämnda bestämmelser, som till en del tillkommit genom självreglering, syftar till att ge alla som handlar på en reglerad marknad tillgång till samma information. Säljare och köpare ska ha eller kunna skaffa sig samma beslutsunderlag innan de överlåter respektive förvärvar aktier.

När den nya aktiebolagslagen (2005:551, ABL), efter tio års utredande och fem års beredning i Regeringskansliet trädde i kraft den 1 januari 2006, hade alla stenar vänts i jakten på den optimala regleringen. Bl.a. hade Aktiebolagskommittén behandlat frågan om in-

förande av budplikt i den svenska aktiebolagslagen men inte funnit skäl att föreslå någon lagfäst budplikt på den svenska aktiemarknaden (SOU 1997:22 s. 287 ff.), en uppfattning som en stor majoritet av remissinstanserna delade och regeringen godtog. Två år efter det att Aktiebolagskommittén lämnat sitt betänkande införde Näringslivets börskommitté bestämmelser om budplikt för den som genom förvärv av aktier i ett svenskt börsbolag uppnådde 40 procent eller mer av samtliga röster i bolaget. Gränsen sänktes några år senare till 30 procent. Man kunde tro att frågan om en lagfäst budplikt därmed var avgjord för överskådlig tid men så var det inte. Genom lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA), som trädde i kraft den 1 juli 2006, inskränktes den fria handeln med aktier som är noterade på en reglerad marknad genom lagbestämmelser om budplikt.

2. LUA

Bestämmelserna i LUA om budplikt innebär att den, som inte tidigare innehar några aktier eller innehar aktier som representerar mindre än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, träffas av budplikt om han eller hon, ensam eller tillsammans med vissa närstående, genom förvärv av aktier i bolaget uppnår ett aktieinnehav som representerar minst 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Budplikten innebär att förvärvaren omedelbart ska offentliggöra storleken på sitt aktieinnehav i bolaget och inom fyra veckor offentligt erbjuda sig att köpa resterade aktier i bolaget.

Enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VPML) ska en börs ha regler om offentliga uppköpserbjudanden som avser aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad som börserna driver. De två börserna NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM har sådana s.k. takeover-regler. Motsvarande regler tillämpas på svenska bolag vilkas aktier handlas på handelsplattformarna NASDAQ OMX First North, Nordic MTF och AktieTorget.

En grundläggande princip i börsernas takeover-regler är att alla aktieägare i målbolaget ska behandlas lika. Budgivaren ska erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie (II.10). Ett utflöde av den principen är att budgivaren är bunden

av det pris han har betalat vid det förvärv genom vilket han bröt igenom 30-procentsgränsen. Om budgivaren inom kortare tid än sex månader innan ett erbjudande offentliggjorts har förvärvat aktier i målbolaget på annat sätt än genom ett tidigare offentligt erbjudande (föraffär), får villkoren i erbjudandet nämligen inte vara mindre förmånliga än villkoren i föraffären.

LUA, VPML, ABL och börsernas takeover-regler samspelar på ett intrikat sätt och regleringen är mycket omfattande och detaljerad. Det finns inte skäl att i detta sammanhang ytterligare redovisa innehållet i regleringen. Redan de nu redovisade bestämmelserna väcker emellertid många tankar.

3. Skäl för budplikt

3.1 Irrelevanta skäl

Den bolagsrättsliga likabehandlingsprincipen kräver att bolagsorganen behandlar alla aktieägare lika. Finns det i bolaget aktier med olika rätt i bolaget, ska ägare till aktier av samma slag behandlas lika. Likabehandlingsprincipen gäller relationen mellan på ena sidan bolaget och dess organ och på andra sidan bolagets ägare. Den gäller inte relationen mellan bolagets ägare eller relationen mellan de gamla ägarna och eventuella nya ägare i bolaget. Den bolagsrättsliga likabehandlingsprincipen är därför irrelevant när frågan om en lagfäst budplikt prövas.

En annan likabehandlingsprincip återfinns i den ovan nämnda bestämmelsen II.10 i takeover-reglerna, som föreskriver att vid ett offentligt uppköpserbjudande ska alla aktieägare i målbolaget behandlas lika. Men denna regel tar sikte på det fallet *att* ett offentligt uppgiftserbjudande faktiskt lämnas; den säger ingenting om *när* ett sådant erbjudande ska lämnas.

Utomlands har det förts en teoretisk diskussion om huruvida alla aktieägare som blir föremål för ett kontrollägarskifte ska, när den nye kontrollägaren har betalat en överkurs för att uppnå kontroll över bolaget, ha del av kontrollpremien. Det skulle följa av att beslutanderätten i bolaget utgör en tillgång som ytterst tillhör bolagets ägare eller av aktieägarnas allmänna lojalitetsplikt, att den som betalat en kontrollpremie lämnar ett motsvarande erbjudande till övriga aktieägare. Dessa argument har lämnats utan avseende såväl utomlands som i Sverige när frågan om en lagfäst budplikt har prövats.

3.2 Minoritetsskydd

Det grundläggande, officiella argumentet för en budplikt är att bolagets ägare i samband med ett kontrollägarskifte ska ha möjlighet att på skäliga villkor dra sig ur bolaget. Ett kontrollägarskifte, menar man, riskerar att sänka värdet på bolagets aktier, varför missnöjda ägare ska erbjudas en möjlighet att lämna bolaget på samma villkor som de ägare som sålt sina aktier till kontrollägaren.

Ett kontrollägarskifte påstås alltså innebära en för aktieägarminoriteten förhöjd risk för ekonomisk förlust jämfört med om den gamle kontrollägaren behåller sin ställning i bolaget. Påståendet saknar stöd i de studier av aktiekursreaktioner på kontrollägarskiften som Aktiebolagskommittén redovisade i 1997 års betänkande; studierna tyder snarare på att ett kontrollägarskifte typiskt sett är till fördel för de övriga aktieägarna.

Aktiemarknaden bjuder som bekant på både succéer och fallissemang. En börsnedgång kan följa på händelser av skiftande slag, något som väl illustreras av de företagskrascher som följde i spåren av 2008 års finanskris och befaras följa på 2012 års eurokris. Vanligare än sådana nationalekonomiska katastrofer är företagsekonomiska tillkortakommanden. Nokia har mött en övermäktig konkurrens på mobilmarknaden och tvingades i juni 2012 avskeda 10 000 anställda, en nyhet som fick börskursen att på en enda dag falla med 18 procent. Exempelen kan mångfaldigas.

Ställer man antalet svenska aktiemarknadsbolag som varit föremål för kontrollägarskiften som har lett till ekonomisk förlust för minoritetsaktieägarna mot antalet aktiemarknadsbolag vars aktier under samma tid har förlorat i värde på grund av oförutsedda händelser i omvärlden eller en övermäktig konkurrens i en globaliserad ekonomi, är det uppenbart att kontrollägarskiftena representerar den klart mindre risken.

När detta skrivs befinner sig Sverige i en lågkonjunktur. För att vända utvecklingen efterlyses fler entreprenörer i näringslivet och åtgärder vidtas för att förbättra riskkapitalförsörjningen till de svenska företagen. Ingen tycks i detta sammanhang uppmärksamma att budpliktsreglerna på många sätt lägger hinder i vägen.

Antag att ett aktiemarknadsbolag, där alla aktier ger en röst på bolagsstämma, behöver riskkapital och inbjuder allmänheten att teckna aktier i en nyemission. En riskkapitalist överväger att gå in i bolaget genom att teckna så många aktier i emissionen att han eller hon får 51 procent av aktierna i bolaget och därmed blir garanterad majoritet på bolags-

stämma. Men om han eller hon tecknar sig för 51 procent av aktierna i bolaget, träffas han eller hon av budplikt som innebär att han eller hon i värsta fall tvingas köpa ytterligare 49 procent av aktierna i bolaget. Det skulle innebära en fördubbling av den tänkta investeringen. Att investera så mycket pengar i ett enda bolag innebär en hög risk som inger betänkligheter. Riskkapitalisten kan dessutom inte uppbåda så mycket ytterligare kapital som behövs för att fullgöra budplikten. Slutet blir att riskkapitalisten tecknar sig för 29,9 procent av aktierna i bolaget.

Antag vidare att samma aktiemarknadsbolag efter en tid behöver ytterligare aktiekapital och inbjuder aktieägarna att med företrädesrätt teckna aktier i en nyemission. Riskkapitalisten utnyttjar sin företrädesrätt och tecknar fullt för sitt 29,9 procentiga aktieinnehav. Andra aktieägare utnyttjar inte sina teckningsrätter fullt ut och emissionen blir inte fulltecknad. Det får till effekt att riskkapitalisten efter emissionen har aktier som tillsammans motsvarar 31 procent av samtliga aktier. Det innebär att han eller hon träffas av budplikt. För att undgå att lämna ett offentligt erbjudande att köpa alla utestående aktier, nära 70 procent av samtliga aktier i bolaget, tvingas riskkapitalisten att söka dispens hos Aktiemarknadsnämnden, något som nämnden, med stöd i lagens förarbeten, regelmässigt ger åt den som bara har utnyttjat sin företrädesrätt att teckna aktier i en nyemission. I dispensbeslutet erinrar Aktiemarknadsnämnden om att sökanden träffas av budplikt, om han eller hon genom förvärv av ytterligare aktier ökar sin röstandel i bolaget.

Antag slutligen också att samma aktiemarknadsbolag efter ytterligare en tid behöver mera aktiekapital för att undgå konkurs. Av aktieägarna är det endast riskkapitalisten som förklarar sig beredd att teckna nya aktier. Bolaget riktar därför en nyemission till riskkapitalisten och inbjuder till teckning av aktier som kommer att ge honom eller henne 35 procent av aktiekapitalet. Det innebär att riskkapitalisten träffas av budplikt. För att undgå att lämna ett offentligt erbjudande att köpa samtliga utestående aktier, 69 procent av samtliga aktier i bolaget, tvingas riskkapitalisten än en gång att söka dispens hos Aktiemarknadsnämnden. Om målbolaget är i tydligt behov av nytt kapital genom en nyemission som riktas till budgivaren eller garanteras av denne, beviljar nämnden enligt fast praxis dispens från budplikten, om aktieägarna inför stämmans behandling av emissionsfrågan är informerade om hur stor kapital- respektive röstandel som den budpliktige kommer att få genom att förvärva de emitterade aktierna och emissionen stöds av en stor majoritet bland övriga aktieägare. I sistnämnda hänseende brukar nämnden villkora dispensbeslutet med att emissionsbeslutet måste godkännas av aktieägare i målbolaget som representerar minst två tred-

jedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädde på stämman, varvid man ska bortse från aktier som innehas och på stämman företräds av den budpliktige.¹

Dessa tre exempel visar hur budpliktsreglerna försvårar för en riskkapitalist. Den som är beredd att betala ett visst pris för en aktiepost, måste ta hänsyn till budpliktsreglerna och kalkylera med dels möjligheten att behöva betala ett kanske tre gånger så högt pris, dels den ökade risk som följer med ett mycket koncentrerat aktieinnehav.

Det första exemplet visar hur en riskkapitalist undgår budplikt genom att köpa aktier som ger högst 29,9 procent av samtliga röster i bolaget och investera resten av sitt tillgängliga kapital i andra objekt. Det innebär att budpliktsreglerna tvingar honom eller henne att välja placeringar som han eller hon bedömer vara sämre än att köpa ytterligare aktier i aktiemarknadsbolaget. För samhället innebär det att riskkapitalet inte allokeras på ett optimalt sätt. För aktiemarknadsbolaget och övriga aktieägare innebär det att bolaget går miste om värdefullt riskkapital och eventuellt också en aktieägare med förmåga att förnya bolaget.

Exemplen visar indirekt att budplikt har negativa effekter också för den som önskar sälja sina aktier i ett bolag, kanske för att investera i ett bolag med bättre framtidsutsikter. Budplikt reducerar antalet potentiella köpare som skulle kunna och vilja köpa en hel kontrollpost. Den riskkapitalist som i det första exemplet förvärvat strax under 30 procent av aktierna i ett bolag, kan inte köpa ytterligare en post aktier och därigenom utlösa en budplikt som han eller hon inte hade möjlighet eller vilja att fullgöra.

Det finns många små aktieägare som hoppas att budpliktsreglerna ska bli tillämpliga så att de kan sälja sina aktier till en budgivare som erbjuder ett pris som ligger över aktiens aktuella noterade kurs. Mot de relativt få aktieägare som på detta sätt drar en högvinst i aktielotteriet ska emellertid ställas alla de småsparare som inte får sälja sina aktier till bästa pris därför att kapitalstarka investerare förhindras av budpliktsreglerna att uppträda som köpare på marknaden.

Men självklart innebär budpliktsreglerna ett än större avbräck för de aktieägare som innehar aktier som ger mer än 30 procent av samtliga röster i bolaget. De kan inte sälja posten till en och samme köpare och

¹ I exemplet innebär det att en aktieägarminoritet med $(2/3 \cdot 69 =)$ 23 procent av samtliga aktier i bolaget kan blockera ett emissionsbeslut som de facto biträds av aktieägare med $(31 + 46 =)$ 77 procent av aktierna i bolaget.

räkna med maktpremie på priset, eftersom köparen som regel måste räkna med att träffas av budplikt. I stället får de sälja aktierna i mindre poster till köpare som inte riskerar budplikt på grund av förvärvet.

Antalet börsnoterade bolag har gått ner under senare år och börsen har förlorat i betydelse för bolag som söker riskkapital. I stället har private equity-bolagen tagit över en stor del av riskkapitalförsörjningen. Det är möjligt att denna utveckling påverkats av budpliktsreglerna. Det är enklare att sälja och köpa stora aktieposter i icke börsnoterade bolag än i bolag där förvärv av aktier kan utlösa budplikt. Men förändringen innebär att den öppna handeln på en reglerad marknad ersätts med aktieöverlåtelser i vilka ingen utom parterna har insyn. Prisbildningen blir inte transparent och den rationella resursallokering som en reglerad aktiehandel syftar till går delvis förlorad.

Framställningen har hittills uppehållit sig vid de generella effekter som budplikten har på köpare, säljare, bolaget och samhället. För att sammanfatta i denna del: Det är uppenbart att ett kontrollägarskifte representerar ingen eller en mycket låg risk för att värdet på aktierna ska gå ner på grund av skiftet och att denna risk under alla omständigheter är försumbar i jämförelse med många andra risker för kursnedgång som den som äger aktier i ett aktiemarknadsbolag måste räkna med.

Vad häfter gäller lagstiftningens närmare utformning kan konstateras att 30-procentgränsen inte är lämplig för svenska förhållanden. De svenska aktiemarknadsföretagens ägarstruktur är mycket koncentrerad och den på bolagsstämman representerade röstandelen är mycket hög. Det krävs därför i många börsbolag en högre röstandel än 30 procent för att uppnå effektiv kontroll. Det hade därför legat närmare till hands att knyta budplikten till något eller några av de majoritetskrav som förekommer i aktiebolagslagen, exempelvis hälften eller två tredjedelar av röstetalet i bolaget.

En del menar att en budplikt närmast är en variant eller utvidgning av den skyldighet som finns för en aktieägare som har 90 procent eller mer av aktierna i bolaget att på begäran lösa in återstående aktier. Denna skyldighet inträder emellertid samtidigt som olika typer av minoritetsrättigheter utsläcks. En budplikt som utlöses redan vid 30 procent av röstetalet går därför väsentligt längre än vad som kan anses påkallat för att skydda de övriga aktieägarna.

