



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Juridiska Institutionen
Examensuppsats för tillämpade studier
Juristprogrammet
30 högskolepoäng
Hösten 2009

Författare: Gustav Ståhl
Handledare: Claes Martinson
Ämne: Börsrätt

Börslagstiftning i fel riktning?

Om Vpml 13 kap 1 § sista stycket

Förord

Ett stort tack till docent Claes Martinson som tog sig an uppgiften att vara min handledare. Det är få lärare på universitetsnivå som lägger ned så mycket tid och energi på sina studenter som Claes. Med höga krav på sina studenter ställer han lika höga krav på sig själv och sin pedagogiska verksamhet samtidigt som han aktivt upprätthåller sin status som framstående rättsvetenskapsman. Detta borde alla lärare på universitetsnivå inspireras av.

Jag vill även tacka Tobias Johansson för givande diskussioner. Också ett tack till honom och Anton Olsson för att de tog sig tid att korrekturläsa min uppsats.

Göteborg den 21 december 2009

Innehållsförteckning

Sammanfattning	5
1 Inledning och syfte	7
1.1 Bakgrund	8
2 Disposition och avgränsning	10
3 Metod	10
Del I. Hur överensstämmer VpML 13 kap 1 § sista stycket med motiv för finansiell reglering?	12
4 Motiv för finansiell reglering och VpML 13 kap 1 § sista stycket	12
4.1 Systemskyddsintresset	13
4.1.1 Systemskyddsintresset och VpML 13 kap 1 § sista stycket	14
4.2 Konsumentskyddsintresset	15
4.2.1 Konsumentskyddsintresset och VpML 13 kap 1 § sista stycket	16
4.3 Effektivitetsintresset	17
4.3.1 Effektivitetsintresset och VpML 13 kap 1 § sista stycket	18
4.4 Andra synpunkter	19
4.4.1 Hämmas konkurrens och attraktivitet på marknaden till följd av VpML 13 kap 1 § sista stycket?	19
5 Kritik mot motiv för finansiell reglering	20
5.1 Avvägning mellan nytta och kostnader	20
5.2 Rättssociologiska aspekter	21
6 Sammanfattande kommentar	23
Del II. Finns det sedan tidigare reglering som fyller samma funktion som VpML 13 kap 1 § sista stycket?	24
7 EG-rättslig lagstiftning	24
8 Lagstiftning på nationell nivå	26
8.1 VpML	26
8.2 FI:s roll	28
8.3 Avtalslagen 36 §	28
9 Sammanfattande kommentar	29
Del III. Är oron för utländsk regelpåverkan befogad?	31
10 Utländsk regelpåverkan är mindre sannolikt	31
10.1 Utländsk rätt tillämpas extraterritoriellt	31
10.1.1 SOX	32
10.2 Moderbolags krav på utländska dotterbolag med påtryckning från lagstiftare och tillsynsmyndigheter	32
10.3 Att en börs frivilligt inför regler inspirerade från utlandet	33

11	Oron är visserligen osannolik men kan regeln ändå vara effektiv med hänsyn till utvecklingen på värdepappersmarknaden	33
12	Sammanfattande kommentar	35
Del IV. Begränsar VpML 13 kap 1 § sista stycket marknadsens förmåga till självreglering och avtalsfrihet, vilka konsekvenser får detta och hur kan det i så fall rättfärdigas?		36
13	Varför självreglering?	36
13.1	Självregleringens syfte och funktion	37
13.2	Självreglering och avtalsfrihet - ett klargörande	39
14	Begränsar VpML 13 kap 1 § sista stycket avtalsfrihet och självreglering på värdepappersmarknaden?	39
15	Vilka konsekvenser medför en inskränkning i avtalsfriheten och därmed en minskning av möjligheten att självreglera?	40
16	Kan inskränkningar i avtalsfriheten mellan en börs och en emittent/deltagare rättfärdigas?	41
16.1	Rättsekonomiskt perspektiv	42
16.1.1	<i>Paretoeffektivitet och paretooptimalitet</i>	42
16.1.2	<i>Oskäliga avtalsvillkor från ett rättsekonomiskt perspektiv</i>	43
16.2	Hämmas rättssäkerheten?	44
17	Sammanfattande kommentar	44
Slutsats		46
18	Delfrågorna	46
19	Avslutande diskussion	47
Källförteckning		50

Sammanfattning

Sedan den 1 juli i år anges det i VpmL 13 kap 1 § sista stycket att en börs i sitt regelverk inte får ställa oskäligen krav på emittenter och deltagare. Vad som utgör ett oskäligt krav skall bedömas med hänsyn till kravets ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter. Regeln infördes eftersom marknadens aktörer hade uttryckt en oro för utländsk regelpåverkan till följd av utländskt ägande av en svensk börs.

Det övergripande syftet med denna uppsats är att diskutera huruvida det fanns tillräckliga skäl att införa VpmL 13 kap 1 § sista stycket. För att uppnå detta syfte är uppsatsen uppdelad i fyra delfrågor.

Den *första delfrågan* behandlar VpmL 13 kap 1 § sista stycket i ljuset av motiv för finansiell reglering. Finansiell reglering brukar motiveras med att man vill upprätthålla systemskyddsintresset, konsumentskyddsintresset och effektivitetsintresset. Både systemskydds- och effektivitetsintresset talar emot VpmL 13 kap 1 § sista stycket medan konsumentskyddsintresset kan motivera regleringen. I motsats till förarbetena till den nya regeln menar jag att konkurrensen på värdepappersmarknaden inte påverkas av den anledning att en börs eventuellt ställer oskäligen krav på emittenter och deltagare. Jag avslutar delfrågan med att kritiskt analysera motiv för finansiell reglering. Genom att diskutera om en regels nytta överväger dess kostnader menar jag att VpmL 13 kap 1 § sista stycket inte nödvändigtvis är motiverad. Jag avslutar den kritiska analysen men att anlägga ett rättssociologiskt perspektiv då jag kommer fram till att risken med att formulera finansiell reglering som avvägningssnormer, VpmL 13 kap 1 § sista stycket inkluderat, riskerar att premiera starka parters vilja vilket kan leda till att kortsiktiga intressen går före långsiktiga.

I den *andra delfrågan* utreder jag om det sedan tidigare finns reglering som ger motsvarande effekt som VpmL 13 kap 1 § sista stycket. Jag menar att så är fallet både från ett EG-rättsligt och nationellt perspektiv. Emellertid konstaterar jag att slutsatserna är baserade på en teoretisk tolkning av befintliga regler varför VpmL 13 kap 1 § sista stycket tjänar bättre att uppnå syftet med att förhindra en börs från att uppställa oskäligen krav i sitt regelverk.

I *tredje delfrågan* diskuterar jag om risken för utländsk regelpåverkan är befogad. Jag menar att så inte är fallet men till följd av den internationalisering som sker på värdepappersmarknaden anser jag detta kan vara tillräckliga motiv för VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

I *sista delfrågan* utreder jag om VpmL 13 kap 1 § sista stycket begränsar marknadens förmåga till avtalsfrihet och självreglering, vilka konsekvenser detta får samt hur det i så fall kan rättfärdigas. Jag kommer fram till att regeln hämmar avtalsfrihet och att detta kan ha negativa konsekvenser. Emellertid finns det rättsekonomiska och andra teorier som kan motivera en sådan inskränkning.

I uppsatsens avslutande del är min slutsats att regeln kan motiveras tack vare den lugnande effekt som den har på emittenter och deltagare. Detta trots att det finns väl avvägda argument som talar i motsatt riktning.

1 Inledning och syfte

”Alla fel i förslag till borslag” skrev företrädare för en svensk advokatbyrå i en debattartikel våren 2009.¹ Man menade bland annat att förslaget till Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (”VpmL”) 13 kap 1 § sista stycket begränsade marknadens förmåga till avtalsfrihet och självreglering, att man i förarbetena inte hade gjort en tillräcklig analys samt att regeln stod i strid mot tanken med ett modernare Europa. Regeln infördes dock den 1 juli 2009 och anger att en börs i sitt regelverk inte får ställa oskäligen krav på emittenter och deltagare. Vad som skall anses oskäligt skall bedömas med hänsyn till kravets ändamål, EG-rätt och övriga omständigheter.

Normerna på dagens värdepappersmarknad består av lagregler, förordningar, myndighetsföreskrifter och självreglering. Att man har valt denna fördelning har flera orsaker men tydligt är att självreglering finns eftersom man anser att marknadens aktörer har bättre förutsättningar att ansvara för reglering på vissa områden tack vare deras expertis och förmåga att snabbt anpassa sig efter marknadens behov. Ett exempel på sådan självreglering är just de regelverk som finns mellan en börs och dess emittenter/deltagare.² Till följd av VpmL 13 kap 1 § sista stycket måste en börs numera bedöma huruvida klausulerna i dessa regelverk är oskäligen.

Syftet med denna uppsats är, likt den ovan nämnda debattartikeln, att utreda om VpmL 13 kap 1 § sista stycket är borslagstiftning i fel riktning. För att uppnå detta syfte har jag bedömt det nödvändigt att anlägga olika perspektiv på analysen för att på så vis öka sannolikheten att jag får ett så ”rätt svar” som möjligt. Eftersom detta övergripande syfte tenderar att vara aningen abstrakt har jag valt att dela upp frågan i fyra delfrågor:

- I. Hur överensstämmer VpmL 13 kap 1 § sista stycket med motiv för finansiell reglering?
- II. Finns det sedan tidigare reglering som fyller samma funktion som VpmL 13 kap 1 § sista stycket?
- III. Är oron för utländsk regelpåverkan befogad?

¹ Dagens Industri 2009-03-31

² Munck, s. 554 f.

IV. Begränsar VpmL 13 kap 1 § sista stycket marknadsens förmåga till självreglering och avtalsfrihet, vilka konsekvenser får detta och hur kan det i så fall rättfärdigas?

För att placera dessa frågor i sitt rätta sammanhang kommer jag inledningsvis ge en kort bakgrund till VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

1.1 Bakgrund

Den främsta orsaken till den nya regeln var samgåendet mellan den svenska börsen OMX Nordic Exchange Stockholm AB ("Stockholmsbörsen") och den amerikanska börsen Nasdaq år 2007. Farhågorna var att det kunde finnas en risk för att det utländska ägandet skulle innebära att Nasdaq ville eller var tvungna att tillämpa sina inhemska regler på Stockholmsbörsen vilket i förlängningen skulle kunna leda till att också emittenter och deltagare på börsen påverkades.³ Med anledning av risken för denna *utländska regelpåverkan* valde lagstiftaren att göra tillägget i VpmL 13 kap 1 §.⁴

Enligt förarbetena var en risk att utländska regler tillämpas extraterritoriellt och att svenska aktörer då skulle kunna bli föremål för processer och tillsynsärenden i ett annat land. En annan risk var att utländska lagstiftare och tillsynsmyndigheter skulle kräva att moderbolaget i det landet skulle tillse att utländska dotterbolag skulle följa det landets regler, exempelvis vad gäller investerarskydd. En ytterligare risk var att börsen frivilligt i sitt eget regelverk införde regler som har sitt ursprung i ett tredje land.⁵ Lagstiftaren menade att risken för denna utländska regelpåverkan framförallt kunde aktualiseras för de fall en sammanslagning av utländska och svenska marknadsplatser skedde.⁶

Enligt propositionen var andra motiv till lagregleringen att den skulle säkerställa en attraktiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad. Det angavs att om alltför betungande regler skulle införas i en börs regelverk hade detta påverkat börsens effektivitet och attraktivitet samt i förlängningen också dess konkurrenskraft.⁷

³ I förarbetena nämner man särskilt Sarbanes Oxley Act ("SOX") och US Generally Accepted Accounting Principles ("US GAAP").

⁴ Prop 2008/09:164, s. 7. Det skall tilläggas att propositionen behandlar en promemoria som var utarbetad av en konsult (Mannheimer Swartling) på uppdrag av Näringsdepartementet.

⁵ Prop 2008/09:164, s. 8

⁶ Prop 2008/09:164, s. 13

⁷ *ibid.*

Enligt lagstiftarens mening var de befintliga lagreglerna på värdepappersmarknaden inte tillräckliga för att en börs i sitt regelverk inte skulle kunna ställa oskäliga krav på emittenter och deltagare.⁸

Avslutningsvis skall det påpekas att liknande reglering finns i Storbritannien. När Nasdaq år 2006 visade intresse för att köpa Londonbörsen ansåg den brittiska lagstiftaren att det fanns en risk att regelverk hos börser och clearingorganisationer skulle kunna ändras på ett otillfredsställande sätt på grund av det amerikanska ägandet. Man valde därför att införa Investment Exchanges and Clearing Houses Act 2006 ("Balls Act"). I denna reglering har den brittiska tillsynsmyndigheten Financial Services Authority ("FSA") rätten att stoppa ändringar i börser och clearinghus regelverk om de anses vara överdrivna.⁹ För att upprätthålla den nya lagstiftningen skall brittiska börser och clearingorganisationer numera anmäla förslag till ändringar i regelverken till FSA för granskning.¹⁰

⁸ Prop 2008/09:164 s. 8 f.

