

Lex specialis in absurdum*

GUSTAF SJÖBERG

1. Inledning

När Johan Munck föddes innehöll den nya aktiebolagslagen 228 paragrafer.¹ Nu, 70 år senare, innehåller aktiebolagslagen 845 paragrafer.² En kraftig ökning, som dock knappast kan förstärkas med ord som explosionsartad eller liknande.³ För 70 år sedan innehöll avtalslagen 41 paragrafer och det gör den fortfarande, även om de är något litet förändrade till sitt innehåll.⁴

För 70 år sedan fanns knappt det som idag kallas finansmarknadsrätt. Numera är detta rättsområde mycket omfattande och komplext, ja närmast överskådligt. För tillväxttakten kan nästan vilka förstärkningsord som helst användas utan att det känns överdrivet och inte tycks takten avta. Tvärtom tar en betydande del av EU:s regleringsansträngningar idag sikte på just detta område.

Vad beror dessa skillnader på? Det kan knappast sägas att det, mellan de fenomen som regleras, finns någon fundamental skillnad i komplexitet som motiverar den olikartade utvecklingen. Avtalslagen reglerar en enorm mängd transaktioner av olika storlek och omfattning och har trots det klarat sig hyggligt i nästan 100 år.⁵ Även om komplexiteten på det finansiella området

* Tack till Lars Hörngren och Thomas Ordeberg för värdefulla synpunkter. Lars Hörngren har dessutom hittat på titeln till den här uppsatsen.

¹ 1944 års aktiebolagslag hade ännu inte trätt i kraft men var på god väg genom lagstiftningsmaskineriet. Lagberedningen la fram förslaget i februari 1941 (SOU 1941:8 och 9), vilket resulterade i proposition 1944:5 som i sin tur blev lag i september samma år (SFS 1944:705). Lagen trädde i kraft den 1 januari 1948.

² Aktiebolagslag (2005:551).

³ Många av paragraferna i 1944 års lag var dessutom betydligt längre än vad paragraferna är i dagens lag, så ökningen är mindre dramatisk än vad antalsökningen antyder.

⁴ Avtalslagen, lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område, är som bekant nästan hundra år.

⁵ Hur hyggligt den klarat sig råder det olika meningar om, men ovedersägligen är den med ganska små ändringar fortfarande gällande.

naturligtvis har ökat så kan det inte heller hävdas att finansiella företag och transaktioner är någon nyhet som av det skälet påkallar ny omfattande reglering. Inte heller kan det sägas att det aktiebolagsrättsliga livet, som regleras av aktiebolagslagen, är så mycket mindre förändringsbenäget och komplext att det motiverar den betydligt blygsammare tillväxten av aktiebolagsrätten i förhållande till finansmarknadsrätten.

Innan vi går vidare och diskuterar finansmarknadsrättens tillväxt de senaste decennierna är det på sin plats att något försöka precisera vad som avses med termen finansmarknadsrätt. Det är inte en helt enkel fråga att besvara och det finns inte heller anledning att i det här sammanhanget försöka komma med någon mer precis definition. I linje med uppsatsens titel kan man se det som en specialreglering i förhållande till andra rättsområden. Det blir med andra ord närmast fråga om en negativ bestämning. Som finansmarknadsrätt kan inte betecknas de associationsrättsliga grundbestämmelser som reglerar de finansiella företagen. Således kan de aktiebolagsrättsliga bestämmelser som reglerar ett bankaktiebolag inte betecknas som finansmarknadsrättsliga. Det finns dock ofta ett nära samband mellan de associationsrättsliga grundbestämmelserna och den finansmarknadsrättsliga särregleringen. Ett exempel är kapitaltäckningsreglerna för banker, där bestämmelserna om kapitaltäckning samspelar med de aktiebolagsrättsliga bestämmelserna.⁶ Ett ännu närmare samspel mellan associationsrätt och finansmarknadsrätt finns vad gäller de icke vinstutdelande livförsäkringsaktiebolagen. Man kan således säga att de speciella krav, utöver de grundläggande associationsrättsliga bestämmelserna, som följer av den finansiella verksamheten utgör den finansmarknadsrättsliga särregleringen.