Budpliktsregleringen är slutligen mycket detaljerad. Exemplet ovan med budplikt för den vars aktieinnehav kommit att överskrida 30-procentgränsen på grund av övriga aktieägars ovilja eller oförmåga att delta i en nyemission, för tankarna till strafflagstiftning. Alla kryphål täpps igen, ingen ska undgå budplikt. Man har bortsett från att företa-

gens riskkapitalförsörjning är livsviktig för Sverige och att riskerna med ett kontrollägarskifte är försumbara, och skapat en byråkrati som bara kan glädja de juridiska rådgivare som agerar i dessa ärenden.

Det är därför svårt att förstå att budpliktsreglerna tillkommit för att lagstiftaren måste skydda minoritetsaktieägarna mot ekonomisk förlust i samband med att någon förvärvar aktier med mer än 30 procent av rösterna i ett aktiemarknadsbolag. Det är ännu svårare att förstå att dessa ägarskiften anses innebära så stora risker för minoritetsaktieägarna att de måste förenas med – och därmed motverkas genom – en budplikt som har närmast drakoniska verkningar på den som träffas av den och av allt att döma har skadeverkningar också på övriga aktieägare, riskkapitalister och det svenska näringslivet i stort.

Det väcker frågan om det finns en dold agenda: Har budpliktsreglerna också eller framför allt ett annat syfte än att skydda minoritetsägarna?

3.3 Skydd mot fientliga uppköp

De invändningar som Aktiebolagskommittén år 1997 anförde mot en lagreglerad budplikt gillades av flertalet av remissinstanserna och godtogs av regeringen.

Men två år efter det att kommittén lämnat sitt betänkande införde Näringslivets börskommitté år 1999 budpliktsregler som gällde aktieförvärv i de aktiemarknadsbolag som kommittén ansvarade för. Det kom som en överraskning för dem som arbetat med budpliktsfrågan i Aktiebolagskommittén, eftersom de av kommitténs experter som representerade näringslivet alla samfällt hade avstyrkt budplikt.

Näringslivets börskommitté har aldrig berättat vad som låg bakom dess kovändning i budpliktsfrågan. Det är emellertid inte säkert att kommittén, som utsågs av dem som har bestämmande inflytande i de svenska storföretagen, handlade uteslutande av omsorg om småspararna. Kanske var det också en fruktan för att de svenska "kronjuvelerna" på börsen skulle köpas upp av utländska investerare som dikterade beslutet? Med budplikt för dem som förvärvade aktier representerande 40 procent eller mer av samtliga röster i ett svenskt aktiemarknadsbolag blev det plötsligt mycket dyrare att få till stånd ett kontrollägarskifte i ett svenskt aktiemarknadsbolag.

Samtidigt med arbetet på 2005 års proposition med förslag till en ny aktiebolagslag fördes förhandlingar i EG om ett nytt, trettonde bolagsdirektiv, det s.k. Takeover-direktivet. Direktivet beslutades den 21 april

2004 och skulle genomföras i medlemsstaterna senast den 20 maj 2006. Det skedde i Sverige genom bl.a. LUA.

Arbetet med Takeover-direktivet syftade ursprungligen till att undanröja hinder för gränsöverskridande företagsförvärv inom EG genom att begränsa målbolagens möjligheter att vidta skyddsåtgärder mot icke önskvärda uppköpserbjudanden. Främst Tysklands önskemål om att förhindra att Volkswagen hamnar i utländsk ägo gjorde att direktivet fick en delvis annan inriktning och kom att fokusera mera på att skydda de gamla kontrollägarna.

Direktivet ger därför inte det bästa skyddet för aktieägarminoriteter i aktiemarknadsbolag. Det är exempelvis svårt att förstå varför den, som köper aktier i ett bolag i sådan omfattning att han eller hon kan kontrollera bolaget, ska åläggas budplikt i förhållande till de övriga aktieägarna i bolaget. Han eller hon har haft utgifter för aktieförvärvet och kan ha svårt att uppbåda ytterligare kapital för att fullgöra en sådan budplikt. Då ligger det närmare till hands att ålägga säljaren, som genom aktieförsäljningen har fått medel till betalningen, en skyldighet att ge en del av vinsten motsvarande kontrollpremien till kvarvarande aktieägare. En sådan skyldighet skulle kunna motiveras med aktieägarernas lojalitetsplikt, små aktieägare kan ha köpt aktier i förlitan på kontrollägarens skicklighet i att driva företag och kan då känna sig svikna när kontrollägaren säljer. Men att ålägga säljaren en skyldighet att dela vinsten på aktieförsäljningen med de övriga ägarna i bolaget ger inget skydd mot företagsförvärv som de gamla kontrollägarna uppfattar som fientliga, och alternativet torde inte ha diskuterats under förhandlingarna om direktivet.

För att sammanfatta: Börsreglerna och Takeover-direktivet ger inte bara ett skydd för småspararna utan också och framför allt ett skydd för de gamla kontrollägarna och bolagsledningen mot fientliga företagsköp.

4. Budpliktsregleringen bör utvärderas

Bestämmelser om budplikt har nu funnits i mer än ett decennium. Den byråkrati som har skapats kring budplikten är omfattande och kostsam. Huvudintrycket är att direktivet och lagstiftningen går längre än som är motiverat för att skydda minoritetsaktieägarna.

Den gräns på 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget som enligt LUA utlöser budplikt har hämtats från den brittiska Take-

över-regleringen och är alltför låg för svenska förhållanden. Som det nu är kommer många att omfattas av budplikt på grund av att de överskridit 30-procentsgränsen trots att de inte har förvärvat en effektiv kontroll över bolaget. En högre gräns som anknyter till aktiebolagslagens krav på majoritet av viss storlek för olika slags beslut hade varit att föredra.

Ännu bättre hade varit om man i stället för en fast andelsgräns hade valt en gräns som tar hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet och ålägger budplikt endast i de fall då ett aktieförvärv i förening med tidigare aktieinnehav faktiskt ger förvärvaren en effektiv kontroll över bolaget. Det är dock osäkert om en sådan ordning skulle vara förenlig med Takeover-direktivet.

Det är för mig oklart om man hade tagit till vara alla möjligheter till minimiimplementering av Takeover-direktivet. Den situation som beskrivs i exempel 2 ovan, budplikt som inträder på grund av övriga aktieägars oförmåga eller ovilja att teckna fullt i en nyemission, borde enligt min mening aldrig utlösa budplikt. Detsamma gäller nog också exempel 3, budplikt på grund av kapitaltillskott till ett aktiebolag i ekonomisk kris. Visserligen finns risk för att budpliktsreglerna därmed urholkas genom att nyemissioner som bryter budpliktsgränsen falskeligen uppges ske i aktiebolag som befinner sig i kris som måste lösas genom kapitaltillskott. Klart falska uppgifter bör bestraffas av disciplinära skäl, men man bör enligt min mening ha överseende med gränfallen. Kontrollägarskiftet är nämligen inte något stort problem för minoritetsaktieägarna i målbolaget. Och att de gamla kontrollägarna vill sitta i orubbat bo förtjänar inte lagstiftarens skydd.

Det finns därför goda skäl att tillsätta en utredning som analyserar erfarenheterna av budplikt. Som ett led i utredningsarbetet vore det lämpligt att gå igenom ett representativt urval av aktiemarknadsbolag som har varit föremål för kontrollägarskiftet för att se om ägarskiftet lett till förändringar: Har den nye ägaren valt ny styrelse, genomfört en omorganisation, gett bolaget en ny verksamhetsinriktning, etc.?

Om denna genomgång visar vad man har anledning att förvänta, nämligen att ägarskiftet som regel inte har någon större betydelse för de kvarvarande minoritetsaktieägarna, finns det skäl att gå vidare och montera ner budpliktsreglerna så mycket som direktivet tillåter eller, om det inte finns något att göra i det hänseendet, ta ett initiativ i EU till att liberalisera budpliktsreglerna i Takeover-direktivet.

Från aktiekonto till kontorätt

Karin Wallin-Norman

1. Inledning

Johan Munck blev som justitieråd tidigt involverad i arbetet med införandet av ett kontobaserat värdepapperssystem i Sverige. 1988 avlämnade han på uppdrag av justitiedepartementet en utredning om vissa s.k. övergångsfrågor vid införande av en ”dokumentlös” aktiehantering. Inom departementet hade då förberetts den lagstiftning som kom att införas som aktiekontolagen (1989:827). Bara några år senare blev JM särskild utredare i den s.k. Clearingutredningen, som lämnade sitt förslag rörande bl.a. en ny clearinglagstiftning och om VPC:s monopol i betänkandet Konto, Clearing och Avveckling (SOU 1993:114). I monopolfrågan togs emellertid inget beslut förrän 1997, då JM på nytt fick i uppdrag att utarbeta ett förslag till revidering av aktiekontolagen med utgångspunkten att VPC:s monopol skulle avskaffas. Detta uppdrag redovisades i PM med förslag till lag om kontoföring av finansiella instrument (Ds 1997:76), vilket resulterade i att en sådan lag ersatte aktiekontolagen året därpå (1998:1479).

I egenskap av chefsjurist vid dåvarande VPC AB under senare delen av 1990-talet hade jag förmånen att vid flera tillfällen med JM diskutera frågor om kontoföring och om clearing som aktualiserades i det ovan relaterade lagstiftningsarbetet.¹ Det är bakgrunden till denna uppsats, som kommer att handla om både det som varit och det som komma skall. Vad som rent generellt gör tillbakablickande intressant är dess betydelse för framtiden: genom att titta bakåt för att se hur man har gått i obanad terräng, kan man upptäcka att av spåren har det blivit en stig, där flera har gått. I skenet från det förflutna kan man också upptäcka att stigen blivit en väg, som går i en bestämd riktning och leder till något tidigare oanat, oväntat och kanske okänt.

¹ Värdepapperscentralen VPC AB kom efter ägarförändringar att byta namn till VPC AB och heter numera Euroclear Sweden AB.

För den som vill ha en fingervisning om vart denna väg leder ifråga om det kontobaserade värdepapperssystemet, är det enligt min mening intressant att rikta blicken österut till vårt närmaste grannland Finland. Där är man nu i färd med att göra en stor värdepappersrättslig reform som kan bli vägledande för kommande lagstiftningsarbete i Sverige och övriga Norden. Genom att lyfta fram det finska exemplet kanske beredskapen kan öka inför de förändringar på värdepappersrättens område inom EU som kan komma att bli resultatet av ny internationell lagstiftning.

2. Aktiekontolagen och dess förebilder – en bakgrund

Till grund för aktiekontolagen låg ett omfattande utredningsarbete både i regeringskansliet och på marknaden. I den s.k. princippropositionen (prop. 1987/88:108) där regeringen drog upp riktlinjerna för den kommande lagstiftningen ägnades inledningsvis ett kort avsnitt åt att redovisa ”erfarenheter från andra nordiska länder”. Där angavs bl.a. att det danska systemet för kontoregistrering av såväl obligationer som aktier och som varit i full drift sedan 1984, tjänat som förebild både för Norge (1986) och Sverige. Vidare angavs att det i Finland förelåg ett förslag till kontobaserat s.k. värdeandelssystem, som också utvecklades efter nordisk förebild. Detta medförde att det i de nordiska länderna under loppet av ett årtionde kom att införas centralt organiserade kon- toföringssystem som hade betydande likheter. Dessa system är fortfarande i drift enligt samma grundläggande principer som ursprungligen infördes – även om de likafullt fortfarande har viktiga nationella särdrag.

Gemensamt och typiskt för de nordiska värdepapperssystemen är följande.

- De är organiserade kring *en centralt placerad systemoperatör*, som har eller har haft ett avgörande inflytande över systemets funktionalitet och kon- toföringens organisation. Denna aktör – i Sverige ursprungligen Värdepapperscentralen VPC AB (VPC), numera Euroclear Sweden, i Danmark Værdipapirregistret (VP), i Norge Verdipapir- sentralen (Vps) och i Finland Arvopaperikoski (APK), numera Euro- clear Finland – benämns numera i internationella sammanhang Central Securities Depository (CSD). Inom kort väntas ett nytt direktiv om förutsättningarna för och kraven på CSD-verksamhet inom EU.

- Kontona, som förs i de centrala registren i Norden, upprättas i realiteten av främst *banker och värdepappersbolag, som har direktkontakt med placerarna* men som samtidigt vid kontoföringen agerar som representanter eller ombud för respektive CSD. I den egenskapen benämns de *kontoförande institut, kontoförare eller liknande* på respektive nordiskt språk. Investerarna kommer normalt inte i direkt kontakt med CSD:n utan genomför sina värdepappersaffärer och andra transaktioner genom kontakt med sina respektive kontoförande institut.
- De nordiska systemen utgår från s.k. *dematerialisering*, dvs. att de värdepapper som kontoförs inte är utgivna i fysisk form. Istället framgår innehav av och dispositioner med dematerialiserade värdepapper huvudsakligen av noteringar, som görs på placerarnas konton i de centrala registren, dvs. genom kontoföring. Generellt gäller således att *en kontohavares rättigheter med avseende på kontoförda värdepapper följer av de registreringar som sker på dennes konton, som öppnas hos respektive CSD och administreras av ett kontoförande institut.*
- CSD:ns centrala betydelse för värdepappersmarknaden har medfört att respektive CSD ålagts ett mer eller mindre långtgående *organisatoriskt och ekonomiskt ansvar för att systemet fungerar* och för att registreringarna på kontona är korrekta.
- Den legala regleringen av kontoföringen i respektive land är relativt noggrann. Trots det förekommer i samtliga nordiska länder, om än i varierande omfattning och med olika förutsättningar, att kontoföring av kunders värdepapper sker utanför det legalt reglerade området. I Sverige kallas det normalt för *förvaltarregistrering*. Det innebär att placeraren vanligtvis har sitt konto (eller depå) hos sin bank, som i sin tur har ett eller flera konton hos CSD:n, där flera kunders innehav s.a.s. samregistreras under bankens/förvaltarens namn. Inte sällan – och detta gäller särskilt för utländska innehav – har placerarens bank konto hos en utländsk bank som i sin tur har konto/-n hos en utländsk CSD. Härigenom uppstår vad som kan kallas för en ”värdepapperskedja” eller en kontohierarki. *Kontohierarkin kan ofta involvera flera nivåer av kontoförare*, som är virtuellt sammanlänkade i mer eller mindre omfattande nätverk. Den nationella lagstiftningen i de flesta länder, inklusive de nordiska, reglerar emellertid i allmänhet endast kontoregistreringarna på den ”översta” nivån, dvs. kontona hos den nationella CSD:n.
- Att förvaltarregistrering förekommer vid sidan av den speciellt lagreglerade kontoföringen innebär att det i varje land finns *två parallella system*, där det ena är noggrant lagreglerat och det andra i princip

följer traditionella regler för förvaring av lös egendom hos tredje man utan särskilt lagstöd. Den legalt oreglerade förvaltarregistreringen innebär ett visst mått av osäkerhet ifråga om rättsverkningarna av dispositioner med dessa värdepapper. För Norge och Finland har detta varit ett relativt begränsat problem eftersom respektive lands egna medborgare inte tillåts förvaltarregistrera sina norska respektive finska värdepapper. Med den ökade internationaliseringen har dock problemet ökat och uppmärksamrats i flera sammanhang. Mera om det nedan.