⁹ Prop 2008/09:164, s. 10

¹⁰ *ibid.*

2 Disposition och avgränsning

Uppsatsen är disponerad enligt delfrågeställningarnas struktur. *Del I* behandlar således fråga ett, *Del II* fråga två, *Del III* fråga tre och *Del IV* fråga fyra. Varje delavsnitt inleds med en beskrivning av delens disposition. Generellt kan sägas att jag i varje del försöker ge en kort bakgrund till frågeställningen varefter jag blandar beskrivande avsnitt och diskussion. Varje del avslutas med en sammanfattande kommentar. Den sista delen av uppsatsen kallar jag *Slutsats*. Här väger jag samman de slutsatser jag kommit fram till i de fyra föregående delarna och ger ett ”slutgiltigt svar” på mitt övergripande syfte.

Läsaren förväntas ha en god kunskap i börsrättens struktur, dess aktörer och gällande principer. Någon redogörelse för detta görs således inte förutom i de fall det är nödvändigt för att besvara mina frågeställningar.

3 Metod

Enligt min uppfattning måste juridiken ses i ett sammanhang. Med detta menar jag att juridiken måste analyseras utifrån sin samhällsliga roll och inte enbart från ett rättsdogmatiskt perspektiv där man konstaterar hur den skall och kan tolkas enligt strikt normativa rättskällor. I denna uppsats har jag därför valt att anlägga olika perspektiv för att besvara mina fyra delfrågor. Arbetets *första del* är därför skrivet från ett rättsekonomiskt perspektiv blandat med praktiska infallsvinklar (avsnitt 4 och 5.1). Med den förstnämnda avser jag här vilken funktion finansiell reglering har för den finansiella sektorn och samhällsekonomin i stort. Med praktiska infallsvinklar avser jag helt enkelt vilka praktiska konsekvenser reglering kan ha på näringslivet. Avsnitt 5.2 är skrivet från ett rättssociologiskt perspektiv. Med detta menar jag att fokus kommer läggas på rättens orsaker och funktion kopplat till bland annat sociologi, politik och samhällsstrukturer.¹¹

Uppsatsens *andra del* är skriven från ett rättsdogmatiskt perspektiv vilket i detta sammanhang avser en genomgång av existerande normer på värdepappersmarknaden

¹¹ Se Hydén s. 16. Visserligen redogör han för ytterligare beskrivning och perspektiv på vad rättssociologi är (såsom emancipatorisk vetenskap, normvetenskap och moralvetenskap). I detta forum anser jag det dock överflödigt att göra en fördjupad analys om vad rättssociologi är, trots att det är en intressant frågeställning.

enligt den vertikala strukturen EG-lagstiftning, svensk lagstiftning, förarbeten och myndighetsföreskrifter.¹²

Den *tredje delen* är framförallt skriven från ett praktiskt perspektiv (med samma innebörd som i del I).

I den *fjärde delen* har jag använt mig av en rättsdogmatisk analys, praktiska infallsvinklar och i viss utsträckning rättsekonomisk diskussion (avsnitt 13-15). Den rättsdogmatiska delen har här framförallt karaktären av genomgång av doktrin¹³ och den praktiska och rättsekonomiska delen har samma innebörd som i del I. Jag har också använt mig av ett rättsekonomiskt- och rättssäkerhetsperspektiv (avsnitt 16). Med det förstnämnda avser jag här vilka ekonomiska konsekvenser inskränkningar i avtalsrätten medför. Med det sistnämnda menar jag som utgångspunkt att lagregler skall vara förutsebara.

¹² Det vill säga hur den politiska viljan har kommit till uttryck i dessa rättskällor, jfr Hydén s. 12.

¹³ Återigen den politiska viljan som angavs i föregående not med den skillnaden att jag använder mig av hur doktrin har definierat och tolkat självreglering och avtalsfrihet.

Del I. Hur överensstämmer Vpml 13 kap 1 § sista stycket med motiv för finansiell reglering?

Inledningsvis beskrivs det finansiella systemet i korthet för att sedan övergå till en diskussion om motiv för finansiell reglering i ljuset av Vpml 13 kap 1 § sista stycket. Avslutningsvis ges en kritisk analys av motiv för finansiell reglering.

4 Motiv för finansiell reglering och Vpml 13 kap 1 § sista stycket

Det finansiella systemet kan delas in i kapitalförmedling, riskhantering och betalningsförmedling.¹⁴ Det förstnämnda innebär att man knyter samman finansiering och sparande för att på så vis uppnå effektivitetsvinster.¹⁵ Med riskhantering avses olika sätt att gardera sig mot de risker som existerar på finansmarknaden. Som exempel kan nämnas att man väljer att sprida, diversifiera eller omfördela sina risker.¹⁶ För att kapitalförmedlingen och riskhantering skall fungera är det av stor vikt att själva förmedlingen av betalningarna på marknaden sker effektivt. Som exempel på denna betalningsförmedling kan kontoöverföringar, betal- och kreditkort samt clearing- och avveckling vid handel med finansiella instrument nämnas.

Från ett samhällsekonomiskt perspektiv är det övergripande intresset på finansmarknaden att uppnå en effektiv allokering av resurser.¹⁷ Detta uppnås bäst på en marknad som präglas av en god konkurrens med så lite statlig inblandning som möjligt. Då fungerar kapitalförmedling, riskhantering och betalningsförmedling som bäst. Emellertid förekommer det marknadsmisslyckanden varför en effektiv allokering av resurser inte alltid är möjlig. Det mest tydliga marknadsmisslyckandet är förekomsten av *externa effekter*.¹⁸ Detta innebär att en enskild aktör fattar ett beslut som medför

¹⁴ SOU 2006: 50 s. 134

¹⁵ Det mest klassiska exemplet är en bank eller standardiserade finansiella kontrakt som köps och säljs på en andrahandsmarknad, se SOU 2006:50, s. 134 f.

¹⁶ SOU 2006:50 s. 138 f. *Spridning* av risker görs framförallt genom att flera företag går samman i en finansiering. *Diversifiering* framträder i synnerhet när man placerar pengar i en aktieportfölj. *Omfördelning* av risker är vanligast förekommande på derivatmarknaden där man placerar risken på någon som med bättre förutsättningar kan bära den.

¹⁷ SOU 2006:50 s. 140

¹⁸ SOU 2006:50 s. 141

kostnader och nackdelar för en annan aktör. Det andra problemet som brukar lyftas fram är *informationsasymmetri* som innebär att aktörer på den finansiella marknaden har tillgång till olika information.¹⁹

Ur ett samhällsligt perspektiv syftar därför finansiell reglering till att begränsa problemen med externa effekter och informationsasymmetrier. Mer konkret brukar det därför talas om att finansiell reglering är motiverad med stöd av *systemskyddsintresset*, *konsumentskyddsintresset* och *effektivitetsintresset*.²⁰

Jag kommer nedan redogöra för dessa tre intressen och diskutera huruvida VpmL 13 kap 1 § sista stycket gynnar eller hämmar dem.

4.1 Systemskyddsintresset

I det finansiella systemet finns en omfattande systemrisk. Detta är en extern effekt och innebär att om en allvarlig störning uppkommer i någon del av det finansiella systemet som sedermera fortplantar sig i övriga delar kan det leda till att systemets grundläggande funktion hotas. Detta kan leda till en kollaps av det finansiella systemet och därmed åsamka stora kostnader och långtgående negativa effekter på resterande delar av ekonomin. Ett exempel på en sådan systemkollaps återfinns i banksektorn där en så kallad *bank run*, det vill säga en uttagsanstormning hos en bank, kan leda till att förtroendet för hela banksystemet undermineras.²¹ Från den nuvarande finansiella krisen kan effekterna av Lehman Brothers konkurs nämnas som ett exempel på en systemrisk som skapade åverkan på resterande delar av ekonomin.

Mer specifikt angående värdepappershandel finns också vissa systemriskar. Dessa härrör framförallt från clearing- och avvecklingsfunktionerna i formen av leveransproblem. Detta innebär att om en part i handeln inte kan fullgöra sina förpliktelser kan dominoeffekter uppstå som påverkar stabiliteten i hela clearing- och

¹⁹ *ibid.* Visserligen är informationsasymmetri inte alltid negativt eftersom det kan vara en drivkraft till handel. Emellertid finns det fall där asymmetrin också leder till olika marknadsmisslyckandet, se nedan under avsnitt 4.2.

²⁰ Som motiv för finansiell reglering finns utöver dessa tre andra teorier. Jag är dock av uppfattningen att de tre teorierna är tillräckliga för att besvara min frågeställning. Risken är annars, tror jag, att uppsatsens syfte undergrävs.

²¹ SOU 2006:50, s. 142

avvecklingssystemet.²² En annan systemrisk som finns i värdepappershandeln är kopplat till bankernas behov av likviditet på värdepappersmarknaden. Eftersom bankerna har blivit alltmer beroende av denna marknad, på grund av behovet av finansiering och riskhantering, kan ett likviditetsproblem få tämligen allvarliga effekter på bankernas förmåga att refinansiera sig. Om exempelvis en bank till största delen finansierar sin verksamhet med värdepappersrelaterad verksamhet ökar risken för oanade konsekvenser i banksektorn om likviditeten minskar.²³

På värdepappersmarknaden finns också en speciell extern effekt som kallas nätverkseffekter. Dessa effekter är som utgångspunkt positiva eftersom det ökar likviditeten. Detta beror på att företag i sina kalkyler inte tar hänsyn till den ökade likviditet som uppstår hos andra aktörer på marknaden när fler delar i ett handelssystem. Å andra sidan finns också risker med nätverkseffekter. Om exempelvis likviditeten i någon del av marknaden minskar tenderar likviditeten på hela marknaden att få samma effekt. Ett exempel på detta är börskraschen 1987.²⁴

4.1.1 Systemskyddsintresset och Vpml 13 kap 1 § sista stycket

Om vi applicerar Vpml 13 kap 1 § sista stycket och analyserar hur det förhåller sig till systemskyddsintresset ser vi att någon klar koppling inte finns. Det finns ingen extern effekt i någon del av det finansiella systemet som ligger till grund för lagregleringen. Det är inte ens så att den nuvarande finansiella krisen diskuteras i motiven till regleringen.

En allmän uppfattning är att finansiell reglering just bör baseras på tydliga marknadsmisslyckanden.²⁵ I det här konkreta fallet är syftet med regleringen att man vill förhindra att börser inför regler vars innehåll återspeglar amerikansk lagstiftning som är skapad just för att skydda systemskyddsintresset. I förspelet till SOX fanns de amerikanska företagen Enron, Worldcom och Xerox som blåste upp sina omsättningssiffror, omvandlade förluster till vinster, bedrev omfattande insiderhandel

²² SOU 2006:50, s. 144

²³ SOU 2006:50, s. 143 f.

²⁴ SOU 2006:50, s. 143

²⁵ Jfr Remiss Riksbanken, s. 1 samt Nord och Thorell (red.), s. 77

och gjorde sig skyldiga till andra liknande beteenden som lurade marknaden att tro att deras ekonomiska ställning var betydligt bättre än den i realiteten var.²⁶ De externa effekterna av detta spred ringar på vattnet på marknaden och kort tid därefter sprack den så kallade IT-bubblan. Här ser vi alltså ett tydligt exempel på hur systemskyddsintresset hotades och förtroendet för marknaden kollapsade. Som svar på dessa skandaler skapades de amerikanska reglerna i syfte att öka förtroendet på marknaden och således också återställa systemskyddet. Lagstiftaren till VpmL 13 kap 1 § sista stycket vill inte att dessa regler återspeglas i börsens regelverk. Visserligen kan de amerikanska reglerna ibland uppfattas som betungande och kostsamma men man ska ha i åtanke att de infördes just för att skydda systemskyddsintresset. Från denna synvinkel är därför en slutsats att den nya regleringen inte upprätthåller systemskyddets intresse utan istället hindrar den börser från att införa regler som är skapade i syfte att skydda systemskyddsintresset.

4.2 Konsumentskyddsintresset

En annan anledning för att reglera den finansiella sektorn är för att skydda konsumenten. Detta motiveras av framförallt två skäl – dels eftersom finansiella tjänster är av betydelse för hushållens ekonomi men också på grund av de informationsproblem som råder mellan en konsument och andra aktörer i det finansiella systemet.²⁷

Gällande hushållens ekonomi har dagens kollektiva socialförsäkringssystem kompletterats med ett privat sparande, i synnerhet vad gäller fond- och pensionssparande. Följden av detta har blivit att stora mängder kapital har flutit in på värdepappersmarknaden och konsumenter har därför blivit allt mer beroende av den utveckling som sker på marknaden.²⁸

Informationsproblematiken grundas på att de konsumenter som köper finansiella tjänster i regel befinner sig i ett informationsunderläge i förhållande till de som tillhandahåller den finansiella tjänsten.²⁹

²⁶ Svernlöv och Blomberg, s. 7

²⁷ SOU 2006:50, s. 146

²⁸ SOU 2006:50, s. 146 f.

