

Balans nr 1 - 2002

Fungerar självregleringen på värdepappersmarknaden utan övervakning?

Av Jur dr Catarina af Sandeberg

Ett bolag är vid börsnotering dels bundet av lagar och förordningar, dels av noteringsavtalet med börsen. Därutöver finns emellertid en rikhaltig flora av rekommendationer och allmänna råd utfärdade av branschorganisationer och marknadsaktörer, samt även den praxis som utvecklats av aktiemarknadens aktörer. Den rättsliga innebörden i det som benämns självreglering är emellertid oklar, såsom exempelvis vilka rättsföljder som kan knytas till de rekommendationer som ges ut av de fristående organisationerna.

1 Inledning

Har överträdelse av en lagregel ägt rum behöver domstolen inte undersöka normens bindande karaktär. Men är det å andra sidan fråga om en regel som utfärdats av marknads självreglerande organ, s k självreglering, krävs att domstolen även prövar huruvida denna norm är bindande för vederbörandes handlande.

Vissa delar av självregleringen på värdepappersmarknaden har civilrättslig karaktär genom att ha formen av avtal. Börsbolagens åtaganden gentemot börsen regleras genom det s k noteringsavtalet. Detta avtal är ett civilrättsligt avtal mellan börsen och respektive bolag, vilket kräver undertecknande av parterna innan handel med aktierna påbörjas i bolagets fondpapper. I och med undertecknande av noteringsavtalet ikläder sig bolaget en rad förpliktelser i enlighet med avtalet. Noteringsavtalet innehåller skyldighet att upprätta prospekt för varje bolag som noteras vid någon av börslistorna, samt en rad bestämmelser om bolagets informationsansvar gentemot börsen. Avtalet kan även ses som ett åtagande att kontinuerligt uppdatera de uppgifter som en gång gavs i prospektet. Vid brott mot avtalet träder sedvanliga avtalsrättsliga sanktionsmöjligheter in.

När en fristående organisation som Näringslivets Börskommitté eller Aktiemarknadsnämnden uttalar sig i informationsfrågor faller kontrollen av efterlevnaden naturligt in i börsernas övervakande verksamhet, och börsen kan tillgripa någon av de sanktionsmöjligheter som står

till buds. Vidare finns en fungerande kontrollapparat mellan medlemmarna i branschorganisationer, genom att medlemmarna övervakar att de fristående organens rekommendationer och råd efterlevs av medlemsföretagen. Om ett aktiemarknadsbolag skulle välja att inte följa exempelvis ett uttalande av Aktiemarknadsnämnden finns emellertid inte någon formell sanktionsmöjlighet att tillgripa. Aktiemarknadsnämnden står inte i något obligationsrättsligt förhållande till aktiemarknadsbolagen, och det finns inte heller någon bestämmelse i noteringsavtalet som stadgar skyldighet att följa god sed på aktiemarknaden. Den rättsliga innebörden i det som benämns självreglering är oklar, såsom exempelvis vilka rättsföljder som kan knytas till de rekommendationer som ges ut av de fristående organisationerna.

1.1 Argumenten för respektive *emot* självreglering

En väl fungerande marknad bygger på att allmänheten hyser förtroende för marknaden. Detta innebär att medborgarna skall kunna investera sitt kapital i förvisningen om att risken med investeringen inte är större än vad han vid sitt investeringsbeslut kunnat kalkylera med. För att detta mål skall uppnås krävs att staten genom lagstiftning och andra åtgärder ombesörjer en tillfredsställande reglering av verksamheten. Med ”rätt” lagstiftning kan staten sålunda bidra till en utveckling av näringslivet, och därmed samhället. Självreglering i sin renodlade form innebär att exempelvis en branschorganisation eller en börs utan stöd i lag eller författning fastställer regler vilka dess medlemmar förbinder sig att efterleva. Denna form för självreglering är avtalsrättsligt reglerad, och som sådan direkt bindande för medlemmarna. En annan form av självreglering är de rekommendationer som utfärdas av branschens aktörer och organisationer. Denna form av reglering är inte civilrättsligt sanktionerad, utan den sanktion som kan drabba en aktör vid överträdelse är uteslutning ur den organisation vars regler överträts, den badwill bolaget ådrager sig i och med överträdelsen etc.