3. Brister i den svenska kontoföringslagstiftningen

Som redan framgått var Sverige inte först i Norden med att införa lagstiftning om ett kontobaserat värdepapperssystem. Däremot bör framhållas att ett av de första stegen på vägen mot ”papperslöshet” tog vi i Sverige redan på 1970-talet genom den s.k. förenklingsreformen, dvs. lagen (1970:99) om förenklad aktiehantering. Genom denna reform infördes 1971 vad som idag kallas avstämningsbolag, dvs. aktiebolag som tillämpar en förenklad ordning för legitimationsverkan av aktieinnehav. Förenklingen innebar att det tidsödande, krångliga och dyrbara pappersarbetet med aktiekuponger och emissionsbevis avskaffades genom att införingen av uppgifter om aktieägare i aktieboken blev legitimationsgrundande. Därtill infördes en centraliserad hantering av samtliga aktieböcker i dessa bolag. Distribution av utdelningar och emissionsbevis blev således avsevärt enklare men därtill skapades ett särskilt bolag, som fick i uppgift att föra aktieböcker för alla avstämningsbolag, i praktiken alla noterade bolag, att trycka och distribuera aktiebrev samt att ”stämma av” aktieböckerna på de s.k. avstämningsdagarna. Det var detta bolag som fick namnet Värdepapperscentralen VPC AB.

Den nya ordningen var utan tvekan effektiv men småningom krävdes ytterligare rationaliseringar. Det blev uppenbart att framställning och distribution av aktiebrev till förvaltare, som förvarade aktiebrev för sina kunders räkning, var en överflödigt eller onödig åtgärd. Genom nya regler i förenklingslagen infördes 1981 möjligheten att på förvaltares begäran underlåta att trycka och skicka ut förvaltaraktiebrev. Förvaltarna ålades att själva genom bokföringsåtgärder hålla reda på sina kunders innehav. Detta blev starten för dematerialisering på aktieområdet, även om man i lagstiftningsärendet inte explicit talar om kontoföring istället för innehav av fysiska dokument. Det definitiva genomförandet

av dematerialisering togs genom att avskaffa aktiebrevens även för ägarna och att möjliggöra ”papperslös” utgivning av även andra finansiella instrument än aktier. Detta skedde genom införande av den inledningsvis nämnda aktiekontolagen 1989, då VPC också fick ytterligare uppgifter som ansvarig för den praktiska hanteringen av den nya ordningen.

Den i praxis utvecklade och med stöd av förenklingslagen understödda metoden att förvaltarregistrera värdepappersinnehav har i princip inte förändrats de senaste trettio åren på annat sätt än att det blivit det kanske vanligaste sättet att inneha värdepapper. Den rättsliga konstruktionen – förvaring av lös egendom hos tredje man – är densamma liksom det rent konceptuella förhållandet, nämligen att fiktiva rättsförhållanden utgör grund för faktisk rättsverkan (dvs. kundens äganderätt omfattar egendom, som fingeras finnas i förvaltarens fysiska förvar trots att sådant förvar inte existerar). De teoretiska betänkligheter från rättslig synpunkt som förvaltarregistreringen innebar och innebär, har nog alltid uppvägs av de rent praktiska fördelarna med den ”papperslösa” hanteringen.²

Av dokumentation från projektarbetet (1984–85) med att utveckla det som kom att kallas för VP-systemet och som skulle handha den nya kontoföringsordningen, framgår att man inledningsvis övervägde tre olika modeller för hur kontoföringen skulle kunna organiseras.³ Modell 1 innebar en helt centraliserad kontoföring där alla investerare skulle ha konton hos VPC (även om kontona skulle ”skötas” av investerarens bank). Modell 2 innebar en kombination av en centraliserad och en decentraliserad kontoföring, där investerarna kunde välja att ha konton antingen hos VPC eller hos sin bank, som i sin tur skulle ha ett ”samlingskonto” för alla sina kunders innehav hos VPC. Modell 3, slutligen, innebar en helt decentraliserad kontoföring där alla investerare enbart kunde ha konton hos sin bank och där endast banker skulle ha sina konton och sina kunders ”samlingskonton” hos VPC.

Tidigt konstaterades att modell 3 inte skulle vara en framkomlig väg. Valet stod mellan modell 1 och 2. I projektet förordades slutligen modell 2, säkerligen för att en betydande del av de aktiva investerarnas innehav redan var förvaltarregistrerade och att man bedömde att en

² Se Wallin-Norman, Karin, *Kontorätt*, s 38 f.

³ I detta arbete, som finns dokumenterat i internt VPC-material, deltog främst tjänstemän från VPC, banker, fondkommissionärer, dåvarande Bankinspektionen samt större emittenter.

övergång till en helt centraliserad ordning skulle vara alltför ingripande. I propositionen som skisserade de grundläggande principerna för kon-
tolagstiftningen (prop. 1987/88:108) föreslogs också denna ”dubbla”
ordning. Modellen tillämpas fortfarande i Sverige. Något förenklat
innebär det att det finns miljontals investerare med vp-konton hos
Euroclear Sweden samtidigt som de största och mest aktiva investerarna
har sina innehav i s.k. depåer hos banker/förvaltare som i sin tur har s.k.
förvaltarkonton (för svenska värdepapper) hos Euroclear Sweden.

Trots att den ”dubbla” ordningen varit framgångsrik rent praktiskt,
finns som nyss nämnts – och har funnits alltsedan starten 1989 – flera
rättsliga oklarheter. Särskilt gäller detta ifråga om härledande av ägan-
derätt och andra rättigheter till förvaltarregistrerade värdepapper.⁴ Det
beror sammanfattningsvis främst på att de traditionella sakrättsliga reg-
lerna för förvaring av annans lösa sak endast indirekt och med stor
osäkerhet kan tillämpas på immateriell egendom. Rätten till förvaltar-
registrerade finansiella instrument måste därför grundas på fiktiva rätts-
liga resonemang och blir särskilt osäker i händelse av förvaltarens
konkurs eller annan obeståndssituation. I takt med att värdepappers-
marknaden internationaliserats och vartefter finanskrisen mer eller
mindre permanentats, har den legala risken med kontoförda värdepap-
per ökat och uppmärksamrats allt mer. Eftersom åtminstone hälften
av alla svenska dematerialiserade värdepapper är förvaltarregistrerade
och därmed hanteras på legalt oreglerade konton/depåer, är detta inte
ett helt försumbart problem.⁵ Det förorsakar säkerligen investerare
stora kostnader i form av ökad legal risk.

Så länge en bankkonkurs kan undvikas kan möjligen hävdas att den
nämnda bristen i värdepapperslagstiftningen är huvudsakligen teore-
tisk. Den har ändå betraktats som besvärande och arbete med att åstad-
komma en internationell harmonisering av rättsverkan av innehav och
dispositioner med kontoförda värdepapper, vilket med internationell
värdepappersvokabulär kallas för att de innehas genom mellanhänder
(*intermediated securities* eller *securities held through an intermediary*), har
pågått i flera år. Nationell lagstiftning i många jurisdiktioner har ofta
en oklar eller otillräcklig reglering ifråga om härledande av äganderätt och

⁴ Se Wallin-Norman, Karin, *Kontorätt*, s. 165.

⁵ Uppskattningen baseras på att minst 30–40 % av svenska avstämningsaktier sedan
länge innehas av utlänningar, som så gott som alltid anlitar en förvaltare för detta.
Härtill kommer utländska innehav av andra slag av svenska finansiella instrument
samt en sannolikt stor andel svenska innehavare av såväl aktier som andra instru-
ment.

andra rättigheter till kontoförda värdepapper, särskilt i gränsöverskridande situationer. Det är alltså inte något unikt svenskt problem.

4. Den nya finska värdepapperslagstiftningen

4.1 Inledning

I Finland föreligger såsom inledningsvis nämndes ett förslag till ny värdepapperslagstiftning, som troligen kommer att införas under hösten 2012. Den följande redogörelsen för några delar av detta förslag baserar sig på proposition RP 32/2012 rd.⁶ Syftet med lagstiftningen har varit "att säkerställa en sådan lagstiftningsstruktur och lagstiftningshierarki att EU-lagstiftningen som utvecklas kraftigt också i framtiden kan genomföras flexibelt utan att den nationella lagstiftningens begriplighet försämras" (s. 1). I korthet innebär ändringen att tidigare gällande värdepappersmarknadslag kommer att delas upp på flera specialiserade lagar, till vilka också bestämmelser från andra separata lagar överförs. Till detta kommer att lagarna försetts med tydligare bestämmelser om internationell tillämplighet. Detta innebär en ny lag om handel med finansiella instrument, en ny lag om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet, en ny lag om investeringstjänster samt slutligen en ny lag om värdepapperskonton. I det följande kommer jag att koncentrera mig på den sistnämnda lagen.

Den nya lagen om värdepapperskonton innehåller bestämmelser om värdepapperskonton som förs av värdepappersförvarare, som vi på svenska kallar förvaltare, om rättsverkningarna av kontoregistreringar samt om vissa förpliktelser för förvarare. Lagen ska tillämpas på avtalsbaserad förvaltning av värdepapper för kunders räkning, då förvaringen bedrivs i Finland. Bestämmelserna anger investerarens rättsliga ställning bl.a. genom klarläggande av sakrättsliga frågor och avses därmed främja omsättningen och användningen av värdepapper som säkerhet. Dessa frågor har med något undantag reglerats på ett sätt som står i samklang med de regler som ingår i *Geneva Securities Convention* och i ett utkast till direktiv inom EU, i det följande benämnt *Securities Law Directive*. I följande avsnitt ges en kort redogörelse för dessa båda dokument.⁷

⁶ Sidangivelserna inom parentes i denna artikel hänför sig till angivna proposition.

⁷ Se www.unidroit.org respektive http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm där det finns ett omfattande material. Jag har översiktligt kommenterat dessa arbeten i Kontorätt, s. 310 ff.

4.2 Geneva Securities Convention och Securities Law Directive

Båda dessa internationella lagstiftningsprojekt har sökt råda bot på situationen med de höga legala riskerna ifråga om kontoförda finansiella instrument, särskilt i den gränsöverskridande värdepappershandeln. UNIDROIT Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities eller *Geneva Securities Convention*, som den kallas, beslutades 2008. Trots att många EU-länder (däribland Sverige), USA, Kina, Japan, Indien, Brasilien och många andra länder från olika delar av världen deltog i arbetet med framtagandet av konventionen, har den emellertid ännu inte ratificerats.

Med *Securities Law Directive* avses ett ännu inte avslutat arbete inom EU rörande "substantive rules regarding intermediated securities". Det finns alltså ännu varken något färdigt förslag, än mindre något antaget direktiv från EU-kommissionen i dessa frågor. F.n. är det inte ens klart att lagstiftningsförslag kommer i form av ett direktiv, än mindre när det kan förväntas, även om det har aviserats under 2012. Till grund för det kommande förslaget ligger ett arbete som bedrevs inom EU samtidigt som arbetet med Geneva Securities Convention ännu pågick. Det finns därför ett ganska omfattande material i form av arbetsdokument och promemorior som behandlar dessa frågor.

Gemensamt för dessa "rättsakter" är att de behandlar *rättigheter med avseende på finansiella instrument, som innehas genom mellanhänder*. De innehåller båda – eller kommer sannolikt att innehålla – regler för *rättsverkan av registreringar på konton* av dispositioner med finansiella instrument och *regler för kontohållare/mellanhänder/förvaltare* i deras verksamhet som ansvariga för registreringar av finansiella instrument på konton för sina kunder.

Varken konventionen eller den förväntade EU-lagstiftningen är ännu "gällande". Det finns därför knappast anledning att här i detalj redogöra för deras innehåll eller förväntade eller troliga betydelse för svensk lagstiftning. Däremot anser jag att det är intressant att notera att den finska lagstiftaren har hänvisat till dem i motiven till den föreslagna nya finska värdepapperslagstiftningen. Lagförslaget är avsiktligt utformat så att det "uppfyller de centrala kraven i konventionen och direktivutkastet, trots att konventionen inte har genomförts och inte är bindande för Finland och trots att inte heller direktiv-förslaget ännu har utfärdats" (s. 255). Den finske lagstiftaren har haft djup kännedom om både Geneva Securities Convention och Securities Law Directive eftersom finska regeringsrepresentanter och experter deltog aktivt och konstruktivt under flera år i båda dessa projekt.

4.3 Kontorätt – ett nytt begrepp i den finska lagstiftningen

Genom den nya lagen om värdepapperskonton skapas ett nytt slags konton för finansiella instrument vid sidan av de redan befintliga värdeandelskontona. För att förstå detta kan en kort rekapitulering av den tidigare finska kontolagstiftningen vara på sin plats. Jag nämnde ovan att Finland genomförde dematerialisering något senare än Sverige och att bl.a. den svenska aktiekontolagen då fungerade som en förebild. En viktig skillnad från den svenska kontoföringsordningen blev emellertid att förvaltarregistrering inte infördes i Finland. Alla finska medborgare med innehav av finska värdepapper som ingick i det s.k. värdeandels-systemet måste därför öppna ett värdeandelskonto hos APK, den finska motsvarigheten till dåvarande VPC. Endast utländska medborgare tilläts att ha förvaltarregistrerade finska värdepapper, dock utan något direkt lagstöd för deras konton hos förvaltarna. Frågan om att tillåta förvaltarregistrering även för finska medborgare i Finland liknande det svenska systemet har från tid till annan diskuterats men det har hittills inte lett till någon ändring i reglerna.

När en ny lag om värdepapperskonton nu föreslås, är det inte för att införa förvaltarregistrering generellt. Istället är syftet att avhjälpa den legala bristen rörande förvaltarregistrerade värdepapper huvudsakligen för andra än finska medborgare. Förslaget använder ordet förvaring, varmed avses "avtalsbaserad förvaltning av värdepapper för kunders räkning" (s. 257) och inte fysisk förvaring. Begreppet förvaltning får härigenom en vidare innebörd än endast fysiskt omhändertagande. Den som utför förvaringen/förvaltningen kallas i förslaget oftast för förvarare. Genom den nya lagen föregrips den reglering som kan förväntas i framtiden när konventionen blir bindande för Finland och EU-direktivet om sakrättslig verkan m.m. av registrering på "securities accounts" kommer. De konton som omfattas av den nu föreslagna nya lagen är således de kundspecifika värdepapperskonton som en förvarare öppnar och blir skyldig att öppna för sina kunder (och vars svenska motsvarighet brukar kallas för depå). Lagen om värdepapperskonton ska alltså omfatta *avtalsbaserad förvaltning av värdepapper för kunders räkning*, då *värdepapperen specificeras i avtalet enligt slag och antal*. Den som bedriver sådan förvaltning ska föra minst ett separat värdepapperskonto för var och en av sina kunder. Av kontot ska det framgå vem som är kontoinnehavare, vilka värdepapper som förvaltas för kontoinnehavarens räkning samt vilka rättigheter och begränsningar som avser kontoinnehavarens rätt.