²⁹ SOU 2006:50, s. 146

Ett annat problem från ett konsumentperspektiv är de intressekonflikter som kan uppstå inom det finansiella området. Först och främst finns den så kallade *principal-agent* problematiken som innebär att exempelvis en aktieägare (principalen) inte har samma intresse som ledningen i bolaget (agenten).³⁰ Utöver detta finns också en risk för att exempelvis institut som agerar rådgivare mot en kund samtidigt erbjuder sina egna produkter till försäljning eller att ett finansiellt företag senarelägger en kunds köp- eller säljorder i syfte att företaget skall uppnå en fördel.³¹

4.2.1 Konsumentskyddsintresset och Vpml 13 kap 1 § sista stycket

Vpml 13 kap 1 § sista stycket skyddar, enligt min bedömning, konsumentskyddet eftersom flera av emittenterna på en börs förvaltar pengar för olika hushålls räkning. Det är därför av vikt att dessa emittenter inte åsamkas alltför omfattande skyldigheter. Konsekvensen kan då bli att oskäligt betungande krav hämmar konkurrensen på marknaden vilket i förlängningen missgynnar hushållens ekonomi och således konsumenten. En annan aspekt är emittenten ”lyfter över” eventuella merkostnader till följd av de oskäligen kraven på konsumenten.

Gällande informationsproblematiken kan det sägas att denna kommer minska med den nya regleringen. Låt oss säga att Vpml 13 kap 1 § sista stycket inte hade införts och att en börs ställer oskäligen krav på emittenterna. Emittenter och deltagare hade då i hög utsträckning fokuserat på att uppfylla dessa regler vilket i teorin hade kunnat bidra till att konsumentskyddet hamnade i skymundan. Informationsgapet som råder mellan emittenten och de konsumenter som handlar med finansiella instrument hade då ökat. Detta hade på sikt kunnat leda till att förtroendet för emittenten hade minskat vilket i förlängningen skulle bidragit till att förtroendet för hela marknaden hade förändrats.³²

³⁰ SOU 2006:50, s. 148 och Berk & DeMarzo, s. 10 f. I sammanhanget förutsätter detta naturligtvis att principalen är en konsument.

³¹ SOU 2006:50, s. 149

³² Å andra sidan kan det påpekas att skyddet för konsumenten redan innan regleringen var tillräckligt. Se exempelvis reglerna om upplysningsplikt på bolagstämmor (Aktiebolagslag (2005:551) (”ABL”) 7 kap 32-35 § och 57 §), reglerna om flaggning (Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument 4 kap), FFFS 2007:17 och 3 kap i OMX regelverk för emittenter. När jag talar om att informationsgapet kan öka förutsätter detta så klart att emittenten redan uppfyller de informationskrav som finns enligt lag.

Enligt min mening bör man också kunna använda tankesättet bakom konsumentskyddsperspektivet i förhållandet svagare och starkare part mellan emittenter och börser. Flera av de emittenter som har sina aktier noterade på svenska börser är små- eller mellanstora företag.³³ Deras ställning i förhållande till börserna är därmed svag, framförallt utifrån ett ekonomiskt perspektiv. I det fall en börs inför strängare regler gentemot sina emittenter tror jag att de svagare bolagen kan ha svårt att antingen uppfylla kraven eller att försöka kompromissa med börserna om att ändra kraven.³⁴ Detta perspektiv talar således för en reglering som hindrar börserna från att ställa oskäliga krav på emittenter och deltagare.

4.3 Effektivitetsintresset

Som tidigare har nämnts är det väsentligt att den finansiella marknaden har en effektiv allokering av kapital och risk. Man brukar därför tala om att ett av motiven till att reglera den finansiella marknaden är för att skydda detta effektivitetsintresse.³⁵

För att skydda effektivitetsintresset måste priserna på marknaden vara informations-effektiva. Detta innebär att priset som anges för värdepapper skall reflektera all relevant information om det fundamentala värdet.³⁶

En annan aspekt av effektivitetsintresset är hur pass likvid marknaden är. Om en marknadsplats har en hög likviditet kommer fler att handla på den marknaden eftersom priserna då kommer att vara som mest rättvisa.³⁷ En korrekt prissättning bidrar i sin tur till att handeln ökar vilket också påverkar likviditeten.

Ett ytterligare aspekt är så kallad systemeffektivitet. Genom att transaktioner idag på värdepappersmarknaden till stor del sker genom automatisering och med teknisk

³³ Med detta menar jag framför allt företag som är listade på Stockholmsbörsen Smallgap samt de som har sina aktier noterade hos Nordic Growth Market ("NGM"). Företagen är alltså små- och mellanstora i förhållande till börserna och övriga större företag som har sina aktier noterade hos en börs (dvs Midgap och Largegap på Stockholmsbörsen).

³⁴ En utförligare diskussion om förhållandet starkare-svagare part finns nedan under avsnitt 16.1.2.

³⁵ SOU 2006:50, s. 151

³⁶ SOU 2006:50, s. 151 f.

³⁷ SOU 2006:50, s. 153 f.

snabbhet bidrar det till att transaktionskostnaderna på värdepappersmarknaden hålls nere.³⁸

4.3.1 Effektivitetsintresset och VpML 13 kap 1 § sista stycket

När effektivitetsintresset analyseras i ljuset av VpML 13 kap 1 § sista stycket bör man först konstatera att en marknad består av vinstdrivande och konkurrerande företag i privat regi. Detta är en av förutsättningarna för att den effektivitet som efterfrågas skall uppnås. Däremot behövs lagstiftning för att förhindra att denna effektivitet bidrar till att vissa aktörer på marknaden kommer i underläge eller att den finansiella stabiliteten kommer i gungning vilket medför externa effekter.

För att uppnå marknadseffektivitet tas affärsmässiga beslut, det vill säga beslut som är kommersiellt betingade och anpassade efter marknadens utbud och efterfrågan. Sådana beslut tas i regel av marknadsaktörerna själva och inte av lagstiftaren så länge besluten ryms inom system- och konsumentskyddet.³⁹ Ett exempel på dessa affärsmässiga beslut är när börser uppställer regler som emittenter och deltagare skall följa. En konsekvens av VpML 13 kap 1 § sista stycket är att lagstiftaren begränsar möjligheterna för börser att ta sådana beslut eftersom börserna nu också måste göra en juridisk analys om huruvida deras avtalsklausuler är oskäligt betungande eller inte. Innan regleringen var denna juridiska analys just begränsad till att upprätthålla system- och konsumentskyddet. Med andra ord måste de använda sig av politiska ställningstaganden för att ta affärsmässiga beslut. Till följd av detta tror jag att den efterfrågade effektiviteten kan hämmas eftersom börser när de uppställer regler gentemot emittenter måste göra en (svår) bedömning om reglerna är oskäligen betungande eller inte. En effekt av detta är också att transaktionskostnaderna kommer öka.

³⁸ SOU 2006:50, s. 154

³⁹ Jfr Remiss Riksgälden, s. 4.

4.4 Andra synpunkter

4.4.1 Hämmas konkurrens och attraktivitet på marknaden till följd av Vpml 13 kap 1 § sista stycket?

I förarbetena till den nya regeln menar man att konkurrensen på värdepappersmarknaden kan missgynnas eftersom alltför oskäligen regler hos en börs kan påverka börsens attraktivitet och effektivitet.⁴⁰ Detta är naturligtvis ett möjligt scenario men jag vill ändå lyfta fram ett par argument som talar i motsatt riktning.

Nasdaq's köp av Londonbörsen och Stockholmsbörsen är ett tydligt exempel på den ökade internationella konsolideringen av västvärldens börser. Orsaken är att man bland annat vill utnyttja skalfördelar och minska handelskostnader. Detta bidrar till att det blir attraktivare att handla på en börs, att antalet börsnoterade företag ökar, att matchningen mellan köpare och säljare förbättras samt att handelsvolymerna ökar. Samtidigt ökar likviditeten vilket bidrar till att kursbildningen också fungerar bättre. Allt detta förbättrar konkurrensen och attraktiviteten på värdepappersmarknaden.⁴¹

Det skall även poängteras att en av orsakerna till att en amerikansk börs köper en utländsk börs är att de har haft problem med att konkurrera med utländska börser om noteringar och orderflöden eftersom de amerikanska börserna måste tillämpa mer betungande regler än utlandet.⁴² Ett förvärv av en utländsk börs kan därför bidra till att den köpande börserna får en marknadsplats som är befriad från dessa regler.⁴³

Ett annat skäl till att konkurrenssituationen har tilltagit är införandet av Market in Financial Instruments Directive ("MiFID") vilket har bidragit till att det idag är mycket enklare att starta konkurrerande börser och handla utanför dem.⁴⁴

Med anledning av ovanstående är det, enligt min mening, orimligt att en börs skulle vilja ställa oskäligen krav på sina emittenter och deltagare eftersom det skulle försämra deras konkurrenskraft. Skulle detta inträffa är sannolikheten stor att emittenten istället

⁴⁰ Prop 2008/09:164, s. 13 och Mannheimer Swartling, s. 12

⁴¹ Remiss Riksbankens, s. 1 f.

⁴² Såsom SOX och US GAAP.

⁴³ Remiss Riksbanken, s. 1 f.

⁴⁴ Remiss Riksbanken, s. 2

byter handelsplats. Det skall även tilläggas att det heller inte ligger i utländska ”moderbörsens” intresse att införa strängare regler. Troligen skulle de hellre välja en försäljning av ”dotterbörsen” istället för minskade intäkter till följd av att emittenter byter marknadsplats.⁴⁵

Ett motargument till ovanstående kan vara att Sverige har *en* stor börs och att konkurrensen därför inte är optimal.⁴⁶ Man kan då hävda att det inte kommer finnas någon möjlighet för emittenter att gå till en ny marknadsplats om tuffare regler skulle införas. Mot detta argument talar dock den ovan nämnda internationaliseringen, främst inom Europa, men också utanför. Ett annat argument är att det i Sverige och inom EU finns tydliga konkurrensrättsliga regler mot ett sådant beteende.⁴⁷

5 Kritik mot motiv för finansiell reglering

5.1 Avvägning mellan nytta och kostnader

En aspekt som inte har diskuterats hittills är huruvida en reglerings nytta överväger dess kostnader. Ett problem med finansiell reglering är att den ofta måste kompletteras med ytterligare reglering. Denna successiva framväxt av finansiell reglering bidrar till att de slutgiltiga kostnaderna därför blir svåra att förutse.⁴⁸ I motiven till VpmL 13 kap 1 § sista stycket anges det att regleringen inte kommer att medföra några speciella ekonomiska konsekvenser.⁴⁹ Från perspektivet att följdreglering ofta är ett faktum inom finansiell reglering är det inte orimligt att VpmL 13 kap 1 § sista stycket trots detta kommer att medföra kostnader. Exempelvis det är fullt möjligt att lagstiftaren så småningom måste förtydliga regleringens innehåll exempelvis vad gäller rekvisitet ”oskäligen krav”. Detta kan i sin tur bidra till insikten att kostnaden för regleringen övervägde dess egentliga nytta.

⁴⁵ Ibid.

⁴⁶ Stockholmsbörsen svarade i januari 2008 för cirka 95 procent av alla transaktioner av aktier och NGM för cirka 2 procent, ”Svensk värdepappersmarknaden i förändring”, s. 20.

⁴⁷ Se Konkurrenslag (2008:579) 2 kap. 7 § och EG-fördraget Artikel 82 (missbruk av dominerande ställning).

⁴⁸ ”Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn”, s. 86 f.

⁴⁹ Prop. 2008/09:164 s. 21

5.2 Rättssociologiska aspekter

När man talar om motiv för finansiell reglering bör man också notera vilka effekter detta får på rättsreglernas utformning. Inom börsrätten, men också inom annan näringsrättslig lagstiftning, är reglerna ofta utformade som *avvägningsnormer*. Sådana normer tar utgångspunkt i vilka intressen som skall skyddas. Lagstiftaren motiv är därför näringspolitiska, till exempel för att förhindra negativa externa effekter, med syftet att påverka marknadsaktörernas beteende.⁵⁰

Detta skiljer sig från annan förmögenhetsrättslig lagstiftning som ofta utformas som *pliktnormer* (handlingsregler) och till skillnad från denna normtyp anger inte *avvägningsnormer* hur själva avvägningen skall gå till.

I föregående avsnitt ser vi konkreta exempel på detta där de tre huvudsyftena med finansiell reglering just har formen av intressen som bör skyddas. I dessa fall blir det en eventuell beslutsfattare, exempelvis Aktiemarknadsnämnden, Finansinspektionen ("FI") eller för den delen börsernas egna disciplinnämnder, som slår fast det rättsliga innehållet i reglerna och således genomför intresseavvägningen istället som vid pliktnormer där rättsreglerna innehåller det förväntade rättsliga beslutet.⁵¹ Ett av problemen med att sådana beslutsorgan fastställer hur avvägningen mellan olika intressen skall ske är att de ofta är en sammansättning av "jäviga domare" som är tänkta att representera de intressen som åsyftas i regleringen. Risken med detta är, tror jag, att deras bedömning kan sakna den objektivitet som är nödvändig när man gör olika intresseavvägningar. En konsekvens av detta kan vara att grundläggande värden och motiv på värdepappersmarknaden inte upprätthålls till fullo.