Inte minst rättsekonomer föredrar dispositiva regler på aktiebolagsrättens område. Ett ofta framfört argument för självreglering är att många detaljerade lagregler inte alltid är det bästa sättet att förhindra juridiska konflikter. Lagar och regler är ett ur praktisk synvinkel lätthanterligt system för börsbolags styrning och kontroll genom att de erbjuder färdiga och standardiserade regler som också gör det möjligt att hålla nere kostnaderna för avtal och kontrakt. Kännetecknande för aktiebolaget som associationsform är att delägarna inte har något personligt ansvar för bolagets skulder. Aktieägarnas risktagande är med andra ord begränsat till den ursprungliga kapitalinsatsen. Den svenska inställningen har hittills varit att den personliga ansvarsfriheten utgör ett stort privilegium, och att aktieägarna därför får tåla en

stor mängd tvingande lagregler som är kostsamma och obekväma. Tvingande lagstiftning är således priset för ansvarsfriheten. Men förespråkare för självreglering hävdar att i en fri marknadsekonomi kontraktsfrihet bör gälla, dvs parterna bör själva ingå och utforma avtal. Detta bör enligt vissa förespråkare även gälla börs- och bolagsrätten. Framför allt inom den s k Chicagoskolan har framförts argument för en kraftig minskning av regleringen på det finansiella området. Utifrån främst ekonomiska motiv har man försökt visa att marknadskrafterna själva är i stånd att säkra en väl fungerande och effektiv marknad för handel med börsnoterade värdepapper (se t ex Calabresi, G, Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules; Cooter, R, - Ulen, T, Law and Economics). I debatten har emellertid framkommit att det inte är alldeles självklart att självreglering kan vara tillfyllest, och att det är lämpligare att överlåta problemlösning till marknadskrafterna inom vissa rättsområden än inom andra.

Nackdelen med lagar och förordningar är att det tar lång tid för lagstiftaren att anpassa regelverket till rådande marknadsförhållanden. De självreglerande organen har på ett helt annat sätt möjlighet att snabbt anpassa regelverket, och det huvudsakliga argumentet som brukar anföras för självreglering är flexibiliteten och snabbheten. Regelbildningen kan ske med stor snabbhet, och vid förändrade marknadsförhållanden kan regelverket förändras i takt med de ändrade förhållandena. Detta sker dock inte i den utsträckning man kan förvänta sig. Bristande resurser från de självreglerande organens sida har lett till att självreglering inte skett i den takt man möjligen skulle kunnat förvänta sig. Ofta har reglering av en fråga skett i efterhand, som en reaktion på en händelse eller företeelse, i stället för reglering på förhand. Som exempel kan nämnas att Aktiemarknadsnämnden bildades i efterdyningarna av den s k Leo-affären, och att budplikt motarbetades av näringslivet ända tills Trustor-skandalen inträffade.

Ett annat tungt vägande argument för självreglering är att motsättningen mellan marknadens aktörer och ett offentligt tillsynsorgan undviks. Förespråkarna menar även att de sanktioner som inträder vid agerande i strid med regelverket, dvs exempelvis uteslutning eller t o m badwill, upplevs som strängare än exempelvis bötesstraff.

Bland de argument för självreglering som traditionellt framförs kan nämnas

- de marknadsaktörer som deltar i framtagandet av reglerna är experter inom området,
- kostnaden för självreglering är ofta låg, samt bärs av marknaden,
- lagregler innebär ofta minimistandarder, medan man vid självreglering kan skapa högre normativa standarder samt

- självreglering minskar belastningen på rättssystemet.

Motståndarna menar att självreglering medför osäkerhet om rådande rättssituation, och anför som ytterligare argument att efterlevnaden är osäker eftersom sanktionsmöjligheterna är knappa eller obefintliga. Osäkerhet råder således om hur domstolen skulle komma att ställa sig vid i domstol anhängiggjord fråga om rättsverkan av ett beslut träffat av ett av marknadens självreglerande organ. En annan nackdel är att de självreglerande organen ibland uppfattas representera ett partsintresse, och därför i vissa fall inte anses ha hela marknadens förtroende. Alla frågor lämpar sig inte för självreglering. Exempelvis bör kriminella handlingar straffsanktioneras i lag. Jul Clausen menar att den börsrättsliga regleringen måste ses ur flera olika synvinklar beroende på vilka förhållanden som är för handen, och att avgörande för om självreglering är lämplig är vilken partsrelation som är aktuell (Clausen, N,J, Börsnoterede selskaber – kan markedet regulere sig selv?).

- Ett förhållande är det bolagsrättsliga, där utgångspunkten är de bolag som valt att notera sina aktier.
- Ett förhållande är det marknadsorienterade, varvid vikt bör läggas vid att säkra en väl fungerande marknad för förmedling av kapital mellanverksamheter med kapitalbehov och investorer med kapitalöverskott.
- Ett annat förhållande är frågan om tillsyn, där tonvikten skall läggas på att offentliga myndigheter utövar tillfredsställande tillsyn över värdepappersmarknadens aktörer.
- Slutligen måste frågan bedömas utifrån det inter pares-relaterade förhållandet, vilket rör rättsförhållandet mellan de parter som är direkt involverade i handel, rådgivning etc rörande värdepappren.