Genom lagen införs även ett nytt begrepp, *kontorätt*, för att beteckna kontoinnehavarens rätt till värdepapper. ”Benämningen kontorätt används för att beskriva kontoinnehavarens kontoförda rättsliga ställning som en helhet” (s. 259). I propositionen sägs att kontorätt skiljer sig i rättsligt hänseende från äganderätt i traditionell bemärkelse, trots att kontorätt i stor utsträckning har motsvarande finansiella betydelse som äganderätt genom att ”kontoinnehavaren kan *förfoga över sin rätt genom transaktioner samt genom att upplåta panträtt och andra rättigheter*” (2 kap. 4 § i lagförslaget). Vad som i den finska lagen om värdepapperskonton definieras som kontorätt motsvarar för dessa konton den betydelse som jag lade i detta ord i min avhandling.⁸ Enligt förslaget till lag om värdepapperskonton kan kontorätten *inte göras gällande mot någon annan än kontoinnehavarens egen förvarare*. Kontoinnehavarens rättigheter är också skyddade i den meningen att *värdepapper som förvaltas för deras räkning inte ingår i förvararens konkursbo och inte heller kan utmätas för förvararens skuld* (framgår av 3 kap. 11 § i lagförslaget).

Den kursiverade texten i föregående stycke motsvarar – med ett viktigt undantag – samma rättigheter som tillerkänns en kontohavare enligt både Geneva Securities Convention och Securities Law Directive. Undantaget består i att värdeandelskontona också i fortsättningen kommer att regleras av lagen om värdeandelskonton och omfattas således inte av det nya finska begreppet kontorätt. Enligt de båda nämnda internationella dokumenten och enligt den definition av kontorätt som jag använt mig av i min avhandling, är bestämningen av konton och kontohavare mera omfattande så att den också inkluderar den rätt, som hänför sig till avstämningskonton enligt den svenska kontoföringslagen (LKF). Den nya finska lagen om värdepapperskonton föreslås alltså få en snävare tillämpning. Om detta kommer att vara förenligt med de nya internationellt harmoniserade reglerna när dessa väl blir gällande är för tidigt att sia om.

5. Äganderättsskydd för förvaltarregistrerade värdepapper

Den föreslagna lagen om värdepapperskonton i Finland ska ses som en liten del i en omfattande reform på det värdepappersrättsliga området.

⁸ Wallin-Norman, Karin, *Kontorätt*, s. 42 ff.

Syftet med hela reformen är att ”göra lagstiftningen tydligare och begripligare samt att klarlägga dess målsättning och tillämpningsområde” (s. 1). Lagen om värdepapperskonton syftar enbart till att fylla en lucka i den nuvarande lagstiftningen genom att införa ”sakrättsliga bestämmelser om förvaltning av värdepapper” (s. 1). När man nu inför särskilda sakrättsliga bestämmelser för förvaltarregistrerade värdepapper (kontorätter) vid sidan om redan gällande sakrättsliga bestämmelser om innehav på värdeandelskonton, uppstår frågan vilka skillnader i det sakrättsliga skyddet som finns för de olika slagen av konton. Är äganderätten till värdepapper starkare för en innehavare av värdeandelskonto än för en innehavare av värdepapperskonto?

I propositionen sägs ifråga om kontorättens innehåll, ”dvs. om kontoinnehavarens egentliga rättigheter”, att innehavaren av ett värdepapperskonto har en i rättsligt hänseende något avvikande ställning jämfört med den som har en värdeandel på ett värdeandelskonto i eget namn ”trots att dessa former av värdepapperstillgångar i allmänhet kan jämföras med varandra i finansiell bemärkelse” (s. 259). Skillnaden sägs ligga i ”det sätt på vilket rättigheterna förverkligas i tekniskt hänseende” och ”i vissa insolvensrelaterade undantagssituationer” (s. 261). Därefter förklaras att kontorätten inte gäller ett individualiserat föremål och inte heller kan förverkligas gentemot någon annan än kontohavarens förvarare och att innehavaren av kontorätten därför inte har en lika stark rättslig ställning som innehavaren av äganderätten i en situation då förvararen blivit insolvent. Dessutom sägs lite kryptiskt och utan närmare förklaring att förvararens rättsliga ställning inte i alla avseenden kan jämföras med den rättsliga ställning som innehavaren av ”den egentliga äganderätten” har (s. 263).

Det är anmärkningsvärt att man i specialmotiveringen till den paragraf i den nya lagen, som slår fast vilka rättigheter som en kontoinnehavare har, inte klargör vad som avses. Eftersom syftet med regleringen av värdepapperskonton hos förvaltare inte har varit att införa en möjlighet till sådan registrering – för utlänningar och för utländska värdepapper har den funnits i praktiken i årtal och för finska medborgare är förvaltarregistrering fortsatt otillåtet – utan för att införa ett robust sakrättsligt skydd för den, vilket ju har saknats. Frånvaron av en tydlig reglering av förvärvares och panthavares rättsliga ställning ifråga om förvaltarregistrerade värdepapper är en uppenbar brist och på sikt en konkurrensnackdel på en internationell marknad, något som efterspelet i Europa av Lehmankonkursen 2008 tydligt visar. Den finske lagstiftaren har därför goda skäl att införa en sådan reglering. Men att samtidigt uttryckligen säga att förvaltarregistrerade innehav trots den nya sak-

rättsliga regleringen inte kommer att ha en lika stark rättslig ställning som en innehavare av äganderätt (till värdeandelar eller fysiska värdepapper), är knappast ägnat att öka klarheten.

Vad menas med "egentlig äganderätt"? Och vad är det egentligen för rättslig skillnad mellan äganderätt till värdepapper registrerade på ett värdeandelskonto och kontorätt avseende värdepapper registrerade på ett värdepapperskonto? Om avsikten med den nya lagen var att undanröja osäkerheten rörande rättsverkan av förvaltarregistrering, är ju inte mycket vunnet om det kvarstår en skillnad, särskilt om denna skillnad är höljd i dunkel. Genom att den nya lagen sägs vara utformad så att den uppfyller de centrala kraven i Geneva Securities Convention och Securities Law Directive kanske man ändå ska känna sig lugn?

Vid framtagande av båda dessa dokument har stor vikt lagts vid att använda en funktionell terminologi och att föreslå en funktionell reglering. Det har bl.a. inneburit att man försökt undvika att använda termer som äganderätt, panträtt eller andra juridiskt laddade begrepp. Istället har man tagit till utgångspunkt det faktiska förhållandet att konton för värdepapper hanteras på ett i praktiken likartat sätt i alla jurisdiktioner, nämligen genom den dubbla bokföringens principer i kommunicerande datasystem. Målet har alltså varit att formulera regler för vilken rättslig betydelse det har för en kontohavare att kontohållaren gör en kreditering av värdepapper på kontot *utan att använda traditionell juridisk terminologi*. Det förefaller i alla jurisdiktioner finnas en allmän samstämmighet i uppfattningen, att en kreditering av ett konto innebär ett förvärv och en debitering innebär ett förfogande (disposition). Men den rättsliga position som kontohavaren därmed uppnår, uttryckt i juridiska termer, varierar betydligt mellan olika jurisdiktioner både i stort och smått.

Jag tror möjligen, att vad som åsyftas i det finska lagförslaget med det svävande uttalandet om en skillnad mellan äganderätt och kontorätt, är att peka på skillnaden mellan å ena sidan placeraren som för sin *egen räkning* har ett värdepapperskonto – en kontorätt – hos sin förvarare och å andra sidan den förvarare som för sina *kunders räkning* har ett värdepapperskonto – en kontorätt – hos en annan förvarare. Den som har en kontorätt för egen räkning måste enligt min mening anses ha en äganderätt till de på kontot registrerade värdepappren. Något annat kan knappast vara acceptabelt för den förvaltarregistrerade investeraren. Den som har en kontorätt för annans räkning kan emellertid inte anses ha annat än ett "innehav för annans räkning", dvs. närmast jämförbart med en fysisk depositaries rätt till deponerat gods, vilket inte kan kallas för äganderätt. Även i Geneva Securities Convention och i

utkastet till Securities Law Directive kan utläsas en skillnad i kontohavarens rättsliga ställning beroende på om denne är kontohavare för egen räkning eller för sina kunders räkning.

6. Avslutande kommentar

För en investerare som gör en placering i utländska värdepapper är det i praktiken nästan nödvändigt att inneha värdepapperen genom en mellanhand, eller som vi säger på svenska förvaltarregistrerade, oavsett i vilket land som placeringen görs. Den rättsliga regleringen av förvaltarregistrerade värdepapper är ännu ytterst knapphändig eller obefintlig inte bara i Sverige och övriga nordiska länder utan också i de flesta andra länder. För länder med sådan bristande reglering och med värdepapper som är attraktiva för internationella investerare är detta ett problem och en växande konkurrensnackdel i förhållande till de länder som skaffar sig en tydlig och konsekvent sakrättslig ordning för alla slag av värdepapper och för alla investerare.

Den värdepappersreform som nu föreslagits i Finland syftar till att åtgärda dessa brister genom att förbättra och förtydliga den finska värdepapperslagstiftningen. Den förefaller i stort sett – trots ovan påtalade oklarheter – vara ändamålsenlig och väl avvägd. Dessutom är den proaktiv genom att delvis föregripa den internationella lagstiftning på området som kan förutses. I detta och vissa andra avseenden bör den kunna tjäna som en förebild för den svenska lagstiftaren, som ju knappast brukar utmärka sig genom att vara djärv och förutseende. Jag vill avsluta med en förhoppning att vi i Sverige ändå kan våga följa det finska exemplet och snarast möjligt genom lagstiftning täppa till den lucka i lagen som idag finns för förvaltarregistrerade värdepapper. Detta bör givetvis ske med undantag för de regler som tar sikte på specifikt finska förhållanden, såsom exempelvis värdeandelssystemet och restriktionerna för inhemska medborgare att inneha förvaltarregistrerade värdepapper. Att också i den svenska rätten införa en ny benämning av investerares rätt med avseende på kontoförda värdepapper skulle emellertid underlätta och förenkla kommunikationen i dessa frågor. Även i detta avseende anser jag att det vore lämpligt och väldigt enkelt att följa det finska exemplet och kalla denna rätt för kontorätt.

Anbudsbundenhet vid offentliga uppköpserbjudanden

Daniel Vargö

1. Inledning

Det är mycket hedrande att få bidra i en vänbok till Johan Munck, som jag framförallt mött i hans roll som skiljeman. Vår senaste kontakt gör det frestande att skriva litet om alternativa yrkanden i pantrealisations-tvister, men jag har valt att istället hålla mig till avtalsrätt på aktiemarknaden. Nedan följer därför några reflektioner kring inträde av anbudsbundenhet för avgivare av offentliga uppköpserbjudanden respektive den praktiska betydelsen av att tillämpa avtalsrättsliga regler vid bedömning av denna fråga.

Med *anbudsbundenhet* avses den form av bundenhet som typiskt sett inträder för den som avgivit ett anbud i den mening som avses i lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område (avtalslagen).

Anbudsgivaren blir *inte* förpliktad, redan på grund av anbudet, att fullgöra den avtalsprestation som anbudet avser (t.ex. betala köpeskilling för aktier). Inträdet av en sådan *fullgörelseskyldighet* förutsätter att anbudet accepteras, och att accepten sker i enlighet med de närmare förutsättningar som framgår av anbudet, handelsbruk eller annan sedvänja (jfr 1 § andra stycket avtalslagen) respektive bestämmelserna i 2–6 och 8 §§ avtalslagen. Fullgörelseskyldighetens inträde är således beroende av hur anbudstagaren betar sig, och man kan därför säga att det genom anbudet inträder en latent fullgörelseskyldighet. Men detta är inte detsamma som att anbudsgivaren skulle vara helt obunden. Rättspositionen är ju sådan att anbudstagaren får möjlighet, eller kompetens, så länge anbudet är gällande, att åstadkomma fullgörelseskyldighet genom att acceptera anbudet i enlighet med nämnda förutsättningar. Anbudsgivaren kan därför sägas vara bunden i den meningen att anbudet är *gällande som underlag för accept*,¹ dvs. att anbudet skapar

¹ Jfr Karlgren, Studier i allmän avtalsrätt, 1935 (Karlgrén, Studier), s. 149 ff.

vad man i engelsk rätt kallar för "the power of acceptance". En klar majoritet av bestämmelserna i 1 kap. avtalslagen handlar om de förutsättningar under vilka accept ska ske (inom viss tid, med visst innehåll) respektive om effekten av att dessa förutsättningar inte blir uppfyllda (anbudet förfaller, den misslyckade accepten blir nytt anbud, bundenhet genom passivitet). En helt annan bundenhetsaspekt än den nu berörda avser anbudsgivarens möjligheter att återkalla anbudet under den tid anbudet annars skulle utgöra underlag för accept. Avtalslagens utgångspunkt är som bekant att anbudsgivaren är förhindrad att återkalla anbudet efter den tidpunkt då anbudstagaren tar del av anbudet (jfr 7 § motsatsvis). Med denna utgångspunkt kan sägas att anbudsgivaren också blir bunden i den meningen att anbudet efter viss tidpunkt är *oåterkalleligt*.

Här behandlas avtalsrättsliga kriterier för inträde av de ovan nämnda formerna av anbudsbundenhet i samband med avgivande av offentliga uppköpserbjudanden. Med andra ord behandlas avtalsrättsliga kriterier för att offentliga uppköpserbjudanden ska medföra *dels* att aktieägare² får rättslig möjlighet att acceptera erbjudandet med följd att budgivaren blir betalningsskyldig, *dels* att budgivaren blir förhindrad att återkalla erbjudandet.³

Offentliga uppköpserbjudanden definieras i 1 kap. 2 § lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA). Enligt definitionen innebär ett offentligt uppköpserbjudande ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier. Ett sådant erbjudande brukar tillkännages genom ett pressmeddelande, varefter erbjudandehandling (prospekt) utfärdas till aktieägarna.⁴

² Det förhållandet att jag talar om *aktieägare* utesluter inte att vad som anförts även kan gälla innehavare av konvertibler, teckningsoptioner eller andra värdepapper.

³ Jag bortser från andra bundenhetsaspekter, t.ex. möjligheten respektive skyldigheten för budgivare att ändra erbjudanden eller att åberopa ogiltighetsgrunder. I sammanhanget kan dock nämnas att jag för egen del inte övertygats av Stattins resonemang om att avtalslagens ogiltighetskatalog inte bör tillämpas på offentliga uppköpserbjudanden eller aktieägarnas accepter av sådana erbjudanden; jfr Stattin, Daniel, Takeover, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt, Thomson Reuters 2009 (Stattin), s. 42 f. Om en rättshandling är ogiltig måste den väl vara det även på aktiemarknaden?

⁴ Munck, Recension av Erik Nerep, Aktiebolagsrättslig analys, JT 2003–04 s. 952 ff. (Munck), på s. 954.

Vid behandlingen av kriterier för inträde av anbudsbundenhet fokuseras på de *avtalsrättsliga reglerna*, även om dessa (dvs. 1 § andra stycket avtalslagen) i vissa fall kan medföra att TO-reglerna eller NBK-reglerna (se definitioner nedan) blir tillämpliga, parterna emellan, för att bedöma anbudsgivarens bundenhet. Detta gör att man kan ifrågasätta den *praktiska betydelsen* av att tillämpa avtalsrättsliga regler i samband med offentliga uppköpserbjudanden, vilket behandlas i avsnitt 2 nedan.

Därefter berörs de traditionella *anbudskriterierna* i avsnitt 3, varefter jag närmare behandlar kravet på *bestämd adressatkrets* (avsnitt 4) respektive kriteriet avseende uttryck för ett *definitivt ställningstagande* (avsnitt 5).