En av orsakerna att man utformar viss reglering med *avvägningsnormer* är för att upprätthålla en flexibilitet. Risken med *pliktnormer* är nämligen att man låser in

⁵⁰ Hydén, s. 91. Hydén nämner inte specifikt att börsrättsregler har karaktären *avvägningsnormer*. Så torde dock vara fallet om man undersöker diverse börslagstiftning. Som exempel kan nämnas VpmL 8 kap 1 § "Ett värdepappersinstitut skall tillvarata kunders intressen [...]" eller den återkommande sentensen "så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls" som återfinns i bl.a. VpmL 11 kap 1 §, och 13 kap 1 §. Det skall dock tilläggas att det finns det börslagstiftning som har karaktären *pliktnormer*, se lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Å andra sidan kan man påstå att detta snarare är strafflagstiftning och inte börslagstiftning.

⁵¹ Hydén, s. 92 f.

rättsutvecklingen i prejudikat.⁵² Den flexibilitet som eftersträvas är dels att skydda svagare intressen, som exempelvis konsumenter, men också att reglering skall kunna anpassas efter marknadsläget. Ett problem är emellertid att flexibiliteten ofta utnyttjas av starkare parter som på så vis når egna fördelar och eftersom rättsläget anpassas till hur marknaden för tillfället är utformad kommer de kortsiktiga intresset att gå före det långsiktiga.⁵³ En sådan situation hade inte varit möjligt med en traditionell syn på hur lagstiftning skall utformas, det vill säga med pliktnormer innehållande rättsfakta och rättsföljd.

Applicerar man VpmL 13 kap 1 § sista stycket på denna diskussion ser man att denna har karaktären *avvägningsnorm* eftersom den anger att ett krav i börsens regelverk skall bedömas oskäligt med hänsyn till kravets innehåll, EG-rätten och omständigheter i övrigt.⁵⁴ Det skall även noteras att det kommer att vara en sammansättning av ”jäviga domare” som kommer bedöma huruvida en börs regler är oskäligen eller inte (FI) och som jag diskuterade ovan finns det en risk att objektiviteten undergrävs när de åstadkommer en intresseavvägning.⁵⁵

Att enbart skapa lagstiftning för att skydda olika intressen är därför inte den enda lösningen som skall beaktas vid motiv för finansiell reglering. En lagstiftare bör också ha i åtanke att risken med en sådan lagstiftning är att den utformas av marknads aktörer vilket i realiteten kan bidra till att de starkare intressena premieras vilket innebär att den flexibilitet som efterfrågas på marknaden egentligen inte upprätthålls.

⁵² Hydén, s. 93 f.

⁵³ *ibid.*

⁵⁴ För en mer ingående definition av *avvägningsnormer* och *pliktnormer*, se Hydén, s. 144 f. Att VpmL 13 kap 1 § sista stycket inte är en pliktnorm beror på att den inte klart föreskriver att när viss fakta föreligger skall också en viss rättsföljd inträffa. En pliktnorm aktualiseras ju i efterhand, dvs efter att något har gått ”snett” (Hydén s. 120), medan VpmL 13 kap 1 § sista stycket föreskriver vad en börs (i framtiden) inte får göra. Det är heller inte fråga om en *mål-medelnorm* (Hydén s. 145) eftersom den inte anger någon målangivelse och då inte heller vilka medel som behövs för att uppnå målen.

⁵⁵ Varför det är FI som kommer avgöra om ett krav i en börs regelverk är oskäligt eller inte beror på den befogenhet till ingripande som FI har enligt VpmL 25 kap 1 §. I förlängningen kan det dock bli en allmän förvaltningsdomstol som får göra bedömningen om börsen överklagar ett beslut av FI enligt VpmL 26 kap.

6 Sammanfattande kommentar

Efter att ha applicerat VpmL 13 kap 1 § sista stycket på motiv för finansiell reglering ser vi att svaret på min fråga går i två riktningar. Utifrån systemskyddsintresset borde regeln inte har införts eftersom den inte baseras på någon systemrisk. Däremot talar konsumentskyddsintresset för regleringen eftersom vissa emittenter på en börs hanterar hushållens ekonomi samt eftersom en informationsasymmetri kan uppstå om en emittent måste lägga stora resurser på att införa strängare krav. Även det faktum att emittenter i regel är en svagare parter än en börs talar för regleringen. Effektivitetsintresset talar dock emot regleringen eftersom den innebär att staten blir inblandad i affärsmässiga beslut vilket snarare kan begränsa effektiviteten.

När jag applicerar övriga synpunkter utifrån ett konkurrensperspektiv noterar man dock att konkurrensen faktiskt kan hämmas till följd av den nya regleringen. Viktigt att påpeka är också att en kostnadsanalys bör beaktas vid finansiell reglering och vägas mot regleringens nytta. Rättssociologiska aspekter skall inte heller underskattas då man utifrån detta perspektiv teoretiskt kan notera att effekten av finansiell reglering faktiskt kan gå i motsatt riktning mot vad syftena var.

Svaret på min första fråga blir därför att:

VpmL 13 kap 1 § sista stycket kan inte motiveras utifrån systemskyddsintresset och effektivitetsintresset. Däremot talar konsumentskyddsintresset för regleringen. Trots detta, och med hänsyn till en diskussion om konkurrensen på värdepappersmarknaden, kostnaden för regleringen samt vissa rättssociologiska aspekter, blir den samlade bedömningen att motiv för finansiell regleringen talar mot VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

Del II. Finns det sedan tidigare reglering som fyller samma funktion som VpmL 13 kap 1 § sista stycket?

Både i förarbetena till VpmL 13 kap 1 § sista stycket och i vissa remissyttranden som föranledde regleringen diskuterades det huruvida det redan fanns befintlig reglering som fyllde samma funktion som den nya regleringen. Syftet med denna del är därför att utreda huruvida så är fallet. Jag kommer först se på frågan från ett EG-rättsligt perspektiv för att sedan diskutera frågeställning utifrån nationell rätt.

7 EG-rättslig lagstiftning

Mycket av den svenska reglering som idag finns på värdepappersmarknaden är ett resultat av en implementering av EG-rättslig lagstiftning. Detta beror på att i takt med att den europeiska unionen växte ansåg man att för att konkurrera med andra finansiella block i världen, samt för att stärka EU internt, efterfrågades en samordnad värdepappersmarknad inom EU. Att organisationerna inom EU skulle skapa en egen marknad som medlemsländerna skulle delta i var inte aktuellt. Istället valde man att med de Europeiska Gemenskaperna skapa en harmoniserad lagstiftning som medlemsstaterna skulle implementera. Till följd av detta gjordes ett omfattande lagstiftningspaket, Financial Services Action Plan ("FSAP"), vilket presenterades i maj 1999. En grundtanke med detta lagstiftningspaket var att skapa "the European Passport" (det europeiska passet). Detta innebär att den som hade rätt att bedriva värdepappersrörelse i ett medlemsland skall ha rätt att bedriva samma rörelse i ett annat medlemsland inom EU och EES.⁵⁶

Konsekvenserna av ovan blev att ett fyrtiotal rättsakter skapades som varje medlemsland sedan skulle implementera. En av dessa rättsakter var MiFID som bland annat innehåller bestämmelser om regler och tillsyn av värdepappersföretag samt huruvida de med sitt hemlandstillstånd kan bedriva gränsöverskridande verksamheter i andra medlemsländer. I direktivet harmoniserades också regler om reglerade marknader,

⁵⁶ Artikel 31 MiFID och af Sandeberg och Sevenius (red.), s. 82 ff.

organisatoriska regler, krav för att finansiella instrument skall tas upp som handel på en reglerad marknad samt regler om vem som har tillträde till en sådan marknad.⁵⁷

Tittar vi på VpmL 13 kap 1 § sista stycket saknas någon motsvarighet i EG-rätten. Vi ser heller inte några motsvarigheter till regleringen i övriga medlemsstater, förutom Storbritannien. Frågan är därför huruvida harmoniseringssyftet som finns i MiFID hämmas eller gynnas?⁵⁸

I skälen till MiFID (punkt 57) anges att ”*En reglerad marknad bör inte hindras från att tillämpa striktare krav än dem som föreskrivs i detta direktiv vad beträffar emittenter av värdepapper eller instrument som den överväger att ta upp till handel*”. Detta skäl skrevs visserligen en tid innan diskussionen om utländsk regelpåverkan aktualiserades och säger egentligen endast att börsen kan uppställa egna regler som är mer detaljerade än vad som anges i lagstiftning. Som ett konkret exempel på detta kan Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden 2 kap 1 § nämnas som anger att en börs skall följa regler som fastställts för offentliga uppköpserbudanden. Det är trots detta möjligt att tolka att skälets formulering faktiskt går i motsatt riktning till VpmL 13 kap 1 § sista stycket.⁵⁹

På senare tid har också harmoniseringssyftet inom EU fått ny kraft. År 2005 utfärdade kommissionen en vitbok (White paper on Financial Policy 2005-2010) där temat är att framtiden skall utvisa en bättre europeisk integration avseende finansiell reglering (the better-regulation agenda). Tanken är att man vill uppnå ett bättre fungerande gemensamt regelverk inom EU.⁶⁰ Slutsatsen av detta är att nationell särreglering, såsom VpmL 13 kap 1 § sista stycket, går i motsatt riktning för att uppnå denna ytterligare harmonisering.⁶¹

⁵⁷ SOU 2006:50, s. 85

⁵⁸ Jfr Remiss Kammarrätten, s. 2

⁵⁹ Jfr Remiss Advokatsamfundet, s. 2

⁶⁰ Nord och Thorell (red.), s. 60 f.

⁶¹ Det skall också tilläggas att det pågår ett harmoniseringsarbete i syfte att centralisera tillsynsarbetet inom EU.

8 Lagstiftning på nationell nivå

8.1 VpML

Som utgångspunkt skall en börs bedrivas ”hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls”.⁶² Redan utifrån dessa principiella regler kan man tycka att funktionen är densamma som VpML 13 kap 1 § sista stycket. Om en börs inför oskäligen regler gentemot sina emittenter och deltagare är frågan huruvida sådana regler inger allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. För att utreda huruvida så är fallet måste vi dock definiera vad formuleringen innebär.

Tittar vi på förarbetena till VpML ser vi att denna formulering har ersatt den tidigare så kallade ”sundhetsparagrafen” som fanns i Lag om börs- och clearingverksamhet.⁶³ Den nya formuleringen och sundhetsparagrafen har samma innebörd men man ändrade ordalydelsen för att den skulle passa bättre med de begrepp och termer som används för värdepappersinstitut.⁶⁴ Sundhetsparagrafen var inspirerad av vad som var en sund värdepappersrörelse vilket i sin tur var en hänvisning till sundhetskravet i banklagstiftningen.⁶⁵ Enligt den senare innebär sundhetskravet hur bankens organisation skulle se ut, vilka kunskapskrav som skulle ställas på bankens ledning, att banken skulle drivas långsiktigt och på ett stabilt sätt samt hur inre kontroll- och säkerhetsuppbyggnad skulle prövas. Vidare angavs det i motiven till en sund värdepappersrörelse att de bland annat skulle ha säkra tekniska system, fritt tillträde samt särskilda betalnings- och leveransrutiner. Utifrån detta perspektiv är det tveksamt att ”hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls” skulle ha liknande innebörd som VpML 13 kap 1 § sista stycket eftersom fokus snarare ligger på organisatoriska aspekter. Emellertid skall det tilläggas att i förarbetena till den ovan nämnda Lag om värdepappersrörelse diskuteras att begreppet ”sund värdepappersrörelse” inte är statiskt utan kan variera med hänsyn till hur

⁶² VpML 13 kap 1 § första stycket

⁶³ Se prop 1991/92:113 s. 59

⁶⁴ Prop 2008/09:164, s. 9 och Prop 2006/07:115, s. 578 och 608

⁶⁵ Prop. 1990/91:142 s. 156

värdepappersmarknaden utvecklas. Eftersom de motsvarande reglerna i VpmL har samma innebörd som denna sundhetsreglering torde även tolkningen av denna reglering vara beroende av värdepappersmarknadens utveckling. Således är det inte orimligt att man i formuleringen ”hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls” kan tolka in att en börs i sitt regelverk inte bör ställa oskäligen krav på emittenter eller deltagare för de fall börsens utländska ägare vill införa tuffare krav.

När en börs bedriver en reglerad marknad skall den också tillämpa tre grundläggande börsrättsliga principer.⁶⁶ Principen om *fritt tillträde* innebär att den som uppfyller kraven för att delta i handel på en reglerad marknad också skall få göra detta. Principen om *neutralitet* innebär att börsens regler skall tillämpas på ett likformigt sätt för de som deltar i handeln. *God genomlysning* innebär att deltagarna i handeln på börsen skall få snabb, samtidig och korrekt information om handeln samt att allmänheten också får tillfälle att ta del av sådan information. Kopplat till VpmL 13 kap 1 § sista stycket bör principen om neutralitet uppmärksammas. Det är inte otroligt att om en börs skulle ställa oskäligen krav på emittenter och deltagare att sådana krav skulle åsamka mer negativa effekter för vissa deltagare jämfört med andra. Låt oss säga att börsen i sitt regelverk skulle kräva att emittenter i sina årsredovisningar skulle offentliggöra vilka interna kontroller som finns i bolaget (jämför SOX section 404). Ett sådant förfarande skulle vara mycket kostsam. Att ett större företag enklare skulle kunna bära en sådan kostnad jämfört med ett mindre företag är troligt. Applicerat på det konkreta fallet är det därför tveksamt om ett sådant förfarande skulle överensstämma med principen om neutralitet.