Jul Clausens poäng är att behovet av lagstiftning varierar beroende på vilken relation förhållandet avser. Ur bolagsrättslig synpunkt krävs en väl fungerande aktiebolagslag, medan bolagens inter-pares relaterade förhållanden kan överlämnas till bolagen själva eller marknadsaktörerna att reglera.

Svaret på frågan om vilka områden som lämpar sig för självreglering torde vara huruvida den eftersträvade effekten, dvs efterlevnad av regelverket, kan uppnås genom självreglering. Prevention kan teoretiskt byggas direkt på nyttomaximeringsprincipen; beroende på förväntad nytta får aktören incitament att handla på ett sådant sätt att skador förebyggs. Inom ramen för rättsekonomi har utvecklats modeller för beräkning av kostnader för handlande och skador, där utgångspunkten är att om det finns en culpapregel i lagen lönar det sig för skadegöraren att

visa aktsamhet. Genom allokering av ersättningsskyldighet till den som lättast kan förebygga en skada kan man således uppnå den bästa preventiva effekten. Innehåller lagen inte en ansvarsregel kommer skadevällare inte att visa aktsamhet men däremot de skadelidande. Även en medvållanderegler krävs för att även dessa aktörer skall visa aktsamhet. Blir de skadlidande alltid kompenserade har de ingen anledning att vara aktsamma, dvs de tar större risker än vad som annars skulle vara fallet.

1.2 Ansvar vid överträdelse av icke-bindande regler och normer

Som framgått ovan är den rättsliga innebörden i det som benämns självreglering oklar, såsom exempelvis vilka rättsföljder som kan knytas till de rekommendationer som ges ut av de fristående organisationerna. Regler som ej utgör lag eller författning är inte bindande, och en överträdelse av dessa regler leder inte självklart till skadeståndsansvar. I förarbetena till ABL uttalas att allmänna råd liksom föreskrifter kan betecknas som regler, och att skillnaden dem emellan består i att föreskrifter i princip är bindande för myndigheter och enskilda, dvs anger vad dessa skall iaktta och vad följden blir om uppställda regler inte följs, medan allmänna råd anger hur någon kan eller bör handla i en viss situation (se t ex prop 1973:90 sid 203). Reglerna är således snarast av karaktären sedvanerätt.

Inte heller Finansinspektionens sanktionsmöjligheter sträcker sig självklart till att omfatta den normbildning marknadens aktörer själva skapar genom uttalanden och rekommendationer. Finansinspektionen utövar med stöd av lag tillsyn över ett stort antal aktörer på värdepappersmarknaden. Finansinspektionen har i första hand att övervaka efterlevnaden av den värdepappersmarknadsrättsliga lagstiftningen samt de föreskrifter inspektionen meddelat. Finansinspektionen bör även ha att övervaka huruvida ett bolag som står under inspektionens tillsyn iakttar i vart fall centrala delar av självregleringen. Det är dock svårt att bedöma huruvida inspektionen kan vidta formella sanktioner mot ett bolag som underlåtit att iaktta de normer som etablerats av marknadens fristående organ. I förarbetena till lagen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden uttalas att lagstiftningen bör innehålla vissa grundläggande regler vilka bör utgöra en ram, inom vilken olika slag av självreglering kan förekomma (prop 1990/91:142 sid 82). Här uttalas vidare att Finansinspektionen skall spela en aktiv roll genom att meddela föreskrifter samt ingripa vid osunda beteenden. Möjligen utesluter inte uttalandet att tillsynsmyndighetens sanktionsmöjlighet sträcker sig över den självreglerande verksamheten. Som jämförelse kan nämnas att på de amerikanska och brittiska värdepappersmarknaderna tillsynsmyndigheterna Securities and Exchange Commission, SEC, respektive Financial Services Authority, FSA, utövar kontroll över de

självreglerande organens verksamhet. Härigenom har de indirekt kontroll över att självregleringen på marknaden efterlevs.

Olika typer av självreglering får dock betydelse vid culpabedömningen. Exempelvis i rättsfallet NJA 1995 s 693 slår HD fast att ett råd har större betydelse för vårdslöshetsbedömningen om det ger uttryck för en ”etablerad eller önskad sedvänja”. HD uttalar även att "den som följt ett sådant råd oftast kan anses ha varit tillräckligt aktsam, men det kan ligga nära till hands att anse att den som avvikit från ett rekommenderat handlings sätt har gjort sig skyldig till vårdslöshet.”

En fondkommissionär lät en kund handla med indexoptioner utan att i förväg informera kunden om riskerna med handel med indexoptioner. Detta innebar att fondkommissionären ej följt (dåvarande) Bankinspektionens allmänna råd, vilka bl a föreskriver att kommissionären måste informera kunden om vilka risker en investering i indexoptioner är behäftad med. Kunden informerades ej om riskerna, bl a fick kunden inte den skriftliga information rörande risken med indexoptioner som kommissionären var skyldig lämna. Kunden förlorade 3 500 000 kronor.