2. Den praktiska betydelsen av att tillämpa avtalsrättsliga regler

Man kan förstås undra om det har någon praktisk betydelse huruvida ett offentligt uppköpserbjudande medför inträde av anbudsbundenhet enligt avtalsrättsliga regler.

Självklart har anbudsbundenhetens inträde som sådan en stor praktisk betydelse, oavsett om det är de avtalsrättsliga reglerna och/eller TO-reglerna/NBK-reglerna som ska tillämpas för att avgöra om och under vilka förutsättningar sådan bundenhet inträtt. Bundenheten innebär ju att anbudstagare (dvs. aktieägare) genom att acceptera erbjudandet kan åstadkomma fullgörelseskyldighet för budgivaren, och att budgivaren som utgångspunkt inte får återkalla erbjudandet.

Innan jag berör den praktiska betydelsen av de avtalsrättsliga reglerna, ska något nämnas om det aktiemarknadsrättsliga regelverk som omgärdar offentliga uppköpserbjudanden.

Ett flertal olika regelverk anknyter till begreppet offentligt uppköpserbjudande. Förutom LUA, som för sin tillämplighet är beroende av att det föreligger ett offentligt uppköpserbjudande, kan nämnas lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VPML), lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, NASDAQ OMX Stockholms och NGM:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (TO-reglerna) och NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (NBK-reglerna).

Enligt 13 kap. 8 § VPML ska en börs ha regler om offentliga uppköpserbjudanden som avser aktier som är upptagna till handel på en

reglerad marknad som drivs av börsen, och dessa regler ska uppfylla de krav som ställs i EU-direktivet 2004/25/EG och i övrigt vara ändamålsenliga.⁵ Detta innebär att de svenska börserna, f.n. NASDAQ OMX Stockholm och NGM, är skyldiga att ha regler om offentliga uppköps-erbjudanden. TO-reglerna är de regler som börserna framtagit. Den som lämnar ett uppköpserbjudande, avseende sådana värdepapper som anges i 2 kap. 1 § andra stycket LUA, måste i sin tur åta sig gentemot börsen att följa dessa regler, och att underkasta sig de sanktioner som börsen får besluta om vid överträdelse av reglerna. Underlåtenhet att göra detta kan medföra sanktioner i enlighet med 7 kap. 2 § LUA. En förpliktelse att göra dylika åtaganden föreligger dock inte beträffande bud på aktier som inte är upptagna på handel på en reglerad marknad, dvs. handelsplattformar. NBK-reglerna har emellertid utfärdats för dessa handelsplattformar, f.n. NASDAQ OMX First North, Nordic MTF och AktieTorget, men förpliktelserna i 2 kap. 1 § andra stycket LUA omfattar inte bud på aktier som är upptagna till handel på dessa plattformar.⁶

Det ska noteras dels att både TO-reglerna och NBK-reglerna föreskriver att budgivaren i det offentliga erbjudandet ska ange att TO-reglerna respektive NBK-reglerna är gällande för erbjudandet, dels att både TO-reglerna och NBK-reglerna innehåller ett flertal regler avseende avtalsmekanismen i samband med offentliga uppköpserbjudanden.

Mot den bakgrunden kan det diskuteras vilken roll de avtalsrättsliga reglerna (avtalslagen med bakomliggande teoribildning, praxis m.m.) spelar i sådana fall där det *i det offentliga erbjudandet anges att TO-reglerna eller NBK-reglerna är tillämpliga på erbjudandet*.

Enligt min mening är det tämligen klart att en sådan referens till TO-reglerna respektive NBK-reglerna enligt 1 § andra stycket avtalslagen medför att bestämmelserna i 2–9 §§ bör tillämpas endast i den mån något annat inte följer av reglerna.⁷ Det kan eventuellt ifrågasättas om detta blir följderna även i sådana fall där det offentliga erbjudandet till äventyrs inte kan anses utgöra ett anbud i avtalslagens mening, eftersom 1 § andra stycket avser innehållet i ett anbud (respektive en accept). Jag tror dock inte att ett sådant ifrågasättande skulle vara fram-

⁵ Innebörden av reglerad marknad respektive börs framgår av 1 kap. 5 § VPML.

⁶ Se Nyström, Göran, m.fl., Takeover-reglerna, En kommentar, 2 uppl., Norstedts Juridik 2012 (Nyström m.fl.), s. 15, s. 78 och s. 311 f.

⁷ Jfr Munck, s. 955.

gångsrikt vid en rättslig prövning.⁸ Möjligen skulle det också kunna hävdas att en referens till TO-reglerna respektive NBK-reglerna inte är tillräcklig för att dessa ska bli tillämpliga, eftersom det enligt den avtalsrättsliga huvudregeln om inkorporering av standardvillkor krävs att standardvillkoren bifogas på ett sådant sätt att adressaten har möjlighet att utan praktisk svårighet ta del av villkoren.⁹ Jag tror att inte heller en sådan invändning skulle vara framgångsrik, bl.a. eftersom de aktuella reglerna är lättillgängliga online, eftersom reglerna sannolikt kan anses vara allmänt kända på motsvarande sätt som vissa standardvillkor, och eftersom hela regelverket är uppbyggt kring ambitionen att reglerna ska bli gällande mellan parterna.¹⁰

Således bör man i nämnda fall i första hand försöka avgöra med ledning av TO-reglerna respektive NBK-reglerna huruvida aktieägare fått möjlighet att acceptera erbjudandet med följd att budgivaren blir fullgörelseskyldig, och vilka närmare förutsättningar som i sådant fall ska vara uppfyllda för att fullgörelseskyldigheten ska inträda. Det kan emellertid vara så att TO-reglerna respektive NBK-reglerna inte alls hantear en viss fråga, medan denna fråga hanteras av avtalsrättens regler – t.ex. verkan av att anbud avslås (5 § avtalslagen), verkan av försenad respektive oren accept (4 § första stycket respektive 6 § första stycket) eller verkan av passivitet i vissa fall (4 § andra stycket, 6 § andra stycket och 9 §). När TO-reglerna respektive NBK-reglerna tiger, bör man kunna överväga att i andra hand tillämpa en avtalsrättslig regel, direkt eller i vart fall analogt.¹¹

⁸ Detta bl.a. eftersom det oavsett avtalsrättslig etikett på det offentliga erbjudandet är fråga om en förklaring från budgivaren under vilka förutsättningar han avser att ingå avtal, eftersom 2–9 §§ avtalslagen endast har dispositiv och utfyllande karaktär och eftersom budgivarens förklaring under alla förhållanden bör få betydelse för innehållet i dennes efterföljande rättshandlingar.

⁹ Jfr t.ex. Hellner, *Kommersiell avtalsrätt*, 4 uppl., Norstedts Juridik 2000 (Hellner), s. 47 ff.

¹⁰ NJA 1980 s. 46.

¹¹ Jfr en till synes annorlunda uppfattning hos Stattin, s. 42 f. Det verkar som att Stattin uttalar sig de sententia ferenda. Rekommendationen synes vara att man ska göra reduktionsslut i samband med takeover-erbjudanden och istället tillämpa common law-principer. Jag håller inte med om detta. Avtalslagen är direkt tillämplig på anbud och svar därpå. Det förhållandet att anbud (delvis) även är aktiemarknadsrättsligt reglerade kan inte med automatik medföra att de avtalsrättsliga reglerna är olämpliga, och avtalslagens regler framstår inte som mer rättspolitiskt olämpliga i den aktuella kontexten än annars.

När det gäller möjligheterna att återkalla erbjudandet, ska nämnas att såväl TO-reglerna (punkten II.5) som NBK-reglerna (punkten II.5) föreskriver dels att det lämnade erbjudandet som utgångspunkt inte får återkallas, dels att återkallelse får ske i vissa preciserade fall. Man bör därför inte *behöva* åberopa 7 § avtalslagen (motsatsvis) till stöd för att erbjudandet som utgångspunkt ska vara oåterkalleligt. Inte heller bör man *kunna* åberopa 7 § till stöd för att budgivaren är förhindrad att återkalla erbjudandet i ett sådant enskilt fall där det enligt TO-reglerna respektive NBK-reglerna föreligger en återkallelserätt. Dessutom torde det för (o)möjligheten att återkalla erbjudandet vara irrelevant om det offentliga erbjudandet utgör ett anbud eller inte i avtalslagens mening. Det följer av punkten II.5 i TO-reglerna respektive NBK-reglerna att erbjudandet bara får återkallas i vissa preciserade fall, och det framstår då bara som relevant vad som utgör ett offentligt erbjudande i reglernas mening.

Det skulle teoretiskt sett kunna förekomma att en budgivare anger att TO-reglerna, eller NBK-reglerna, är tillämpliga på erbjudandet trots att reglerna enligt sitt innehåll inte är tillämpliga på det aktuella erbjudandet. TO-reglerna är tillämpliga på offentliga erbjudanden avseende aktier (och andra värdepapper) som utgivits av ett svenskt bolag, och i vissa fall ett utländskt bolag, med aktier upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm respektive NGM. NBK-reglerna är tillämpliga på offentliga erbjudanden avseende aktier (och andra värdepapper) i svenska bolag vilka efter ansökan av bolaget handlas på NASDAQ OMX First North, Nordic MTF eller AktieTorget. Det är ju inte helt otänkbart att en budgivare skulle kunna referera till regler som enligt sitt innehåll inte är tillämpliga, t.ex. att en budgivare som är förpliktad att i erbjudandet ange att TO-reglerna är gällande felaktigt anger att NBK-reglerna är gällande, eller att en budgivare som inte alls är förpliktad att i erbjudandet hänvisa till några sådana regler ändå väljer att hänvisa till TO-reglerna eller NBK-reglerna. I en sådan något udda situation ligger det från ett avtalsrättsligt perspektiv nära till hands att de regler som budgivaren faktiskt inkorporerar blir tillämpliga parterna emellan. En annan sak är förstås att en budgivare som är förpliktad att i erbjudandet inkorporera vissa regler, men som felaktigt refererar till andra regler, skulle kunna ådra sig aktiemarknadsrättsliga sanktioner.

Det framgår ovan att den praktiska betydelsen av att tillämpa avtalsrättsliga regler i nu aktuella fall är synnerligen begränsad när det gäller att bedöma inträdet av oåterkallelig bundenhet. När TO-reglerna respektive NBK-reglerna tiger beträffande avtalsmekanismer i övrigt, kan

en tillämpning av de avtalsrättsliga reglerna emellertid aktualiseras, detta för att bedöma om aktieägare fått rättslig möjlighet att acceptera erbjudandet med följd att budgivaren blir betalningsskyldig, och inte minst under vilka närmare förutsättningar denna effekt är ägnad att inträda.

Det kan givetvis förekomma att budgivaren *inte* anger i sitt offentliga erbjudande att TO-reglerna eller NBK-reglerna är gällande för erbjudandet. Detta kan bero på olika omständigheter. Man kan tänka sig att en budgivare som är förpliktad (gentemot börser) att referera till reglerna förbiser detta när erbjudandet lämnas. Man kan också tänka sig fall där budgivaren (felaktigt) inte anser sig lämna ett offentligt erbjudande och kanske just därför underlåter såväl att åta sig gentemot börsern att följa dess regler som att i "erbjudandet" ange att reglerna är gällande. Jag tänker här på s.k. indikativa bud eller s.k. testballonger.¹² Vidare kan det förstås förekomma fall där budgivaren inte är förpliktad enligt 2 kap. 1 § LUA att referera till reglerna, och där budgivaren följaktligen väljer att inte göra detta. Detta är tänkbart vid bud på aktier som handlas på NASDAQ OMX First North, Nordic MTF eller Aktie-Torget, låt vara att en underlåtenhet att hänvisa till NBK-reglerna kan strida mot god sed på aktiemarknaden. När det gäller bud på aktier som inte handlas på börser eller någon av de nämnda handelsplattformarna, är det ännu lättare att föreställa sig en underlåtenhet att hänvisa till TO-reglerna respektive NBK-reglerna.

I den nämnda typen av fall går det inte att åberopa innehållet i erbjudandet för att med stöd av 1 § andra stycket avtalslagen komma till slutsatsen att TO-reglerna eller NBK-reglerna är tillämpliga parterna emellan. Enligt 1 § andra stycket ska dock bestämmelserna i 2–9 §§ stå tillbaka även för "handelsbruk och annan sedvänja". Det kan därför diskuteras om TO-reglerna respektive NBK-reglerna ändå skulle kunna anses tillämpliga, på grund av att de motsvarar handelsbruk eller annan sedvänja för den aktuella typen av erbjudanden. Jag har svårt att tro att det skulle kunna motsvara handelsbruk eller sedvänja att TO-reglerna eller NBK-reglerna efterlevs i samband med indikativa bud eller testballonger. Inte heller kan jag föreställa mig att sådant handelsbruk eller sedvänja skulle föreligga i sådana fall där budgivaren inte är förpliktad att referera till reglerna, dvs. när erbjudandet riktas till ägare av aktier som handlas på andra handelsplattformar än börserna. Däremot kan jag föreställa mig att handelsbruk eller sedvänja skulle kunna föreligga

¹² Se Nyström m.fl., s. 101 och s. 114 med noter.

när det är fråga om mer regelrätta erbjudanden (till skillnad från testballonger) till ägare av aktier på börserna, åtminstone när aktierna är av sådant slag att det föreligger en skyldighet enligt 2 kap. 1 § LUA att gentemot börsen åta sig att följa börsens regler. Jag har dock för egen del inte undersökt handelsbruket, eller om ett eventuellt handelsbruk är förenat med en s.k. *opinio juris*.

Mot bakgrund av detta kan sägas att den praktiska betydelsen av att bedöma inträdet av anbudsbundenhet (både oåterkallelighet och underlag för accept) med ledning av avtalsrättsliga regler synes kunna vara relativt stor i de nyss behandlade fallen där budgivaren inte anger i erbjudandet att TO-reglerna eller NBK-reglerna ska vara gällande.

3. Avtalsrättens anbudskriterier

Vilka är då de avtalsrättsliga kriterierna för att offentliga uppköpserbjudanden ska medföra anbudsbundenhet, dvs. att aktieägare ska få rättslig möjlighet att acceptera erbjudandet med följd att budgivaren blir betalningsskyldig, och att budgivaren blir förhindrad att återkalla erbjudandet? Enligt avtalslagen och dess bakomliggande teoribildning erfordras för uppkomst av anbudsbundenhet att budgivaren avgivit ett *anbud*, och frågan blir därför vilka kriterier som ska vara uppfyllda för att offentliga uppköpserbjudanden ska utgöra anbud i avtalslagens mening.¹³

Det framgår av avtalslagens förarbeten att ett anbud är en form av rättshandling, och att en rättshandling är ”alla viljeförklaringar, vilka hava till syfte att grundlägga, förändra eller upphäva ett rättsförhållande, som faller inom förmögenhetsrättens område.”¹⁴ Vidare framgår att man vid varje avtal kan ”särskilja åtminstone två viljeförklaringar. Den av dessa, som avgives först, kallas anbud”.¹⁵ Enligt förarbetena är anbudet således en *viljeförklaring*, och i anbudsfallet är det fråga om en viljeförklaring som enligt sitt innehåll syftar till att grundlägga ett rättsförhållande. Därmed aktualiseras den s.k. viljeförklaringsteorin, vars

¹³ Det är inte enkelt att på ett okontroversiellt sätt ange vad som utgör ett anbud i avtalslagens mening, vilket beror på vissa mer eller mindre djupgående meningskiljaktigheter i det rättsliga materialet. Jag bortser här från särskilda fall där bundenhet, såsom för en anbudsgivare, kan uppkomma utan att de traditionella kriterierna nödvändigtvis används som utgångspunkt för bedömningen.