Utöver upprätthållande av ovanstående principer skall börsen identifiera och hantera olika risker som kan uppstå i deras verksamhet. De skall också ha säkra tekniska system samt identifiera och hantera intressekonflikter som kan uppstå mellan en börs och dess ägare. Denna reglering talar också emot VpmL 13 kap 1 § sista stycket. Om exempelvis Nasdaq skulle införa tuffare regler som inte ligger i Stockholmsbörsens intresse skall börsen själva identifiera och hantera sådana intressekonflikter. Troligen hade Stockholmsbörsen med stöd av denna princip motarbetat ett sådant införande.

⁶⁶ VpmL 13 kap 1 § tredje stycket

8.2 FI:s roll

Den myndighet som har den viktigaste funktionen på värdepappersmarknaden i Sverige är FI. För att det finansiella systemet skall fungera effektivt och upprätthålla en god stabilitet har de av regeringen och riksdagen fått i uppgift att ansvara för tillsynen, regelgivningen och tillståndsprövningen som berör den finansiella marknaden och finansiella företag.⁶⁷

Bland annat är det FI som ansvarar för tillståndsgivning för bedrivande av värdepappersrörelse, reglerad marknad och clearingverksamhet.⁶⁸ Utöver att FI är den myndighet som utövar tillsyn och ger tillstånd till aktörer på värdepappersmarknaden utger de årligen ett flertal föreskrifter och allmänna råd.

I VpmL 23 kap 1 § anges att FI skall tillse att börser bedriver sin verksamhet i enlighet med VpmL och om börsern åsidosätter sina skyldigheter har FI befogenhet att ingripa, se VpmL 25 kap 1 §. Om en börs hade ställt oskäliga krav på emittenter och detta inte överensstämmer med vad som angavs under avsnitt 8.1 hade FI haft möjlighet att stoppa sådana regler. Funktionen hade därmed varit densamma som VpmL 13 kap 1 § sista stycket. I sammanhanget skall det också tilläggas att FI vanligen för en dialog med svenska börser rörande exempelvis lämpligheten av deras egna regelverk.⁶⁹ Jag tror att FI redan i ett sådant skede att rådgivit en börs att inte ställa oskäliga krav på sina emittenter och deltagare.

8.3 Avtalslagen 36 §

Regler om oskäliga avtalsvillkor är ingenting nytt inom svensk rätt. Det mest tydliga exemplet är 36 § i Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område ("AvtL"). Här anges att ett avtalsvillkor får jämkas eller lämnas utan avseende, om villkoret är oskäligt med hänsyn till avtalets innehåll, omständigheterna vid avtalets tillkomst, senare inträffade förhållanden och omständigheterna i övrigt. Likheter finns med VpmL 13 kap 1 § sista stycket som anger att en börs i sitt regelverk

⁶⁷ Se Förordning (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen.

⁶⁸ VpmL 2 kap 1 §, 12 kap 1 § och 19 kap 1 §

⁶⁹ Remiss FI, s. 2

inte får ställa *oskäligen krav* på emittenter och deltagare på börsen. Vad som skall anses vara oskäligt skall bedömas med hänsyn till ändamålet med regleringen, EG-rätten och omständigheterna i övrigt. Vad regeln egentligen säger är alltså att en börs i sina avtal med emittenter och deltagare inte får ställa avtalsvillkor som är oskäligen. Funktionen är alltså snarlik AvtL 36 §.

Varför AvtL 36 § inte används istället för VpmL 13 kap 1 § sista stycket beror enligt mig på vilket användningsområde AvtL 36 § har. I praxis ser man att den nästan alltid har tillämpats i fall när en näringsidkare ställer oskäligen krav på konsumenter eller ibland andra näringsidkare som har en betydligt lägre ställning.⁷⁰ Att samma regel och således också tolkningen av regeln skulle tillämpas mellan exempelvis Stockholmsbörsen och H&M eller ABB kan tyckas orimligt. Följderna hade kunnat bli att AvtL 36 § aldrig tillämpades eller att den fick ett alltför stort användningsområde vilket hade föranlett ett missbrukande av regeln. Min slutsats är därför att AvtL 36 § inte riktigt passar in mellan en börs och en emittent/deltagare.⁷¹

9 Sammanfattande kommentar

När man tittar på den reglering som tillkom innan VpmL 13 kap 1 § sista stycket finns det både EG-rättslig och nationell lagstiftning som går i liknande riktning som den nya regleringen.

I MiFID anges att en börs inte skall vara förhindrad att ställa strängare krav i sina regelverk än vad som anges i direktivet. Också den ytterligare harmoniseringen som sker på värdepappersmarknaden talar emot VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

Från ett nationellt perspektiv är det teoretiskt möjligt att sentensen ”hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls” i VpmL 13 kap 1 § första stycket i teorin får samma innebörd som den nya regleringen om man väger in det faktum att denna sundhetsregel skall anpassas till värdepappersmarknadens utveckling. Även principen om neutralitet samt kravet att börser skall hantera intressekonflikter talar emot regleringen. Också FI:s

⁷⁰ Det senare fallet är dock ovanligt förekommande, jfr Ramberg s. 261.

⁷¹ Det skall tilläggas att Advokatsamfundet i sin remiss (s. 2) hävdar att AvtL 36 § skulle kunna fungera lika bra som VpmL 13 kap 1 § sista stycket. Jag är som sagt av motsatt uppfattning.

befogenheter samt deras återkommande dialog med börser visar en funktion som liknar VpmL 13 kap 1 § sista stycket. AvtL 36 § har visserligen liknande innehåll som den nya regleringen men med hänsyn till regelns användningsområde passar den inte in i förhållandet mellan en börs och emittent/deltagare.

Det skall dock påpekas att ovanstående diskussion är byggd på en teoretisk tolkning av befintliga regler och huruvida det hade fungerat också i praktiken är inte lika säkert. Eftersom den nya regleringen mer tydligt fokuserar på börsens regelverk jämfört med de andra reglerna finns det egentligen inget hinder för regleringen så länge den uppfyller sitt syfte. Svaret på min andra frågeställning blir därför:

Från ett EG-rättsligt perspektiv talar skäl 57 i MiFID och den ytterligare harmonisering som sker mot VpmL 13 kap 1 § sista stycket. På nationell nivå finns reglering som i teorin skulle ha samma funktion som VpmL 13 kap 1 § sista stycket. Detta gäller främst regler i VpmL om att en börs skall bedrivas hederligt och rättvist men också principen om neutralitet. Även det faktum att en börs skall hantera och identifiera olika risker och intressekonflikter samt FI:s roll går i samma riktning. Däremot kan AvtL 36 § inte fylla samma funktion som den nya regleringen. Diskussion är dock baserad på en teoretisk tolkning av befintliga regler varför VpmL 13 kap 1 § sista stycket tjänar bättre för att uppnå syftet att en börs inte i sina regelverk ställer oskäliga krav på emittenter och deltagare.

Del III. Är oron för utländsk regelpåverkan befogad?

I denna del kommer jag först att utreda om farhågorna för utländsk regelpåverkan är befogade eller inte. Jag kommer sedan att diskutera frågan utifrån perspektivet om en ökad internationalisering på värdepappersmarknaden och därmed analysera om detta talar för eller emot den nya regleringen.

10 Utländsk regelpåverkan är mindre sannolikt

Inledningsvis skall det poängteras att rädslan för utländsk regelpåverkan *inte* består i att utländska regler direkt kan åberopas i Sverige. En sådan situation är naturligtvis i praktiken omöjlig. Oron grundar sig istället på följande tre scenarion:⁷²

- Utländsk rätt tillämpas extraterritoriellt vilket kan bidra till att svenska aktörer blir föremål för processer eller tillsynsärenden i ett annat land.
- Utländska lagstiftare eller tillsynsmyndigheter kräver att moderbolag i det landet skall tillse att dotterbolag i ett annat land följer det utländska landets regelverk, exempelvis vad gäller investerarskydd.
- Att en börs frivilligt i sitt regelverk inför regler inspirerade från utländsk rätt.

Jag kommer nedan att diskutera alla tre scenarion var för sig och komma fram till en slutsats huruvida scenariot är troligt eller inte.

10.1 Utländsk rätt tillämpas extraterritoriellt

Såsom jag tolkar förarbetena till VpmL 13 kap 1 § sista stycket innebär extraterritoriell tillämpning att utländsk rätt tillämpas på aktörer i ett annat land. Vad jag tror att lagstiftaren i det konkreta fallet syftar på är att amerikanska regler tillämpas på svenska aktörer vilket exempelvis kan leda till att de blir föremål för processer eller tillsynsärenden i USA. Eftersom man i förarbetena som exempel på utländsk rätt nämner SOX skall jag utreda huruvida dessa regler kan tillämpas extraterritoriellt.

⁷² Prop. 2008/09:164, s. 8

10.1.1 SOX

För svenska företags vidkommande är det avgörande för att omfattas av SOX att man är att anses som emittent enligt den amerikanska värdepapperslagstiftningen.⁷³ Förenklar man den amerikanska lagstiftningen innebär detta att både amerikanska och utländska bolag som registrerar sina värdepapper (eller utfärdar ett så kallat *American Depository Receipt*), eller att man avser erbjuda värdepapper för spridning till en viss krets i USA, omfattas av SOX.⁷⁴

Den extraterritoriella risk som diskuteras i förarbetena är därför möjlig för svenska företag. Däremot kan VpmL 13 kap 1 § sista stycket inte hindra ett sådant förfarande eftersom det är upp till de enskilda bolagen själva om man vill notera sina aktier i USA eller inte.

10.2 Moderbolags krav på utländska dotterbolag med påtryckning från lagstiftare och tillsynsmyndigheter

Det andra orosmomentet är att det utländska moderbolaget, genom påtryckningar från lagstiftare och tillsynsmyndigheter, kräver att svenska dotterbolaget inför strängare regler. Att så skulle ske är möjligt men däremot finns det ett par argument som talar emot en sådan situation.

För det första har den amerikanska myndigheten Securities and Exchange Commission ("SEC") försäkrat att de endast är intresserade av aktiviteter inom USA.⁷⁵ Visserligen finns det fler amerikanska myndigheter men, för det andra, att det skulle finnas något intresse för utländska dotterbolag att införa strängare regler finner jag osannolikt. I sådant fall, tror jag, att det utländska moderbolaget istället hade övervägt en försäljning av börsen eftersom strängare regler troligen hade föranlett att emittenter hade bytt till konkurrerande börser.

⁷³ Dvs att man är "issuer" enligt *Securities Exchange Act of 1934* och *Securities Act of 1933*.

⁷⁴ Svernlöv och Blomberg, s. 9

⁷⁵ "Svensk värdepappersmarknad i förändring", s. 64

10.3 Att en börs frivilligt inför regler inspirerade från utlandet

Att en svensk börs frivilligt skulle uppställa högre krav gentemot sina emittenter och deltagare är visserligen möjligt men frågan är vilket intresse en börs skulle ha i ett sådant förfarande? Som har diskuterats tidigare är börser måna om att vara attraktiva för företag som vill vara aktiva på värdepappersmarknaden. Att införa tuffare regler kommer troligen endast att leda till att emittenter väljer en annan marknadsplats inom eller utom landets gränser.

11 Oron är visserligen osannolik men kan regeln ändå vara effektiv med hänsyn till utvecklingen på värdepappersmarknaden

Något som bör göras när man talar om utländsk regelpåverkan är att placera fenomenet i sitt sammanhang. Med detta menar jag att man måste diskutera internationaliseringen av värdepappersmarknaden.

Det är alltid svårt att sja om framtiden, speciellt på ett område som är ytterst dynamiskt. Frågan är därför hur VpmL 13 kap 1 § sista stycket överensstämmer med den framtida värdepappersmarknaden eftersom regleringen faktiskt tillkom på grund av en oro för ett eventuellt framtida scenario.