HD betonade att till skillnad från myndighetsföreskrifter myndigheternas allmänna råd inte är bindande, och ansåg sig ej kunna ålägga kommissionären ansvar på den grund att de allmänna råden ej följts. HD menade även att betydelsen av ett råd förstärks om det har utfärdats av en myndighet som ett led i myndighetens tillsynsverksamhet. HD uttalar vidare att eftersom allmänna råd principiellt sett saknar bindande verkan, enbart det förhållandet att de inte har följts i ett visst fall inte kan grunda skadeståndsskyldighet. Däremot kan allmänna råd allt efter sin karaktär, ha betydelse för en bedömning av om omständigheterna i ett fall är sådana att skadeståndsgrundande vållande skall anses föreligga. Sålunda, menar HD, kan den som har följt ett exempel i allmänna råd ofta bedömas ha handlat med tillbörlig aktsamhet, medan det kan ligga nära till hands att anse att den som har avvikit från ett rekommenderat handlings sätt har gjort sig skyldig till vårdslöshet.

HD uttalade att särskild betydelse vid bedömningen skall tillmätas huruvida

- de allmänna råden har utfärdats av en myndighet som ett led i tillsynsverksamhet,
- de allmänna råden ger uttryck för en etablerad eller önskvärd branschsedvänja samt
- det rör sig om regler som tar sikte endast på formalia eller om det gäller sådana som har materiellt innehåll.

1.3 Sammanfattning

Vid överträdelse av en regel som inte utgör lag eller författning måste först och främst en bedömning göras från fall till fall huruvida det kan anses vara vårdslöst att inte följa regeln. I enlighet med HD:s resonemang har överträdelse av icke-bindande regler betydelse vid culpabedömningen. Den som avviker från ett rekommenderat handlingsätt har enligt HD gjort sig skyldig till vårdslöshet, vilket kan verka ansvarsgrundande.

Börsens sanktionsmöjligheter omfattar de regler och rekommendationer som utgör bilagor till noteringsavtalet. Utöver börsens möjligheter till administrativa sanktioner och inomobligatoriskt ansvar torde överträdelse av avtalet eller av någon av de normer som föreskrivs av marknadens organ kunna bli avgörande vid en culpabedömning.

Oklart rättsläge anses ofta vara ett starkt motiv för ny lagstiftning. Säkert bör dock många oklara frågor lösas via självreglerande organ. Hur skall man då lösa den viktiga frågan om arbetsfördelningen mellan lagstiftaren och andra regelskapande organ? Marknadens egen reglering kan utgå ifrån att man överlåter till inblandade parter att själva utifrån en allmän princip om avtalsfrihet fastställa rättigheter och plikter, alternativt överlåta normgivningsmakt åt inblandade parter och deras intresseorganisationer. En väg att hitta en balans mellan lagstiftning och självreglering är att överväga möjligheten att utöva kontroll över de självreglerande organen på samma sätt som det amerikanska SEC och engelska FSA. I England spelar the City Panel on Takeovers and Mergers och FSA en central roll som tillsynsmyndighet över de självreglerande organen, och garantier för att rättssäkerheten upprätthålls sker genom att man har särskilda procedurregler för att tillse efterlevnaden av reglerna. I USA skall reglerna godkännas av tillsynsmyndigheten SEC. De självreglerande organen kommer själva knappast att skapa någon egen kontrollapparat eller annan form för fortlöpande tillsyn. Om självregleringen skall ha en plats i normgivningssammanhang bör övervakningen av denna reglering naturligen ske av samma tillsynsmyndighet som övervakar normgivningen i övrigt. Tillsynsmyndigheten skulle följaktligen kunna ges en uppgift vad beträffar efterlevnaden inte endast av lagstiftning och myndighetsföreskrifter, utan även av marknadens egen reglering.

I anslutning till förarbetena till ny börslagstiftning betonades att det måste krävas av sanktionssystemen på värdepappersmarknaden att rättssäkerheten för marknadens aktörer garanteras, och att marknaden måste präglas av förutsägbarhet och likabehandling såväl vad gäller handel som sanktioner (prop 1991/92:113 sid 138). Eventuellt skulle detta mål kunna uppnås på ett bättre sätt genom att utsträcka Finansinspektionens möjlighet att ingripa även vid överträdelse av de normer som uppställts av den självreglerande verksamheten. Kan

Finansinspektionens myndighet utsträckas till att omfatta de mest centrala delarna av den regelbildning marknadens aktörer skapar, torde detaljreglering i relativt stor utsträckning kunna överlåtas till marknaden.