¹⁴ NJA II 1915 s. 232.

¹⁵ NJA II 1915 s. 161.

utgångspunkt är att den enskilde genom att förklara sin vilja därtill kan ingå avtal med andra och förfoga över sin egendom.¹⁶ Viljeförklarings-teorin och dess utgångspunkter är synnerligen omdiskuterade i den juridiska litteraturen. Det bär för långt att här redogöra för detta, men jag vill helt kortfattat nämna att jag för egen del anser att viljeförklarings-teorin och dess utgångspunkter är rättsligt relevanta även i samband med offentliga uppköpserbjudanden.

Det är även omdiskuterat vad som närmare bestämt utgör en viljeförklaring.¹⁷ Givet är att det är fråga om att någon förklarar en viss vilja. Förklarandet har två huvudsakliga moment, dels det beteende genom vilket något kommer till uttryck (avgivandet), dels vad som genom detta beteende kommer till uttryck (förklaringen). Det som ska komma till uttryck är en vilja av något slag, men det framstår som ganska öppet om det ska vara en rättsföljdsvilja, en allmän bindenhetsvilja, eller någon annan vilja eller avsikt.¹⁸ För att det med anledning av en förklaring ska kunna bli fråga om ett anbud, måste det vara fråga om uttryck för en *vilja med löfteskaraktär*, dvs. att avgivaren ådrar sig en börda av något slag, t.ex. en förklaring av viljan att utföra en sådan avtalsprestation som att betala köpeskilling mot utfående av aktier. Huruvida den aktuella viljan kommit till uttryck i det enskilda fallet, är beroende av hur förklaringen bör tolkas. Därvid är det inte nödvändigt att avgivaren verkligen vill eller avser det som kommer till uttryck genom förklaringen, utan det räcker att medkontrahenten med fog kan uppfatta en sådan vilja. Vad som med fog kan uppfattas beror på kontexten.

Det brukar vidare hävdas att det för ett löfte/anbud krävs att förklaringen ger uttryck för ett *beslut* eller *definitivt ställningstagande* på erbjudarens sida; motsvarande görs gällande i samband med att viljeförklaringsbegreppet diskuteras.¹⁹ Som exempel på motsatsen kan nämnas

¹⁶ Se Svensson, Ola, Viljeförklaringen och dess innehåll, Nerenius & Santérus Förlag 1996 (Svensson), s. 11.

¹⁷ För en belysande genomgång av diskussionen, se Svensson.

¹⁸ Se t.ex. Karlgren, Avtalsrättsliga spörsmål, Lund 1940, s. 155 ff.; Karlgren, Några reflexioner om den privaträttsliga viljeförklaringen i dess egenskap av rättsfaktum, SvJT 1969, s. 199 ff. (Karlgren i SvJT 1969); Eng, Svein, Hva er en viljeserklæring?, SvJT 1993, s. 1 ff.; Svensson, s. 63 ff.; Lehrberg, Avtalsrättens grundelement, I.B.A. Institutet för Bank och Affärsjuridik 2004 (Lehrberg), s. 66 f. och s. 73.

¹⁹ Stang, Innledning til Formueretten, 3 udg., Oslo 1935, s. 209 f.; Jørgensen, Stig, Kontraktsret, 1 bind, Juristforbundets Forlag 1971, s. 69; Ussing, Aftaler, 3 udg., Juristforbundets Forlag 1974 (Ussing), s. 34 f.; Karlgren i SvJT 1969 s. 199 ff.; Hellner, s. 30.

att avgivaren anger att denne överväger att lova något i framtiden, eller att avgivaren som ett led i en pågående förhandling utlovar något.²⁰ Man skulle kunna säga att kriteriet innebär att avgivaren ska ge uttryck för en vilja att genom förklaringen bli rättsligt bunden, dvs. att det inte måste tillkomma ytterligare beslut eller åtgärder på avgivarens sida. Den andra sidan av detta mynt adresseras i 9 § avtalslagen. I denna bestämmelse anges att ett meddelande som annars skulle vara att betrakta som ett anbud, men som innehåller uttryck som "utan förbindelse", "utan obligo" eller liknande uttryck, endast ska uppfattas som en uppfordran att avge anbud. Det följer även av 9 § respektive motiven att en sådan uppfordran att avge anbud inte utgör underlag för accept, och den är inte heller bindande i den meningen att den är oåterkallelig.²¹

Utöver de ovan nämnda kriterierna brukar det framhållas att förklaringen ska vara riktad till en *bestämd adressatkrets*.²² Detta är nog inspirerat bl.a. av motiven till 9 § avtalslagen, där det framgår att bestämmelsen inte ska tillämpas när anbud framkallats "genom annonser eller cirkulär, varigenom en affärsman givit tillkänna, att han säljer eller köper vissa varor eller eljest gör affärer av närmare angiven beskaffenhet."²³

Vidare brukar hävdas att förklaringen måste vara någorlunda *konkretiserad avseende avtalsprestationerna*.²⁴ Den närmare gränsen för vad som utgör ett tillräckligt konkretiserat erbjudande är något oklar. Klart är emellertid å ena sidan att det inte erfordras att förklaringen innehåller priset, och å andra sidan att det som ett minimum erfordras att det går att avgöra vilken avtalstyp som erbjudandet avser.²⁵ För egen del anser jag att erbjudandet måste vara konkretiserat i sådan grad att det är möjligt att utfylla det blivande avtalet med dispositiva eller tvingande rättsregler.

Avslutningsvis ska nämnas att det är omdebatterat om ett anbud i avtalslagens mening – och sålunda den direkta tillämpligheten av 2–9 §§ avtalslagen – erfordrar att förklaringen enligt sitt eget innehåll inte förbehåller erbjudaren en återkallelserätt, dvs. om det kan vara fråga om

²⁰ Ussing, s. 34.

²¹ NJA II 1915 s. 183.

²² Se avsnitt 4 nedan.

²³ NJA II 1915 s. 183.

²⁴ Se t.ex. Lehrberg, s. 73 f.; Grönfors, Avtalslagen, 4 uppl., Norstedts Juridik 2010 (Grönfors), s. 48; Ussing, s. 33 f.

²⁵ Jfr NJA 1978 s. 147.

ett anbud i avtalslagens mening ifall erbjudaren förbehållit sig rätten att återkalla sitt erbjudande. Det framgår av 1 § avtalslagen att ”anbud om slutande av avtal ... vare bindande för den, som avgivit anbudet”, och i förarbetena anges att bundenhet är en utmärkande egenskap för anbud.²⁶ Det är något oklart vad som därvid menas med bindande – underlag för accept och/eller oåterkallelig bundenhet? Vissa menar att bestämmelserna i 2–9 §§ endast är direkt tillämpliga på sådana anbud som är bindande i den meningen att de är oåterkalleliga, och att dessa bestämmelser i övriga fall får tillämpas analogt.²⁷ Andra menar att det inte rimligen kan anses ligga i anbudets begrepp att det ska vara oåterkalleligt, och att bestämmelserna i första kapitlet, med undantag för 7 § (motsatsvis), är direkt tillämpliga även i sådana fall där erbjudaren förbehållit sig rätten att återkalla sitt erbjudande.²⁸ För egen del lutar jag i denna fråga åt den senare uppfattningen. 2–6 §§ och 8–9 §§ är inte nödvändigt förbundna med den s.k. löftesprincipen, och motivuttalandena kan tolkas på olika sätt i enlighet med vad Karlgren framhåller.²⁹ Grunderna för 2–6 §§ och 8 § gör sig gällande med samma styrka oavsett om erbjudandet är oåterkalleligt eller inte; detta är dock mer osäkert beträffande bestämmelsen i 9 §. Vidare framstår det som metodologiskt tveksamt att bygga den direkta tillämpligheten av 2–6 §§ och 8–9 §§ på en förmodad legaldefinition av anbudsbegreppet.

När jag i det följande ska behandla inträde av anbudsbundenhet i samband med offentliga uppköpserbjudanden, kommer jag inte att beröra samtliga ovan nämnda, respektive eventuellt icke berörda, avtalsrättsliga kriterier för att det offentliga uppköpserbjudandet ska betraktas som ett anbud i avtalslagens mening. Jag har valt att endast behandla kriterierna avseende bestämd adressatkrets respektive definitivt ställningstagande.

4. Bestämd adressatkrets

När den nu aktuella frågan diskuterats i samband med offentliga uppköpserbjudanden är det många som har fäst stort avseende vid kravet på

²⁶ NJA II 1915 s. 164.

²⁷ Se t.ex. Ussing, s. 31; Vahlén, Om slutande av avtal, i Teori och praxis, Skrifter tillägnade Hjalmar Karlgren, P.A. Norstedt & Söners Förlag 1964, s. 356 ff. på 361 f.

²⁸ Se t.ex. Karlgren, Studier, s. 150 ff.; Adlercreutz, Avtalsrätt I, 13 uppl., Juristförlaget i Lund 2011 (Adlercreutz), s. 61.

²⁹ Karlgren, Studier, s. 151 not 4.

en *bestämd adressatkrets*. Man får närmast intrycket att ett offentligt uppköpserbjudande bara kan utgöra ett anbud i avtalsrättslig mening om det riktats till en bestämd adressatkrets. Nerep, som inte uttryckligen berör budpressmeddelanden, synes mena att erbjudandehandlingen (prospektet) inte kan utgöra anbud om den riktas till en obestämd adressatkrets.³⁰ Jag är dock osäker på om han också menar att handlingen in casu ska bedömas rikta sig till en alltför obestämd krets när erbjudandet avser aktier i aktiemarknadsbolag. Även andra författare utgår från att ett offentligt erbjudande måste rikta sig till en bestämd adressatkrets, och uttrycker i anslutning därtill uppfattningen att ett erbjudande riktat till aktieägare är tillräckligt bestämt avseende adressatkrets,³¹ även om det kan vara fråga om många adressater och kretsen kan vara föränderlig på grund av överlåtelse.³² Utgångspunkten för den nämnda diskussionen är med andra ord att adressatkretsen måste vara bestämd på visst sätt. Ingen verkar ifrågasätta detta. Detta är inte heller underligt med tanke på att det även i den rent avtalsrättsligt inriktade litteraturen tas för givet att ett anbud förutsätter att förklaringen riktas till en bestämd adressatkrets.³³ Jag skulle dock för egen del vilja tona ned kravet på bestämd adressatkrets, vilket kan erfordra en viss utvikning med tanke på att detta rekvisit betraktas som en självklarhet i litteraturen.

Ett första led i denna utvikning kan vara att något undersöka bakgrunden till det hävdade kriteriet avseende bestämd adressatkrets.

Kriteriet återfinns som 11 § i den s.k. Nya Lagberedningens förslag, år 1894, till en ny köplag; ett förslag som i det inledande kapitlet innehöll bestämmelser om avtalsslut.³⁴ I nämnda bestämmelse anges följande:

³⁰ Nerep, Erik, Aktiebolagsrättslig analys, MercuriUS 2003 (Nerep), s. 191.

³¹ Munck, s. 955; Lindskog, Stefan, I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, i Börsrätt, af Sandeberg och Sevenius (red.), Studentlitteratur 2007 (Lindskog), s. 161; Stattin, s. 275 f. Munck ger uttryck för att prospekthandlingen men inte pressmeddelandet kan utgöra ett anbud, men det anges inte uttryckligen att pressmeddelandet diskvalificeras på den grunden att det skulle vara riktat till en alltför obestämd adressatkrets. Möjligen kan det vara så att han anser att pressmeddelandet av andra skäl inte kan ligga till grund för accept.

³² Munck, s. 955.

³³ Se t.ex. Adlercreutz, s. 61 f.; Ramberg, Jan och Christina, Allmän avtalsrätt, 8 uppl., Norstedts 2010 (Ramberg), s. 84 f.; Grönfors, s. 47 f. och s. 100; Lehrberg, s. 78 f.

³⁴ Förslaget baserades, för övrigt, på artikel 337 i Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch, vilken blev överenskommen år 1861 inom dåtidens tyska federation (den blev dock inte fullt ut implementerad i delstaterna).

”Har någon, genom tillkännagifvande i tidning, medelst prislista eller på annat sätt, allmänneligen uppfordrat andra att med honom sluta köp, vare det ej såsom anbud ansedt.”

I motiven till den föreslagna bestämmelsen hänvisas först till vanligheten av att personer ”genom annonsering i tidningar, genom kringssändande af priskuranter eller cirkulär, genom anslag eller pålysning kungöra, att vissa varor af dem försäljas eller uppköpas.” Därefter nämns att man i samband med detta ”[i]cke sällan begagnar samma uttryck (’offrera’, ’tillbjuda’ o.s.v.), som pläga förekomma i verkliga anbud.” Särskilt med anledning av detta anser Nya Lagberedningen det vara angeläget, ”till undvikande af möjliga missförstånd”, att ”dylika tillkännagifvanden förklaras falla utom området för bestämmelserna om anbud.” Den mest avgörande skillnaden mellan nämnda slags kungörelser och ”verkliga anbud” anses vara ”att de innebära uppfordran till allmänheten”. Enligt Nya Lagberedningen följer härav ”att det ej kan antagas vara utfärdarens afsikt att binda sig gent emot hvar och en, som får del af tillkännagifvandet.” Mot den bakgrunden menar Nya Lagberedningen att det i varje enskilt fall bör bedömas huruvida en ”allmännelig uppfordran” föreligger eller inte. Som vägledning för denna bedömning anges att mottagaren inte får betrakta ett ”tillkännagifvande” som anbud om det ”[f]innes anledning att antaga, att samma tillkännagifvande tillställts ett så stort antal personer, att en förpliktelse att med dem alla sluta köp ej kan vara åsyftad”. I anslutning till detta nämns att det ”härvid [kan] ha en viss betydelse, om och på hvilket sätt och med hvilken fullständighet tillkännagifvandet i fråga genom särskilda mekaniska hjälpmedel mångfaldigats.”³⁵

Man kan här fråga sig vilken typ av regel det är som Nya Lagberedningen föreslog, vad som egentligen motiverade regeln och vilka fall den tar sikte på.

Jag tolkar motivuttalandena som att bestämmelsen tar sikte på dåtidens jargong och metoder för att *gentemot allmänheten bedriva marknadsföring*: ”kringsändande af priskuranter eller cirkulär, genom anslag eller pålysning kungöra, att vissa varor af dem försäljas eller uppköpas.”

När det gäller motiveringen är förslaget dunkelt, men det är tydligt att förslaget bygger på vad en tillkännagivare typiskt sett måste avse i samband med aktuella uttalanden: ”det [kan] ej ... antagas vara utfärdarens afsikt att binda sig gent emot hvar och en, som får del af tillkän-

³⁵ NJA II 1901 s. 41.

nagifvandet”. Med andra ord görs ett antagande beträffande *tillkännagivares typiska avsikt* i samband med tillkännagivanden av aktuellt slag. Men om en avsikt att binda sig mot var och en kommer till *tydligt* uttryck i ett enskilt tillkännagivande, är det inte mycket i Nya Lagberedningens argumentation som talar för att tillkännagivaren inte skulle kunna bli bunden. Bl.a. därför uppfattar jag den föreslagna regeln som en *tolkningsregel*, och inte som en regel som absolut begränsar möjligheterna att ådra sig förpliktelser mot var och en som accepterar.