Nasdaq's uppköp av utländska börser är endast en liten del av den internationella ekonomiska integration som sker på dagens finansmarknad. Det är heller inte det sista exemplet på sådan. I takt med att finansiella konglomerat växer och att banker och andra finansiella institutioner blir internationella kommer vi i framtiden att se fler exempel på lag- och regelkonflikter.⁷⁶ Regelkonflikten som diskuteras i förarbetena till VpmL 13 kap 1 § sista stycket är således endast en liten del av en större fråga. Det är till och med så att inhemska börser i framtiden kan få det svårt klara sin lönsamhet om samarbete med utländska börser inte sker.⁷⁷

Inom EU finns en tydlig ambition att man vill öka den europeiska effektiviteten avseende finansiell handel. Tydligt är också att man har USA som måttstock.⁷⁸ Redan

⁷⁶ Remiss Riksbanken, s. 2

⁷⁷ jfr ”Svensk värdepappersmarknad i förändring”, s. 9

⁷⁸ ”Svensk värdepappersmarknad i förändring”, s. 21

idag men framförallt inom några år kommer den nya handelsplattformen Multilateral Trading Facility ("MTF") att konkurrera med börser vilket innebär att en aktie inte behöver handlas där den är noterad. Börsers nuvarande "monopolliknande" ställning kommer därmed att urholkas.⁷⁹

Den ökade konkurrensen kommer troligen bidra till att priserna på finansiella instrument sjunker och en naturlig följd av detta är att börserna och andra handelsplattformar får en minskad lönsamhet.⁸⁰

Antalet börser och andra handelsplattformar förväntas öka i EU. Troligen kommer värdepapperscentraler fortfarande att vara nationella men själva avvecklingen av affärer förväntas centraliseras eftersom detta medför lägst kostnader.⁸¹ Det är därför inte orimligt att vi i framtiden ser Värdepapperscentralen, bankgirot och stora banker hamna i utländskt ägo.⁸²

Nationella börser i Sverige kommer dock att finnas kvar men dessa börser kommer att använda samma teknologi och driftorganisation. En önskan om ett harmoniserat regelverk är också troligt eftersom det skapar effektivitet och ökar attraktionskraften hos flera intermediärer. Att handeln framöver finns kvar i Sverige innebär dock inte att de största emittenterna kommer att stanna. Ett troligt scenario är att de flyttar till den mest likvida marknaden, exempelvis London. Därför förväntas börserna i Sverige vara koncentrerade på små- och mellanstora företag.⁸³

Den ökade konkurrensen på värdepappersmarknaden kommer att bidra till minskade transaktionskostnader vilket är positivt för övriga delar av samhällsekonomin. Detta trots att lönsamheten för börser kommer att minska.⁸⁴

Den ökade internationaliseringen kommer och har bidragit till en viss osäkerhet hos befintliga och blivande emittenter. Oron består i, som lagstiftaren också antyder, att

⁷⁹ "Svensk värdepappersmarknad i förändring", s. 8

⁸⁰ Ibid.

⁸¹ Ibid.

⁸² Remiss Riksbanken, s. 2

⁸³ "Svensk värdepappersmarknad i förändring", s. 9

⁸⁴ "Svensk värdepappersmarknad i förändring", s. 10

utländska regler kommer att påverka emittenterna. Att denna oro är osannolik vet vi men samtidigt måste den ses tillsammans den förändring som sker på marknaden. VpmL 13 kap 1 § sista stycket kan därför, enligt min mening, minska oron och därmed minimera risken att värdepappersmarknadens utveckling hämmas.

12 Sammanfattande kommentar

Lagstiftarens tre argument om utländsk regelpåverkan är alla osannolika. Att utländsk rätt tillämpas extraterritoriellt är visserligen ett faktum men det berör endast svenska aktörer som har sina aktier noterade i USA eller har för avsikt att genomföra en notering. VpmL 13 kap 1 § sista stycket kan inte hindra ett sådant förfarande. Att utländska lagstiftare eller tillsynsmyndigheter skulle kräva att moderbolag tillser att utländska dotterbolag uppställer högre krav i sina regelverk är också osannolikt, dels eftersom SEC har försäkrat att de inte har något sådant intresse, men också eftersom ett moderbolag i sådant fall troligen hade övervägt en försäljning av sitt dotterbolag. Det sista argumentet att svenska börser frivilligt skulle ställa strängare krav är inte troligt eftersom de inte har något intresse i ett sådant förfarande.

Ser man på den internationella konsolidering som sker på värdepappersmarknaden är frågan om regelkonflikter för en börs bara en liten del av en större fråga. Detta talar för att vi i framtiden kommer att se hur större institutioner hamnar i utländskt ägo. Den ökade konkurrensen kan bidra till att emittenter och deltagare på en börs upplever ett orosmoment att de skulle påverkas av utländska regler. Visserligen är denna oro obefogad men om resultatet av ett förbud för börser att ställa oskäligen krav på emittenter kan lugna dem anser jag att något hinder inte finns. En risk med att inte införa regleringen kan snarare vara att utvecklingen av värdepappersmarknaden hämmas. Svaret på min tredje frågeställning blir därför:

Lagstiftarens oro för utländsk regelpåverkan är osannolik. Däremot betyder inte detta att oron för emittenter och deltagare försvinner. Placerar man fenomenet utländsk regelpåverkan i ett sammanhang med en ökad internationalisering är det dock inte förvånande att oron finns. Därför kan den lugnande effekt VpmL 13 kap 1 § sista stycket medför vara tillräcklig för att motivera dess existens.

Del IV. Begränsar Vpml 13 kap 1 § sista stycket marknadens förmåga till självreglering och avtalsfrihet, vilka konsekvenser får detta och hur kan det i så fall rättfärdigas?

Inledningsvis har jag valt att beskriva varför man har valt att ha självreglering på värdepappersmarknaden. Jag kommer sedan att besvara om regeln begränsar marknadens förmåga till självreglering och avtalsfrihet för att därefter analysera vilka konsekvenser en minskad mängd självreglering kan få. Avslutningsvis diskuterar jag, utifrån ett rättsekonomiskt och rättssäkerhetsperspektiv, om inskränkningen kan rättfärdigas.

13 Varför självreglering?

Självreglering har i doktrin beskrivits som ”en kollektivt överenskommen form av normgivning och kontroll av en organisations medlemmar, där reglerna anses styrande för verksamhetens bedrivande och medlemmarnas beteende på vissa centrala områden”.⁸⁵ En annan definition är ”ett normsystem inom ett verksamhetsområde eller samhällsområde som skapas, underhålls och accepteras av aktörerna själva”⁸⁶ eller att självregleringen avser åtgärder ”som i systematiserad form vidtas av ett företag, en bransch eller hela näringslivet och som syftar till att förebygga eller lösa problem i förhållande till konsumenter eller andra”.⁸⁷ Hur man väljer att definiera självreglering ser jag som en smakfråga men vad man kan se som gemensam nämnare är att det är någon annan än lagstiftaren som skapar regler som skall följas för att vara en del av en viss sammanslutning eller marknad och att dessa regler från ett rättsligt perspektiv ofta tar formen av ett avtal.

En fråga som bör besvaras i sammanhanget är varför självreglering uppnår samma eller i vart fall liknande *regelefterlevnad* som lag.⁸⁸ Orsaken till att lag har en sådan auktoritet beror helt enkelt på lagstiftarens särskilda maktposition. Vid självreglering

⁸⁵ Munck, s. 553

⁸⁶ Ibid.

⁸⁷ Ibid.

⁸⁸ Jansson, s. 48 ff.

saknas denna auktoritet men den har ändå en hög regelefterlevnad. En orsak till detta är att myndigheter ofta är inblandade vid självregleringens instiftande. En annan orsak är att självreglering anses vara relevant, väl avvägd och förnuftig.⁸⁹ Detta beror på att de utformas av personer som är experter inom ett visst område samt av personer som själva är aktiva på marknaden. Liksom lagstiftning är självregleringen således beroende av att den möts med en rimlig nivå av förståelse annars finns risken att regleringen blir ineffektiv.

13.1 Självregleringens syfte och funktion

Jag har i avsnitt 4 ovan redogjort för att den finansiella sektorn bör regleras eftersom man vill säkerställa systemskyddsintresset, konsumentskyddsintresset och effektivitetsintresset. Detta i sig är dock inte argument nog för varför självreglering behövs.

Eftersom värdepappersmarknaden används som en finansieringskälla är det av stor vikt att allmänheten har ett förtroende för denna marknad. För att uppnå detta har man i svensk rätt, och internationellt, valt en kombination av lagstiftning och självreglering. Varför man har valt självreglering och inte avtal mellan enskilda parter beror troligen på att aktörerna på marknaden tenderar att ha mer förtroende för generella normer.⁹⁰

Varför man har valt att självreglera och inte lagstifta inom vissa områden beror på olika orsaker. Lagstiftningsprocessen är i regel en långsam process och för en marknad som är ytterst dynamisk kan det vara fördelaktigt att använda ett regelsystem som är mer tidseffektivt. Det är till och med så att självreglering kan fungera tentativt.⁹¹ Genom självreglering kan man pröva ändamålsenligheten med en reglering. Märker man att den fungerar bra och marknaden anpassar sig efter den kan det bli lämpligt att lagstifta om den. En annan orsak är att den utarbetas och beslutas av personer som har en gedigen specialistkompetens och som står marknaden nära.⁹²

⁸⁹ Jansson, s. 50 f.

⁹⁰ Jfr af Sandeberg och Sevenius (red.), s. 93

⁹¹ Jansson, s. 57 f.

⁹² af Sandeberg och Sevenius (red.), s. 93

Att välja självreglering framför lagstiftning kan också motiveras utifrån samhälls-ekonomiska aspekter. I en lagstiftningsprocess är transaktionskostnaderna höga vilket bland annat beror på att lagförslagen skall godkännas av riksdag, konsulter anlitas och att remissinstanser inblandas. Vid skapandet av självreglering är kostnaderna inte lika höga.⁹³

Vissa områden på värdepappersmarknaden kan ibland vara diffusa. Att lagstifta inom sådana områden kan leda till att reglerna bli svårtolkade vilket kan få konsekvensen att tvekan uppstår hos dem som regeln riktar sig emot.⁹⁴ Risken för detta är mindre vid självreglering på grund av marknadsaktörernas expertis och marknadskänedom.

Eftersom det på värdepappersmarknaden cirkulerar stora ekonomiska värden är näringslivet mån om att det finns en klarhet och tydlighet i reglerna. Lagstiftning kan ibland medvetet göras krångligt vilket beror på att man vill att domstol skall förtydliga dem. Självreglering kan emellertid ha samma funktion. Genom att beskriva hur lagstiftning bör tolkas skapar den klarhet och tydlighet som ofta efterfrågas.⁹⁵

Värdepappersmarknaden kräver ofta detaljrika och precisa rättsregler vilket innebär att reglerna ofta måste ändras och anpassas efter marknadens behov. Eftersom detta kan ske ganska ofta kan det vara mer effektivt att använda självreglering istället för att belasta regering och riksdag.⁹⁶

En av riskerna med att marknaden är så pass dynamisk och detaljrik är att stabiliteten och förutsebarheten i ett regelsystem hotas. Vid en första anblick kan man därför tycka att lagstiftning är det bästa alternativet eftersom den tenderar att vara just förutsebar och stabil. Trots detta torde både stabilitet och förutsebarhet tillgodoses genom självreglering. Eftersom marknadsaktörerna själva har mest kunskap och vet vilket behov som finns på värdepappersmarknaden samt har ett intresse av att bevaka detta kan både förutsebarhet och stabilitet uppnås.⁹⁷

⁹³ Jansson, s. 59 f.

⁹⁴ Jansson, s. 62

⁹⁵ Jansson, s. 63

⁹⁶ Jansson, s. 65

⁹⁷ Jansson, s. 67 f.

13.2 Självreglering och avtalsfrihet - ett klargörande

För att undvika eventuella missförstånd bör det klargöras vilken koppling som finns mellan självreglering och avtalsfrihet med hänsyn till den aktuella frågeställningen.

All självreglering har inte en avtalsform. Faktum är att majoriteten av den självreglering som finns i Sverige på värdepappersmarknaden består av ett antal organisationer som ger ut olika skrivelser, råd och rekommendationer om vad som är god sed på värdepappersmarknaden.⁹⁸ När det gäller avtalsfrihet och självreglering syftar jag på den självreglering som existerar mellan en börs och en emittent/deltagare. Som exempel på detta kan *OMX regelverk för emittenter* nämnas (som också VpML 13 kap 1 § bland annat riktar sig emot). I detta regelverk anges noteringskrav, vilken informationsplikt emittenter har, vad som gäller för transaktioner till närstående samt vilka påföljder som aktualiseras om emittenter inte följer regelverket. Kopplingen till avtalsfrihet ligger däri att emittenten, när de noterat sina aktier hos en börs, är skyldiga att följa detta regelverk eftersom de signerar ett *noteringsavtal*. Rättsförhållandet mellan börs och emittent/deltagare är således avtalsrättsligt och som utgångspunkt råder det avtalsfrihet mellan dessa parter.

14 Begränsar VpML 13 kap 1 § sista stycket avtalsfrihet och självreglering på värdepappersmarknaden?

Avtalsfrihet är en grundläggande principerna i svensk rätt.⁹⁹ Det vill säga, de som vill åstadkomma förpliktelser mellan varandra har friheten att göra detta såtillvida det inte sker under tvång, svek eller ocker.¹⁰⁰ Detsamma gäller värdepappersmarknaden. De som vill notera sina aktier på en Stockholmsbörsen måste, som angavs ovan, skriva under börsens noteringsavtal. Naturligtvis begränsar VpML 13 kap 1 § sista stycket avtalsfriheten eftersom en börs innan regleringens tillkomst ju hade möjligheten att ställa ”oskäliga” krav, såtillvida det inte stred mot övrig lagstiftning. Konsekvensen av detta blir att begränsas avtalsfriheten minskar också möjligheten att självreglera.