Det ligger inte inbakat i viljeförklaringsteorin, eller någon annan teori till grund för Nya Lagberedningens förslag, eller avtalslagen, att det skulle vara rättsligt omöjligt att förplikta sig i förhållande till en obestämd adressatkrets,³⁶ och jag har svårt att se något vettigt rättspolitiskt skäl för en sådan begränsning av möjligheterna att ådra sig förpliktelser. Man skulle därför kunna resonera som Almén: ”Äfven om anbudet bör derför, såvidt vi kunna finna, gälla hvad, som gäller ensidiga viljeförklaringar i allmänhet, eller att de kunna vara förpligtande utan att vara riktade till bestämd person. En medverkande orsak till, att man icke så sällan förnekat detta, ligger utan tvifvel deri, att det obestriddigen också gifves till allmänheten riktade viljeförklaringar, hvilka icke äro förpligtande för avgivaren. Detta är emellertid icke något enastående för de till allmänheten riktade viljeförklaringarna; äfven bland till en viss bestämd person gjorda viljeförklaringar, hvilka åsyfta att leda till ett aftal, finner man sådana, som äro, och sådana, som icke äro förpligtande. I ena som i andra fallet blir det en ofta vansklig quæstio facti att afgöra, huruvida viljeförklaringen i fråga är ett verkligt anbud eller om hvad, som förefallit, icke kan betraktas annorledes än som en till adressaten ställd anfordran eller uppmaning att sjelf framkomma med anbud.”³⁷

En annan sak är hur situationen ska behandlas när det *inte är tydligt* om tillkännagivaren avsett att bli bunden redan genom sitt tillkännagivande, och att det då i likhet med vad Nya Lagberedningens föreslog skulle kunna vara motiverat att uppställa en tolkningsregel som den ovan nämnda 11 §. Justitieråden Skarin, Herslow, Norberg och Hellström ansåg dock att den föreslagna regeln var överflödig, och justitierådet Bohman ansåg att den inte var nödvändig.³⁸ Den föreslagna

³⁶ Se t.ex. Almén, Tore, Om auktion II, Uppsala 1900 (Almén, Om auktion), s. 105 med hänvisningar; Karlgren, Studier, s. 78.

³⁷ Almén, Om auktion, s. 107 f.

³⁸ NJA II 1901 s. 16 och s. 41 f.

regeln intogs inte heller i avtalslagen. Däremot berörs den aktuella typen av tillkännagivanden i motiven till 9 § avtalslagen. Denna bestämmelse är som bekant tillämplig på meddelanden som skulle utgöra anbud om det inte vore för uttryck som "utan obligo" etc., och reglerar verkan av uppfordrarens passivitet. Följande anges i motiven: "Framhållas må emellertid, att enligt kommitténs mening någon skyldighet att avböja inkommande anbud i allmänhet icke kan grundas allenast därå att dessa framkallats genom annonser eller cirkulär, varigenom en affärsman givit till känna, att han säljer eller köper vissa varor eller eljest gör affärer av närmare angiven beskaffenhet ... Att dylika till allmänheten riktade tillkännagivanden icke själva har egenskapen av anbud, har ansetts överflödigt att uttala."³⁹ Således uttalas att sådana tillkännagivanden inte ens utgör uppfordran att avge anbud i den mening som avses i 9 §, med följd att en tillkännagivare typiskt sett inte blir bunden ens genom underlåtenhet att besvara inkommande anbud. Man skulle av motivuttalandena kunna lockas till ståndpunkten att till allmänheten eller en obestämd adressatkrets riktade meddelanden aldrig kan utgöra anbud.

En sådan slutsats framstår dock som tveksam. Enligt min mening tar även motiven till 9 § avtalslagen sikte på marknadsföring, dvs. "annonser eller cirkulär, varigenom en affärsman givit till känna, att han säljer eller köper vissa varor eller eljest gör affärer av närmare angiven beskaffenhet". Det framstår som rimligt att lagstiftaren avsåg "tillkännagivanden" av marknadsföringskaraktär, och inte "tillkännagivanden" av en definitiv vilja att bli bunden. För övrigt är det talande att lagstiftaren inte alls talar om viljeförklaringar, utan om tillkännagivanden.⁴⁰

Därför har jag svårt att finna något stöd i lag och förarbeten för att en förklaring inte skulle kunna anses utgöra ett anbud av det skälet att viljeförklaringen ifråga är riktad till en obestämd adressatkrets.

Ett andra led i utvecklingen kring kravet på bestämd adressatkrets, kan vara att något beröra om det föreligger något rättsligt relevant ändamålsskäl som skulle kunna motivera ett sådant absolut krav på bestämd adressatkrets som innebär omöjlighet att ådra sig bundenhet i

³⁹ NJA II 1915 s. 183.

⁴⁰ Dessutom tror jag inte heller att avsikten var att genom en enstaka mening i förarbetena åstadkomma ett rättsligt hinder för den som önskar att ådra sig bundenhet gentemot en obestämd allmänhet, utan att avsikten på sin höjd var att vägleda rättstillämpningen i samband med tolkning av vissa tillkännagivanden.

förhållande till en obestämd adressatkrets. För egen del har jag svårt att komma på något bärkraftigt argument för att avtalsfriheten skulle begränsas i det avseendet.⁴¹ Inte sällan kan det däremot ligga i avgivarens intresse att kunna ådra sig anbudsbundenhet gentemot en obestämd krets, t.ex. i samband med licenserbjudanden online. I sammanhanget kan för övrigt nämnas artikel II.-4:201 (2) i Draft Common Frame of Reference där följande anges: "An offer may be made to one or more specific persons *or to the public*" (min kurs.). Detta visar väl att det inte är en helt främmande eller kättersk tanke att det bör kunna vara möjligt att förbinda sig gentemot allmänheten.

Det avgörande bör enligt min mening vara om en definitiv och rättsligt relevant vilja (t.ex. allmän bundenhetsvilja) kommit till uttryck, inte hur många personer som adresseras. Men detta utesluter inte att man i rättstillämpningen, när det är *oklart* huruvida avgivaren uttryckt en definitiv vilja att bli bunden, väljer att *presumera* att en sådan vilja inte kommit till uttryck vid erbjudanden riktade till en obestämd adressatkrets, och sålunda tillämpar kravet på bestämd adressatkrets *in dubio*. Om nämnda krav över huvud taget ska uppställas, vill jag alltså hävda att det endast bör uppställas som led i en presumtionsregel. Hur ofta denna presumtionsregel bör uppställas kan diskuteras även avseende dubio-fallen, men jag lämnar här denna diskussion därhän.⁴²

Det torde framgå att jag för egen del är obenägen att frångå budpressmeddelanden respektive erbjudandehandlingar anbudsegenskaper redan på den grunden att de är riktade till ett stort antal för budgivaren kända och/eller okända aktieägare. Den relevanta frågan borde istället vara om budgivaren genom pressmeddelandet, respektive erbjudandehandlingen, uttryckt en definitiv och rättsligt relevant vilja att betala köpeskilling till de aktieägare som accepterar erbjudandet (se avsnitt 5 nedan). Om detta i det enskilda fallet inte kommer till tydligt uttryck, kan det framstå som motiverat att presumera att ett definitivt ställ-

⁴¹ Jfr dock Ramberg, s. 84, som menar att det skulle vara praktiskt svårt att upprätthålla en regel om bundenhet vid erbjudanden som riktar sig till en obestämd krets av personer. Jag delar inte den uppfattningen. En annan sak är att det kan framstå som beklagligt för en erbjudare med begränsad fullgörelsekapacitet att bli bunden i förhållande till ett stort antal personer, men detta är nog endast ägnat att motivera en presumtionsregel.

⁴² Jfr noten ovan samt t.ex. Almén, Om auktion, s. 108 f.; Markensis, B.S., m.fl., The German Law of Obligations, Oxford University Press 2001, s. 48 f.; Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law, DCFR, Full edition, Volume I, I.-1:101 to III.-4:207, Sellier 2009, s. 293.

ningstagande inte gjorts i sådana fall där erbjudandet är riktat till en obestämd adressatkrets. Oavsett om en presumtion bara ska uppställas och tillämpas vid otydlighet, eller om kravet på bestämd adressatkrets alltid ska uppställas som rekvisit för anbudsverkningar, framstår det för mig som alldeles givet att ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till en tillräckligt bestämd adressatkrets; det bör räcka att adressatkretsen är möjlig att fastställa.⁴³ Ett offentligt uppköpserbjudande riktar sig till aktieägare i ett visst bolag, och detta är en fråga om den obestämda allmänheten avskild och fastställbar krets av personer. Det möter i ett ändamålsperspektiv inga betänkligheter att anse kravet på bestämd adressatkrets uppfyllt i samband med budpressmeddelanden och erbjudandehandlingar; men det utesluter förstås inte att anbudsverkningar kan utebli på andra grunder (jfr t.ex. 9 § avtalslagen).

En helt annan fråga är vem som enligt erbjudandets innehåll är adressat, dvs. vem som gjorts berättigad att acceptera erbjudandet. Om en person genom förvärv blir aktieägare efter det att erbjudandet avgivits, får man genom tolkning av erbjudandet avgöra om den nye aktieägaren ska anses utgöra adressat i erbjudandets mening, vilket i praktiken oftast torde bli fallet även om man vid skrivbordet skulle kunna uppfinna problematiska situationer. Om ett erbjudande är partiellt och riktar sig till "storägare" (i strid mot TO-reglerna respektive NBK-reglerna), kan det dock vara knepigare att avgöra vem som egentligen har fått möjlighet att acceptera erbjudandet med avtalsverkan.⁴⁴

5. Definitivt ställningstagande

Som ovan nämndes erfordras, för att det ska föreligga ett anbud, att erbjudandet ger uttryck för ett *definitivt ställningstagande*, dvs. en definitiv och rättsligt relevant vilja. Enligt min mening är det också prövningen av detta som i första hand bör vara relevant när det avgörs om offentliga uppköpserbjudanden ska medföra anbudsverkningar i det enskilda fallet. Även om erbjudandet anses riktat till en tillräckligt bestämd adressatkrets (jfr ovan), kan anbudsverkningarna falla på den grunden att det offentliga erbjudandet eller uttalandet inte ger uttryck för ett definitivt ställningstagande. Vid behandlingen av detta kommer jag av utrymmesskäl endast att beröra sådana fall där det offentliga

⁴³ Jfr Adlercreutz, s. 136.

⁴⁴ Jfr AMN 2001:17.

erbjudandet, eller uttalandet, inte innehåller några förbehåll beträffande bundenheten (t.ex. fullföljandevillkor).⁴⁵

Frågan om ett offentligt erbjudande, eller uttalande, ger uttryck för ett definitivt ställningstagande, torde i praktiken bli aktuell främst beträffande *pressmeddelanden*. En i vederbörlig ordning upprättad och godkänd erbjudandehandling (prospekt) ger nog sällan upphov till frågan. Den kan dock aktualiseras i en inte obetydlig utsträckning vid pressmeddelanden, vilka i praktiken kan vara av helt olika karaktär. Nedan diskuteras uppfyllelsen av det aktuella kriteriet i anslutning till några pressmeddelanden som förekommit i praktiken, med förhoppning att i någon mån kunna illustrera rekvisitets möjliga tillämpning.

Det har ovan nämnts att det ibland pressmeddelas vad man kan kalla indikativa bud eller testballonger. Som exempel kan nämnas ett par pressmeddelanden som behandlas av Aktiemarknadsnämnden i AMN 2007:30 (Borse Dubai) och AMN 2008:39 (Peab).

Det första fallet avsåg ett pressmeddelande från Borse Dubai Ltd enligt vilket bolaget uttryckte att det ”avser att inleda en så kallad book-building-process med vissa utvalda investerare i syfte att genomföra förvärv av aktier i OMX Aktiebolag till ett pris om 230 kronor samt att ingå optionsavtal avseende aktier i OMX Aktiebolag till ett lösenpris om 230 kronor.” I pressmeddelandet angavs också dels att ”[e]ventuella erbjudanden som framgår härav lämnas inte till personer i [vissa] länder”, dels att ”[d]etta offentliggörande är inte och utgör inte något erbjudande om att förvärva”. Det andra fallet avsåg ett pressmeddelande från Peab AB (publ) där det angavs att ”[ä]lgare i Peab AB (publ) ... representerande cirka 71 procent av samtliga röster i bolaget (Förslagsställarna) har begärt att Peabs styrelse kallar till extra bolags-

⁴⁵ Beträffande villkorande offentliga erbjudanden, se särskilt Sjöman, Erik, Om villkorade och ovillkorade ”anbud” vid offentliga uppköpserbjudanden i Avtalslagen 90 år, Flodgren m.fl. (red.), Norstedts 2005, s. 95 ff. Det framstår enligt min mening som klart att erbjudandet avtalsrättsligt sett bör anses vara på sin höjd en uppfordran att avge anbud (jfr 9 § avtalslagen) om budgivarens villkor är sådant att den egna bundenhetens inträde är beroende av att vissa omständigheter inträffar (suspensivt villkor). Om villkoret däremot endast går ut på att en förbehållen återkallelse inte sker (resolutivt villkor), möter det enligt min mening inga avtalsrättsliga hinder mot att betrakta erbjudandet som ett anbud; jfr ovan angående anbuds-kriterierna. Om återkallelse får ske även efter det att accept förekommit, kan eventuellt hävdas att anbud ej föreligger (jfr Adlercreutz, s. 61), men denna situation är också väldigt lik den som råder vid öppet köp, dvs. när avtal ingåtts som innehåller en rätt att frånträda (jfr Karlgren, Studier, s. 155 ff.).

stämma för att, i enlighet med ett av Förslagsställarna lämnat förslag ... besluta om att lämna ett offentligt erbjudande till aktieägarna och konvertibelinnehavarna i Peab Industri AB ... (Erbjudandet) ... samt att fatta nödvändiga beslut för genomförande av Erbjudandet.” Därefter framgår av pressmeddelandet hur förslaget till erbjudande är formulerat.

Finansinspektionen ansåg att Borse Dubai genom pressmeddelandet hade avgivit ett offentligt uppköpserbjudande. Därvid synes Finansinspektionen ha fäst avseende vid att Nasdaq Stock Market Inc. redan hade offentliggjort ett erbjudande, att pressmeddelandet var något motsägelsefullt samt att ett par aktörer på marknaden de facto uppfattat meddelandet som ett erbjudande (se Finansinspektionens beslut, FI Dnr 07-7095, daterat 2007-08-23). Aktiemarknadsnämnden tog ingen synbar ställning i denna fråga, utan ansåg att förfarandet stred mot god sed på aktiemarknaden oavsett om meddelandet utgjorde ett offentligt uppköpserbjudande eller inte. Peab-fallet blev föremål för Aktiemarknadsnämndens prövning till följd av att det hade uppmärksamats att pressmeddelandet hade ”uppenbara likheter” med ett sådant pressmeddelande som enligt TO-reglerna ska lämnas vid offentliga uppköpserbjudanden, varefter Aktiemarknadsnämnden emellertid godtog att meddelandet istället skulle uppfattas som något annat.