⁹⁸ Den största sammanslutningen är *Föreningen för god sed på aktiemarknaden* som har ett tiotal organisationer kopplade till sig. Som exempel kan nämnas Aktiemarknadsnämnden, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Rådet för finansiell rapportering och Näringslivets Börskommitté.

⁹⁹ jfr Ramberg, s. 24

¹⁰⁰ Eller av andra ogiltighetsgrunder i AvtL 3 kap.

Självregleringen måste dock placeras i ett aktuellt sammanhang. De argument som motiverar självreglering ovan under avsnitt 13.1 är skrivna i en situation där marknaden är neutral och på något vis fullt fungerande. En sådan marknad har inte tagit hänsyn till den nuvarande finansiella krisen med subprimelån, orimliga bonusar till företagsledningar eller spekulationer i komplexa finansiella instrument. Självreglering som vi ser det idag är nämligen ett fenomen som är på tillbakagång. Ett första exempel är krisen i USA i början av 2000-talet som föranledde SOX men i Europa ser man också hur den EG-rättsliga harmoniseringen har fått självregleringen att stå tillbaka för lagstiftning. Den nuvarande finansiella krisen är också ett exempel när vi kommer se en ökning av lagstiftning.¹⁰¹ I framtiden kommer vi, tror jag, bland annat att se en utökad lagreglering med finansiella instrument, ett förtydligande av insiderlagstiftningen och ökad reglering för bonusar till företagsledningar. VpmL 13 kap 1 § sista stycket är således endast ett exempel på hur självregleringen begränsas. Tesen som angavs ovan att självreglering också kan fungera för att skapa stabilitet och förutsebarhet är därför mindre korrekt idag. Själva orsaken till denna *normglidning* är troligen att marknaden har ”misslyckats” och då krävs statliga ingripanden.¹⁰²

15 Vilka konsekvenser medför en inskränkning i avtalsfriheten och därmed en minskning av möjligheten att självreglera?

Eftersom avtalsfriheten tillhör de mest grundläggande komponenterna inom ett marknadsekonomiskt system¹⁰³ är naturligtvis slutsatsen att inskränker man avtalsfriheten påverkas också effektiviteten i marknadsekonomi.¹⁰⁴

Emellertid påpekades det i föregående avsnitt att marknaden har misslyckats och då krävs statlig inblandning. Frågan är då vilka negativa konsekvenser som finns när statlig reglering ökar och självreglering minskar. För att svara på denna fråga anser jag det

¹⁰¹ Nord och Thorell (red.), s. 52. Det finns även röster som hävdar att självreglering skulle ha medverkat till den nuvarande finansiella krisen, även om dessa åsikter saknar tillräcklig analys, se s. Nord och Thorell (red.) s. 53.

¹⁰²”Finns det legala möjligheter att förebygga finansiella kriser?”, Affärsvärlden 2009-08-05. Å andra sidan ser vi hur självreglering har använts på motsvarande sätt som innehållet i amerikansk lagstiftning. I Europa numera bolagskoder vars innehåll återspeglar vissa delar i SOX.

¹⁰³ Bernitz, s. 300 och Adlercreutz, s. 16 f.

¹⁰⁴ Belfrage, s. 60

givande att placera frågan i ljuset av den nuvarande finansiella krisen och då utreda om självreglering fungerar lika bra som statlig reglering.

Vissa kritiker hävdar att en reglering utan inblandning av aktörer på marknaden kan få långtgående negativa konsekvenser på marknads effektivitet samt för samhällets kapitalförsörjning och ekonomiska utveckling. Genom att ta hjälp av marknadsaktörer kan regleringskostnader hållas nere till fördel för marknadsutvecklingen vilket sedermera skulle bidra till att det grundläggande EU-målet med en konkurrenskraftig europeisk värdepappersmarknad hade upprätthållits.¹⁰⁵

Varför självreglering skulle vara ett bättre alternativ i spåren av den finansiella krisen beror på att de praktiska erfarenheter av marknads funktion som finns hos dem som är verksamma på marknaden bör tas tillvara. Detta har sedan länge varit tradition för svensk självreglering. Visserligen finns alternativet att marknads aktörer konsulteras inför statlig reglering men deras erfarenhet kommer troligen vara till mer nytta om de får medverka i själva utformningen av reglering.¹⁰⁶

I ljuset av VpmL 13 kap 1 § sista stycket anser jag därför att man måste ha i åtanke att självreglering faktiskt kan fungera lika bra som statlig reglering, även i krissituationer. Att lagstiftaren begränsar denna möjlighet genom ökad statlig reglering kan därför, med hänsyn till ovan, vara ett steg i fel riktning.

16 Kan inskränkningar i avtalsfriheten mellan en börs och en emittent/deltagare rättfärdigas?

Att avtalsfriheten kommer att inskränkas i och med VpmL 13 kap 1 § sista stycket är klart. Det är också klarlagt att detta kan medföra negativa marknadsekonomiska konsekvenser. Frågan som då återstår är huruvida en inskränkning av avtalsfriheten kan motiveras? Jag har valt att besvara denna fråga utifrån ett rättsekonomiskt och rättssäkerhetsperspektiv.

¹⁰⁵ Nord och Thorell (red.), s. 53 f. Det skall tilläggas att i den ovan nämnda vitboken (avsnitt 7) nämns att den administrativa bördan som är en följd av utökad lagreglering skall minska. Detta talar också för en utökad självreglering som tjänar just syftet att hålla nere regleringskostnader, se Nord och Thorell (red.), s. 61

¹⁰⁶ Nord och Thorell (red.), s. 58 f.

16.1 Rättsekonomiskt perspektiv¹⁰⁷

16.1.1 Paretoeffektivitet och paretooptimalitet

Inom nationalekonomin brukar man tala om något som kallas paretoeffektivitet (paretoöverlägsenhet) och paretooptimalitet. Kopplat till avtal innebär den första att två parter ingår ett avtal som båda tjänar på. Den sistnämnda innebär motsatsvis att det inte finns någon resursfördelning där någon får det bättre utan att någon annan får det sämre.¹⁰⁸ I ett sådant läge finns inget behov av att ingå avtal. Detta beror på att en sådan marknad har perfekt konkurrens, kostnader är internaliserade, nyttigheterna på marknaden är privata samt det råder perfekt information.¹⁰⁹

Från ett finansekonomiskt perspektiv kan man säga att en marknad som har avsaknad av marknadsmisslyckanden, monopol och har kollektiva varor är paretooptimal. Ser man detta från ett självregleringsperspektiv kan en slutsats vara att fullständig avtalsfrihet fungerar ju mer paretooptimal marknaden är. Det brukar framhållas att så kallad legal avtalsfrihet främjar ekonomisk effektivitet i just formen av paretooptimalitet men detta kräver som sagt förekomsten av en perfekt marknad.¹¹⁰ Förekommer det däremot monopol, externa kostnader och asymmetrisk information spelar lagreglering en viktig roll för att avlägsna dessa imperfektioner.¹¹¹ Den svenska värdepappersmarknaden kan knappast sägas vara paretooptimal eftersom den har förekomsten av monopolliknande företag (jämför Stockholmsbörsen), asymmetrisk information (jämför avsnitt 4.2 ovan) och externa kostnader (exempelvis finansiella kriser). Lagreglering, såsom VpmL 13 kap 1 § sista stycket, kan därför motiveras utifrån detta perspektiv eftersom den kan tjäna till att minska förekomsten av dessa marknadsimperfektioner.

¹⁰⁷ Det är viktigt att påpeka att min rättsekonomiska analys är inspirerad från teorier som framförallt rör situationer där konsumenter och näringsidkare är inblandade, dvs oskäligen avtalsvillkor som faller under AvtL 36 §. Detta gäller särskilt avsnitt 16.1.2. Kritik kan därför riktas mot mina slutsatser att samma diskussion inte ”passar in” i en diskussion om värdepappersmarknaden där aktörerna knappast kan likställas med sådana som 36 § AvtL riktar sig emot.

¹⁰⁸ Örnebo, s. 33

¹⁰⁹ Dahlman m.fl. (2004) s. 61 ff.

¹¹⁰ Dahlman (red.) s. 232 f.

¹¹¹ Dahlman m.fl. (2004) s. 65

16.1.2 Oskäliga avtalsvillkor från ett rättsekonomiskt perspektiv

Om man applicerar ytterligare rättsekonomisk teori på inskränkningar i avtalsrätten i det här sammanhangen ligger det nära tillhands att göra det i förhållandet ”starkare och svagare parter”. Orsaken är att börsen (stark part) i sina eventuella oskäliga avtal ingår dessa med vissa emittenter som är i betydligt lägre ekonomisk ställning (särskilt vad gäller de bolag som är noterade på Stockholmsbörsen Smallcap samt NGM som riktar sig till tillväxtföretag). Den typ av avtal som en börs ingår med en emittent har ofta karaktären av *standardavtal*.¹¹² I sådana avtal diskuteras sällan avtalsinnehållet eftersom den starkare parten ofta har en monopolställning eller att konkurrenter använder liknande avtal. En ytterligare orsak kan vara att den svagare parten inser att transaktionskostnaderna skulle bli högre om de krävde genomgång av avtalsinnehållet.¹¹³ En konsekvens av dessa teorier är att svagare parter i regel godkänner standardavtal trots att innehållet är oskäligt. Eftersom VpmL 13 kap 1 § sista stycket just tjänar syftet att motverka oskäliga villkor i en börs regelverk anser jag att regeln är motiverad utifrån perspektivet ”starkare svagare parter”.

Om vi tittar lite närmare på frågan om transaktionskostnader kan man också hitta argument som talar för den nya regleringen. Vi utgår från en idealisk värld där transaktionskostnaderna är noll och tittar på hur parterna i ett avtal hade fördelat riskerna. Situationen hade då varit att man tittar på vem av parterna som till lägst kostnad kan förebygga skada eller för den delen vem av parterna som har bäst försäkring. Det svar man får av denna fråga skall jämföras med hur verkligheten ser ut och skillnaden som uppstår avser således oskäligheten i avtalet.¹¹⁴ Applicerar vi detta på förhållandet mellan en börs och en emittent borde börsen till lägst kostnad kunna förebygga skada eftersom de i praktiken har kontroll över avtalsinnehållet. Emellertid är verkligheten annorlunda och det är säkerligen emittenten som blir tvungen att bära kostnaden för de krav en börs ställer i deras regelverk. En oskälighet har därmed uppstått i avtalsförhållandet vilket, i teorin, kan motivera VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

¹¹² Se exempelvis börsernas noteringsavtal.

¹¹³ Kötz, 474 ff. Kötz diskussion är visserligen inriktad på 36 § AvtL men jag är av uppfattningen att samma perspektiv kan användas i det här sammanhanget om man förutsätter att vissa emittenter/deltagare är i en svagare ställning jämfört med en börs.

¹¹⁴ Kötz, s. 476 ff.

16.2 Hämmas rättssäkerheten?

En intressant aspekt vid analys av lagregler är hur de överensstämmer med rättssäkerheten. För att besvara detta måste man konstatera vad rättssäkerhet innebär.

Ett perspektiv på rättssäkerhet är att det skall tillgodose förutsebarhet.¹¹⁵ Rent generellt kan sägas att lagregler som innehåller en begränsning av avtalsfriheten hämmar förutsebarhet eftersom det är svårt att överblicka de ekonomiska konsekvenserna av ett avtal men också för att det är svårt att på förhand utreda utgången av en eventuell tvist.¹¹⁶ Anlägger man detta perspektiv på VpmL 13 kap 1 § sista stycket är den således inte motiverad. Å andra sidan kan rättssäkerhetsbegreppet också användas i formen av skydd för svagare parter.¹¹⁷ Genom en reglering som hindrar att oskäligen avtalsvillkor missbrukas av starkare parter kan rättssäkerheten därför upprätthållas om man utgår från att en börs är en starkare part jämfört med en emittent. Svaret på frågan om VpmL 13 kap 1 § sista stycket hämmar rättssäkerheten beror således på hur man väljer att definiera detta begrepp.

17 Sammanfattande kommentar

Att självreglering fyller en viktig funktion på den svenska värdepappersmarknaden är klart. Det är också tydligt att den har minst lika stor regelefterlevnad som lag. De fördelar som självreglering medför talar för att inskränkningen i avtalsfriheten skulle kunna hämma den effektivitet och dynamik som råder på marknaden.

VpmL 13 kap 1 § sista stycket medför en inskränkning i avtalsfriheten och möjligheten att självreglera eftersom en börs begränsas i vad de får reglera i sina regelverk. Tittar man på värdepappersmarknaden i ljuset av den nuvarande finansiella krisen är det dock tydligt att lagstiftning har och kommer att öka. VpmL 13 kap 1 § sista stycket är endast ett exempel på denna utveckling, detta trots att självreglering faktiskt kan bidra till både stabilitet och förutsebarhet. Det är också tydligt att den normglidning som sker beror på marknadsmisslyckanden. Emellertid skall det poängteras att det från vissa håll hävdas

¹¹⁵ Jfr Håkansson, s. 25

¹¹⁶ Örnebo, s. 27

¹¹⁷ Örnebo, s. 28. Det skall tilläggas att detta perspektiv är hämtat från förarbetena till AvtL 36 § (SOU 1974:83, s. 126-129 och 131). Det är därför tveksamt om samma argument kan användas i förhållandet börs - emittent. Jag är dock av uppfattningen att argumenten ändå bör uppmärksammas.

att självreglering kan vara ett gott alternativ, även efter en finansiell kris, eftersom de praktiska erfarenheter marknadsaktörerna har då på bästa sätt kan tas tillvara.

En inskränkning i avtalsfriheten medför negativa effekter på den ekonomiska effektivitet. Trots dessa effekter finns det flera rättsekonomiska teorier som talar för en sådan inskränkning. Eftersom en marknad aldrig kan vara paretooptimal, vilket legal avtalsfrihet kräver, måste en marknad regleras med lagstiftning. Också utifrån teorin om ”starkare och svagare parter” i avtalsförhållanden ser vi att en svagare part aldrig kan påverka avtalsinnehåll som är oskäligen. Därför är inskränkningar i avtalsfriheten nödvändiga. Vi ser också hur diskussionen om transaktionskostnader, vilka i realiteten aldrig kan vara noll, talar för VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

Utifrån en analys om rättssäkerhet kan förutsebarheten undergrävas med regler som begränsar avtalsfriheten. Å andra sidan kan rättssäkerhetsbegreppet också användas för att skydda svagare parter. Anlägger man det senare perspektivet kan VpmL 13 kap 1 § sista stycket motiveras om man utgår från att en emittent är en svagare part jämfört med en börs. Mitt svar på delfråga fyra blir därför:

VpmL 13 kap 1 § sista stycket begränsar avtalsfriheten på värdepappersmarknaden och därmed möjligheten att självreglera. Detta kan i sin tur kan leda till att den ekonomiska effektiviteten påverkas negativt. Trots detta är det tydligt att statlig inblandning kommer vara en följd av den finansiella krisen (även om självreglering är ett bra alternativ). Med hänsyn till detta samt att rättsekonomiska och vissa rättssäkerhetsaspekter rättfärdigar en inskränkning i avtalsfriheten blir den samlade bedömningen att VpmL 13 kap 1 § sista stycket kan motiveras.

Slutsats

I denna del kommer jag först ge en sammanfattande slutsats av mina delfrågor. Avslutningsvis diskuterar jag och ger ett slutgiltigt svar på min övergripande frågeställning.

18 Delfrågorna

När jag i *delfråga I* applicerade motiv för finansiell reglering på VpmL 13 kap 1 § sista stycket var min slutsats att det inte motiverade regleringen. När jag vägde samman systemskyddsintresset, effektivitetsintresset och andra finansiella synpunkter blev slutsatsen att regleringen inte var motiverad trots att konsumentskyddsintresset gav ett motsatt svar.

Efter en analys av redan befintlig reglering under *delfråga II* var min första slutsats att detta bidrog till liknande skydd som VpmL 13 kap 1 § sista stycket. Jag menade att både svensk och EG-rättslig lagstiftning talade för att så är fallet. Emellertid ansåg jag att mina slutsatser var alltför teoretiskt hållna varför det skulle vara svårt att de i praktiken ger motsvarande effekt som VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

Lagstiftarens tre scenarion med att det fanns en risk för utländsk regelpåverkan avfärdade jag i *delfråga III* eftersom (1) VpmL 13 kap 1 § sista stycket inte motverkar förekomsten av extraterritoriell lagstiftning, (2) En utländsk moderbörs har inget intresse i att deras dotterföretag inför strängade regler och (3) det finns inget som talar för att en svensk börs frivilligt skulle ställa oskäligen krav på emittenter. Emellertid menade jag att detta inte är tillräckligt för att stilla den oro som finns för emittenter och deltagare eftersom vi i framtiden kommer att se en ökad internationalisering där regelkonflikter kommer bli vanligt. Jag menade att detta var ett tillräckligt motiv för VpmL 13 kap 1 § sista stycket.

I *delfråga IV* kom jag fram till att VpmL 13 kap 1 § sista stycket begränsar avtalsfriheten och därmed möjligheten att självreglera. En naturlig följd av detta är också att marknads ekonomiska effektivitet påverkas negativt. Jag menade dock att i ljuset av den nuvarande finansiella krisen är normglidningen från självreglering till

lagstiftning ofrånkomlig (trots trovärdiga argument om att självreglering är ett bra alternativ). Jag ansåg också att inskränkningar i avtalsfriheten mellan en börs och emittent/annan deltagare var motiverat från rättsekonomiska teorier och vissa rättssäkerhetsaspekter.

19 Avslutande diskussion

Det övergripande syftet med denna uppsats har varit att utreda om VpmL 13 kap 1 § sista stycket är börslagstiftning i ”fel riktning”. Jag har medvetet valt att inte definiera vad jag menar med denna fråga tidigare i arbetet eftersom jag tror att det hade bidragit till för mycket fokus på min tolkning. Min uppfattning är att det är enklare att ta till sig materialet i uppsatsen om frågan ”hålls öppen”. Jag skall därför nedan redogöra för min syn på hur börslagstiftning bör utformas för att på vis ge ett svar på mitt övergripande syfte.

När man diskuterar om en börslagstiftning är i fel riktning står det nära tillhands att först klargöra vad som är börslagstiftning i ”*rätt riktning*”. Ser man på utgången på mina delfrågor borde svaret på denna fråga vara att regeln är i rätt riktning eftersom 75 procent talar för regeln och 25 procent emot. Jag tror dock inte att detta är tillräckligt som svar på min fråga eftersom det finns andra synsätt som bör uppmärksammas.

Ett perspektiv skulle kunna vara att börslagstiftning är i rätt riktning om den överensstämmer med den harmonisering som sker på värdepappersmarknaden inom EU. Genom att ha nationell lagstiftning som till punkt och pricka följer den maximireglering som finns och gör sitt bästa för att minimireglering skall upprätthålla EU: s mål borde ett medlemslands börslagstiftning vara i rätt riktning.

Använder man detta perspektiv på VpmL 13 kap 1 § sista stycket borde slutsatsen på min övergripande frågeställning vara att regleringen inte är motiverad eftersom det är en särslagstiftning som inte överensstämmer med övriga Europas börslagstiftning (med undantag för Storbritannien). Ett sådant resonemang går också i linje med syftet i den vitbok som diskuterades i avsnitt 7.

Ett annat perspektiv på börslagstiftning i rätt riktning är att se den från ett mer principiellt perspektiv och då premiera motiv för finansiell reglering. Det är ju trots allt

så att systemskyddsintresset, konsumentskyddsintresset och effektivitetsintresset är internationellt överenskomna motiv för att reglera den finansiella sektorn. Utifrån detta perspektiv hade svaret på min övergripande frågeställning varit att VpmL 13 kap 1 § sista stycket heller inte är motiverad med tanke på vad jag kom fram till i delfråga ett.

I ovanstående diskussion saknas dock en pusselbit. Det övergripande målet med finansiell reglering måste i grund och botten vara att marknaden skall ”fungera”. Med detta menar jag att den i så stor mån som möjligt skall vara fri från finansiella kriser och osunda beteenden. Detta gäller både på nationell och internationell nivå och i detta ligger naturligtvis det mål som angavs i början av denna uppsats med en effektiv allokering av resurser. Anlägger man detta perspektiv på definitionen med börslagstiftning i rätt riktning finns däremot risken att det ”går emot” gällande lagstiftning och principer.

VpmL 13 kap 1 § sista stycket skapades eftersom det fanns en oro hos emittenter och deltagare över att ett utländskt ägande av svenska börser skulle kunna leda till att utländska regler påverkade svenska emittenter och deltagare. För att det övergripande målet om att marknaden skall ”fungera” måste aktörerna känna sig säkra och trygga i sina affärer. Applicerat på emittenter på en börs måste de ha så bra förutsättningar som möjligt för att uppfylla sin roll på marknaden - nämligen att erbjuda aktier till allmänheten. Upplever dessa aktörer osäkerhet och oro finns trots allt risken att de drar sig ur marknaden. En annan risk är att potentiella emittenter väljer att inte notera sina aktier på en reglerad marknad. Detta perspektiv kan verka både självklart och enkelt men det innebär inte att man skall undergräva dess betydelse. Jag menar till och med att detta perspektiv ibland är både viktigare än rättseconomiska, rättsdogmatiska och rättssociologiska argument. För det är trots allt så att akademiska institutioner ibland tenderar att överdramatisera sin roll med följderna att enkla praktiska lösningar kommer i skymundan.

Jag är av uppfattningen att förarbetena till VpmL 13 kap 1 § sista stycket saknar den grundliga analys som faktiskt hade varit möjlig att göra. Jag anser också, som jag har kommit fram till i mina delfrågor, att det finns flera rättsliga argument som talar emot regleringen. Trots detta menar jag den enkla praktiska lösningar får väga mer i detta fall.

Oron för utländsk regelpåverkan är rättsligt osannolik men existerar trots allt. Kan en regel motverka denna oro för att återställa ett lugn för emittenter och deltagare på en reglerad marknad anser jag att detta skall väga mer än rättsekonomiska, rättsdogmatiska, rättssociologiska och andra infallsvinklar som talar emot regleringen. Jag anser därför att VpmL 13 kap 1 § sista stycket är förslagstiftning i *rätt* riktning.

Källförteckning

Offentligt tryck

Prop. 1990/91:142 *om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.*

Prop. 1991/92:113 *om ny börslagstiftning m.m.*

Prop. 2006/07:115 *Ny lag om värdepappersmarknaden*

Prop. 2008/09:164 *Oskäliga krav i börsens regelverk*

SOU 1974: 83 *Generalklausulen i förmögenhetsrätten*

SOU 2006:50 *En ny lag om värdepappersmarknaden*

Advokatsamfundet, *Remissyttrande över promemorian Börsens regelverk*, 2008-01-28

(cit: Remiss Advokatsamfundet)

Finansinspektionen, *Remissvar, Promemoria om börsers regelverk* (cit: Remiss FI)

Kammarrätten i Stockholm, *Remissyttrande - promemorian om börsens regelverk*,

2008-01-29 (cit: Remiss Kammarrätten)

Riksbanken, *Yttrande över remiss angående promemoria om börsers regelverk*,

2008-01-30 (cit: Remiss Riksbanken)

Riksgälden, *Remissvar - Promemoria om börsens regelverk*, 2008-01-29 (cit: Remiss

Riskgälden)

Litteratur

Adlercreutz, Axel, *Avtalsrätt I*, Lund 2001

Berk, J., DeMarzo, P., *Corporate Finance*, Pearson International Edition, Boston 2007

Dahlman, C., Glader, M., Reidhav, D., *Rättsekonomi - En introduktion*, Lund 2004 (cit:

Dahlman m.fl. 2004)

Dahlman Christian (red.), *Studier i rättsekonomi - Festskrift till Ingemar Ståhl*, Lund

2005

Gustafsson, Håkan, *Rättens polyvalens - en rättsvetenskaplig studie av sociala rättigheter och rättsäkerhet*, Lund 2002

Hydén, Håkan, *Rättssociologi som rättsvetenskap*, Lund 2002

Jansson, Per-Ola, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, Stockholm 1995

Nord, G., Thorell, P. (red.), *Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad*. Corporate Governance Forum, Stockholm 2009

Ramberg, J. Ramberg, C., *Allmän Avtalsrätt* (uppl 6:2), Stockholm 2005

af Sandeberg, C., Sevenius, R., (red.), *Börsrätt* (2:a uppl.), Studentlitteratur 2008

Tidskrifter

Bernitz, Ulf., *Kontraktsrätten, särskilt frågan om användning av standardavtal*, SvJT 2001, s. 300-308

Kötz, Hein., *Unfair Exemption Clauses An Economic Analysis*, SvJT 1987 s. 473-480

Munck, Johan., *Självreglering på värdepappersmarknaden*, JT 2006/07 s. 553-565

Svernlöv C., Blomberg E. B., *Sarbanes-Oxley - största värdepapperslagstiftningen på 70 år*, Skriftserien Ny Juridik 1:2003, s. 7-18

Tidningsartiklar

Schedin, H., Ashjari, R., ”Alla fel i förslag till börslag”, Dagens Industri (debatt) 2009-03-30

Svernlöv, Carl, ”Finns det legala möjligheter att förebygga finansiell kriser?”, Affärsvärlden 2009-08-05

Övrigt

Belfrage, Catharina, *Bonus och belöning i Skandias kölvatten - lagreglering kontra självreglering*, Examensarbete vid Lunds Universitet, Juridiska Fakulteten, Lund 2005

Svensk värdepappersmarknad i förändring - konsekvenser för finansplatsen vid ägarskifte i OMX, Finansmarknadsrådet, Stockholm 2008

Önnebo, Anna., *Avtalsrätt - en studie om dess bakomliggande principer och legitima inskränkningar*, Examensarbete vid Lunds Universitet, Juridiska Fakulteten, Lund 2003

Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn, Finansiell Stabilitet 1:2005, Riksbanken, s. 71-92.

Förslag - Börsers regelverk, Mannheimer Swartling Advokatbyrå AB, promemoria för Näringsdepartementet, Stockholm 2007-12-19