Det framstår för mig som ett metodologiskt misstag att tillmäta Finansinspektionens beslut, respektive Aktiemarknadsnämndens bedömningar, alltför stort rättskällevärde vid bedömning av om pressmeddelanden utgör anbud i avtalslagens mening. Detta beror bl.a. på att det kan förekomma och har förekommit att pressmeddelanden bör behandlas som offentliga uppköpserbjudanden *trots* att de inte utgör anbud i avtalsrättslig mening, detta av hänsyn till de ändamål och principer som uppbär det aktiemarknadsrättsliga regelverket (kursbildning m.m.) – jfr AMN 1998:7 (IVO, Gullspång) och AMN 2000:13 (Partek). Bedömningen av om ett pressmeddelande utgör ett offentligt erbjudande respektive om det utgör ett anbud i avtalslagens mening behöver således inte sammanfalla, även om Aktiemarknadsnämnden uttalat att ett ”offentligt erbjudande riktat till aktieägare i ett visst bolag ... från civilrättslig synpunkt [är] ett anbud” – AMN 2003:29.

För egen del anser jag att Borse Dubai-fallet och Peab-fallet närmast utgör skolexempel på fall där ett definitivt ställningstagande inte kommit till uttryck i avtalsrättslig mening. Det framstår inte som befogat att uppfatta Borse Dubais uttalande som uttryck för att bolaget tagit ställning till att köpa aktier respektive ingå optionsavtal, utan pressmeddelandet informerar om en igångsatt process som kan leda till att

erbjudande avges i framtiden. Detsamma gäller Peabs pressmeddelande, eftersom det framgår att det endast begärts extra bolagsstämma för att fatta beslut om att avge ett erbjudande. Således menar jag att det inte går att acceptera denna typ av pressmeddelanden med följd att det för pressmeddelaren uppkommer obligationsrättslig skyldighet att betala köpeskilling mot utfående av aktier.

Däremot förekommer pressmeddelandefall som ligger något närmare en uppfyllelse av kravet på uttryck för ett definitivt ställningstagande.

I AMN 1998:7 var bakgrunden att ett finskt bolag, Imatran Voima Oy (IVO), hade förvärvat ett stort antal aktier i Gullspång Kraft AB (Gullspång) och därefter pressmeddelade att "IVO fortsätter att köpa B-aktier i Gullspång över Stockholms Fondbörs till 126 kronor per aktie" och senare att det skulle fortsätta köpa sådana aktier under några veckor framöver. I AMN 2000:13 var bakgrunden likartad. Ett finskt bolag, Partek Oyj Abps (Partek), hade ett betydande aktieinnehav i Kalmar Industries AB (Kalmar). Partek pressmeddelade att det hade uppnått 92,8 % av aktier och röster i Kalmar, och att Partek hade för avsikt att tills vidare förvärva ytterligare aktier i marknaden till en kurs av 126 kronor.

I båda dessa fall ansåg Aktiemarknadsnämnden att meddelandena bör behandlas som offentliga erbjudanden vid tillämpning av det i båda ärendena aktuella regelverket (NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv). Aktiemarknadsnämnden uttalade att rekommendationen förutsatte att den som lämnat ett offentligt erbjudande blir bunden såsom anbudsgivare enligt avtalsrättsliga principer, och att detta var tveksamt i det aktuella fallet. Nämnden ansåg dock att ordalydelsen i rekommendationen inte uteslöt att den tillämpades på "andra förfaranden med karaktär av offentligt erbjudande än sådana som den enligt det nyss anförda tar sikte på", och ansåg att syftet med prospektskyldigheten får anses göra sig gällande på samma sätt vid aktuella pressmeddelanden som vid "mera traditionella tillvägagångssätt".

Pressmeddelandena i IVO-fallet och Partek-fallet ligger närmare en uppfyllelse av kravet på definitivt ställningstagande än meddelandena i Borse Dubai-fallet och Peab-fallet. För egen del anser jag dock att varken IVO-meddelandet eller Partek-meddelandet uppfyller kravet. Gemensamt för pressmeddelandena är att de upplyser om en strategi som IVO respektive Partek hade, dvs. att köpa värdepapper över börsen, men detta är inte samma sak som att bolagen uttryckte sig ha tagit ställning och att det inte erfordrades någon ytterligare åtgärd på bolagens

sida för att avtal (fullgörelseskyldighet) skulle komma till stånd. Aktieägarna uppmuntras snarare att göra affär över börsen.

Ett praktiskt fall där rekvisitet möjligen kan anses uppfyllt är dock AMN 2001:17 (Traction-Matteus). Bakgrunden var att AB Traction, i konkurrens med ett annat erbjudande från Nordiska Holding AB (Nordiska) till aktieägarna i Matteus AB (Matteus), hade offentliggjort ett pressmeddelande med rubriken: "Traction alternativ för Matteus". I pressmeddelandet angavs bl.a. följande: "Traction ... har beslutat sig för att erbjuda ett alternativ till Matteus och dess ägare. Till Matteus storägare säger vi: Sälj tillsammans c:a 7 miljoner aktier till oss och låt oss leda förädlingen och utvecklingen av Matteus. Vi är villiga att erlægga 18 SEK per aktie, att betalas med en 5-årig obligation med 6 % ränta, alternativt 16 SEK kontant. Erbjudandet till storägarna ...".⁴⁶

Aktiemarknadsnämnden ansåg (förstås) att meddelandet utgjorde ett offentligt erbjudande. Även om det inte på ett tydligt sätt framgår av meddelandet att Traction därigenom uttrycker en definitiv vilja att genom meddelandet bli rättsligt bundet gentemot "storägarna" i Matteus, går det att med visst fog uppfatta detta, inte minst mot bakgrund av att det i pressmeddelandet faktiskt anges att det är fråga om ett erbjudande, att villkoren är preciserade och att det redan förelåg ett offentligt erbjudande från Nordiska.⁴⁷

Viss tvekan kan uppkomma även när det gäller erbjudanden som offentliggörs genom sådana pressmeddelanden som till skillnad mot nyss berörda fall är i överensstämmelse med punkten II.3 i TO-reglerna respektive NBK-reglerna. Sådana meddelanden inkorporerar TO-reglerna respektive NBK-reglerna samt innehåller besked om när en erbjudandehandling beräknas bli offentliggjord och en tidsplan för erbjudandets genomförande. Det förutsätts väl i allmänhet att erbjudandet kan accepteras först efter det att erbjudandehandlingen offentliggjorts, och acceptfristen får enligt reglerna inte börja löpa förrän det har skett. Betyder detta att ett definitivt ställningstagande inte kommit till uttryck? Inte nödvändigtvis. Det som talar för att ett definitivt ställningstagande ändå kan ha kommit till uttryck, är att budgivaren redan genom pressmeddelandet satt bollen i rullning, dvs. att en erbjudande-

⁴⁶ För diskussionsändamål bortses från att meddelandet var villkorat av styrelseposter.

⁴⁷ En annan sak är att det eventuellt kan framstå som svårt att avgöra vem som är storägare i erbjudandets mening, i vart fall om erbjudandet hade avsett aktier i annat noterat bolag än Matteus, och att pressmeddelandet också innehöll att erbjudandet till storägarna var villkorat av att Traction kunde besätta majoriteten i styrelsen.

handling måste offentliggöras (jfr punkten II.6 i TO-reglerna respektive NBK-reglerna), och att budgivaren enligt reglerna inte får återkalla erbjudandet om det inte innehåller tillåtna fullföljandevillkor. Betyder detta också att aktieägare kan acceptera pressmeddelandet? Med ett rent avtalsrättsligt synsätt skulle detta kunna vara möjligt om övriga anbudsförutsättningar är uppfyllda. Däremot kan något annat eventuellt anses följa av de tillämpliga TO-reglerna respektive NBK-reglerna, men jag vill för egen del inte tolka reglerna på det sättet. Vad gäller om budgivaren mot förmodan inte offentliggör en erbjudandehandling? Denna fråga illustrerar problematiken vid besvarande av den förra frågan. Kanske är det så att ett underlåtet offentliggörande av en erbjudandehandling bör jämföras med en otillåten återkallelse, och att aktieägare kan acceptera pressmeddelandet och kräva fullgörelse på avtalsrättslig grund eller skadestånd.⁴⁸ Om regelverket inte tillämpas på det sättet, kan det kanske ifrågasättas om regelverket motsvarar de regleringskrav som följer av det bakomliggande EU-direktivet om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

⁴⁸ Jfr Lindskog, s. 161.

Författarpresentationer

Lars Afrell var departementsråd och chef för värdepappersmarknadsenheten i Finansdepartementet från år 1998 till 2008. Idag är han chefsjurist på Svenska Fondhandlareföreningen. Lars Afrell har lång erfarenhet av internationellt lagstiftningsarbete på värdepappersmarknaden, särskilt i EU. Han är medlem av den överklagandenämnd i EU som prövar beslut av de europeiska tillsynsmyndigheterna (ESA Board of Appeal).

Ulf Aspenberg är civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Han arbetade från år 1991 till 2006 i Handelsbanken, dessförinnan i bl.a. SEB. Hans huvudsakliga arbetsområden har varit börsintroduktioner, uppköpserbjudanden, emissioner och aktierelaterade incitamentsprogram i börsbolag. Han är ledamot av Aktiemarknadsnämnden sedan dess tillkomst, ledamot av Aktiespararnas Bolagskommitté och styrelseordförande i PSG Capital AB.

Jan-Mikael Bexhed är advokat och delägare i SALC Advokatbyrå samt adj. universitetslektor. Han har tidigare varit chefjurist hos Försäkringsaktiebolaget Skandia och dessförinnan tjänstgjort i olika domstolar och som utredningssekreterare hos Finansdepartementet. Han är ledamot i Aktiemarknadsnämnden.

Ragnar Boman är civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Han är föredragande i Aktiemarknadsnämnden sedan år 1994, ersättare i Stockholmsbörsens disciplinnämnd sedan 1993, ledamot av Swedsecs disciplinnämnd sedan 2001. Han har också styrelseuppdrag i några mindre företag och stiftelser.

Lars Bredin är jurist med en traditionell domarkarriär som avslutades i Göta hovrätt. Han var departementsråd i dåvarande Ekonomidepartementet, vice börschef vid Stockholms fondbörs åren 1981 till 1998 och börschef under åren 1998 och 1999. Lars Bredin var styrelseordförande

i Swedsec AB från år 2000 till 2008, ledamot av Aktiemarknadsnämnden från år 1999 till 2011 och är sedan år 2011 ledamot av Swedsecs disciplinnämnd. Han var också sakkunnig eller expert i bl.a. Aktiebolagskommittén och Värdepappersmarknadskommittén.

Karl-Erik Danielsson är advokat sedan år 1979. Efter många år som biträdande jurist och delägare på Advokatfirman Lagerlöf grundade han år 1992 tillsammans med fem andra advokater Gernandt & Danielsson Advokatbyrå, där han fortfarande är verksam. Han har främst arbetat med frågor som rör aktiebolagsrätt och tvistlösning.

Per-Ola Jansson är jurist med lång yrkesmässig erfarenhet av de finansiella marknaderna. Han har inom regeringskansliet medverkat i lagstiftningsarbete rörande dessa marknader, men har som huvudsaklig yrkesverksamhet haft uppgifter med direkt anknytning till marknaderna. Under nästan två decennier var han verkställande direktör i Svenska Fondhandlareföreningen. För närvarande är han verksam som styrelseledamot i flera svenska och utländska företag med finansiellt inriktad rörelse.

Björn Kristiansson är advokat och partner i advokatbyrån Hannes Snellman, specialiserad på bolags- och börsrätt. Han är också verkställande ledamot i Kollegiet för svensk bolagsstyrning som ansvarar för den svenska bolagsstyrningskoden och, efter nedläggningen av Näringslivets Börskommitté förra året, också för de svenska reglerna rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Stefan Lindskog är jur.dr. Han har varit verksam på advokatbyrå i mer än 30 år och är sedan år 2008 justitieråd i Högsta domstolen, sedan år 2011 tillika ordförande på avdelning. Lindskog har också varit rättsvetenskapligt verksam, bl.a. genom böcker och artiklar i huvudsakligen civilrättsliga ämnen.

Annika Lundius är tidigare departementsråd och chef för bankenheten i Finansdepartementet. Från år 2002 till 2004 var hon rättschef tillika finansråd och chef för Finansmarknadsavdelningen i samma departement. Under åren 2004 till 2007 var hon VD i Försäkringsförbundet och Försäkringsbranschens arbetsgivarorganisation. År 2007 tillträdde hon som vice VD på Svenskt Näringsliv, vilket är också är hennes nuvarande position.

Johan Lycke är Head of Compliance på Swedbank LC&I sedan år 2010. Han var sekreterare i Marknadsmissbruksutredningen som lämnade förslag för genomförandet av marknadsmissbruksdirektivet i svensk rätt samt sekreterare i Värdepappersmarknadsutredningen som lämnade förslag för genomförandet av MiFID i svensk rätt. För närvarande är han sekreterare i den utredning som ska föreslå hur svensk lagstiftning ska anpassas för att uppfylla kraven i kommande EU-rättsakter om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

Gustaf Sjöberg är docent och assessor i Svea hovrätt. Han arbetade under nästan hela 1990-talet som sekreterare i offentliga utredningar på bankområdet. Därefter har Sjöberg deltagit i flera utredningar på det finansmarknadsrättsliga området som expert och sakkunnig. Han är för närvarande ledamot i Finanskriskommittén. Sjöberg är också ledamot av Finansinspektionens styrelse. Han leder forskningsavdelningen för finansmarknadsrätt vid Stockholm Centre for Commercial Law.

Erik Sjöman är advokat och delägare i Advokatfirman Vinge. Han är ledamot av NASDAQ OMX Stockholms bolagskommitté.

Rolf Skog är ekon.lic. och jur.kand. Han arbetar med aktiebolagslagstiftning vid Justitiedepartementet och har bl.a. varit sekreterare i Aktiebolagskommittén och Takeover-utredningen. Han är vidare direktör i Aktiemarknadsnämnden och adjungerad professor i bolags- och börsrätt vid Handelshögskolan, Göteborgs universitet.

Joakim Strid är chef för Handelsövervakning vid NASDAQ OMX Nordiska börser och ansvarar därmed för löpande övervakning av handel i aktier och aktierelaterade instrument, derivatinstrument och räntebärande instrument i fyra länder. Han har tidigare arbetat som ansvarig för regelefterlevnad och riskhantering inom bank och kapitalförvaltning.

Bo Svensson är f.d. justitieråd och var Högsta domstolens ordförande från år 2002 till 2007. Han har varit ordförande i bl.a. Aktiemarknadsnämnden och Bokföringsnämnden. Svensson var ordförande i Aktiebolagskommittén samt utredningsman i Utredningen om aktiekapital och redovisning i utländsk valuta, Utredningen om revisorer och revision och Utredningen om mutor. Han är ordförande i disciplinnämnden vid Nordic Growth Market och Burgundy.

Karin Wallin-Norman har under många år arbetat som värdepappersjurist inom det finansiella området, bl.a. cirka tio år som chefsjurist på VPC. Hon disputerade år 2009 på avhandlingen "Kontorätt – rätt till kontoförda värdepapper". Hon har medverkat som expert i lagstiftningsarbetet både i Sverige och internationellt inom UNIDROIT och EU i samband med harmonisering av regler för rättsverkan av registreringar på värdepapperskonton. Hon arbetar numera som värdepappersrättslig konsult och undervisar även vid Linköpings universitet, avdelningen för Affärsrätt.

Daniel Vargö är advokat och verksam vid Nord & Co. Advokatbyrå.

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

Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad, 2009