Det är emellertid inte endast de finansiella företagen som särregleras. Även finansiella tjänster och de marknader via vilka de tillhandahålls är föremål för betydande särregleringar. Inte minst gäller det ett av Johan Muncks många specialområden, nämligen aktiemarknadsrätten.⁷ På dessa områden är det måhända något mer oklart vad det är särregleringar i förhållande till. I mångt och mycket är det fråga om specialregleringar i förhållande till allmän civilrätt såsom avtalsrätt och köprätt. Det finns exempelvis särskilda bestämmelser om informationslämnande vid emission av aktier (prospekt) och hur

⁶ Numera kan man nästan bortse från andra associationsformer än aktiebolag på bankområdet.

⁷ Aktiemarknadsrätten är något särpräglad i det här sammanhanget genom det betydande inslaget av privat rättsbildning.

en fondkommissionär ska utföra order att sälja eller köpa aktier (best execution). Men det finns också bestämmelser om hur handelsplatser ska vara organiserade och vilka uppgifter som åvilar dem, vilka knappast kan betecknas som privaträttsliga. Den vanliga uppdelningen mellan privaträtt och offentlig rätt är således inte speciellt träffande på det här området, utan den finansmarknadsrättsliga regleringen befinner sig inom båda sfärerna. Kanske är det lite som med det berömda uttalandet om pornografi; en finansmarknadsrättslig reglering känns igen när man ser den men är svår att definiera.⁸

I det följande används termen finansmarknadsrätt för att beteckna de särskilda regleringar av företag, tjänster och marknader som föranleds av det finansiella inslaget.

En tes som ligger till grund för den fortsatta framställningen är att explosionen av finansmarknadsrättsliga regleringar har resulterat i en överreglering som inte är hållbar i längden. Det kommer, menar jag, visa sig att finansmarknaderna från ett samhällsekonomiskt perspektiv fungerar sämre än de skulle göra med en annan mindre omfattande och ingripande reglering. Tesen kan knappast bli vetenskapligt bekräftad eller falsifierad och inga försök i den riktningen görs heller här. I stället utgör den en utgångspunkt för diskussioner av orsaker till och verkningar av regeltillväxten samt hur man kan komma till rätta med den nuvarande situationen och bryta utvecklingen.

Efter en kort introduktion till det finansiella systemets uppgifter och funktion är uppsatsen disponerad i tre huvudavsnitt, som behandlar orsaker till, verkningar av och möjliga motmedel mot överregleringen. I det första avsnittet diskuteras således möjliga orsaker till den kraftiga regeltillväxten på finansmarknadsområdet. Frågeställningen är komplex och det kan här inte bli fråga om annat än en grov skiss av några tänkbara förklaringar. Det är dock viktigt att försöka reda ut orsakerna till regelexplosionen, om man ska kunna diskutera sätt att påverka utvecklingen. I nästa avsnitt diskuteras verkningarna av den regelmassa som finns och håller på att skapas. Det är viktigt att förstå att det inte endast är en ökad administrativ börda som blir följderna av en överreglering utan att den största risken är en försämrad samhällseko-

⁸ Domaren i den amerikanska högsta domstolen, Justice Potter Stewart, skrev i sitt yttrande i ett mål som rörde frågan om det förekom obscenitet i filmen *The Lovers* (*Jacobellis v. Ohio* 378 U.S. 184 (1964)), följande: "I shall not today attempt further to define the kinds of material I understand to be embraced within that shorthand description ['hard-core pornography']; and perhaps I could never succeed in intelligibly doing so. But I know it when I see it, and the motion picture involved in this case is not that."

nomi genom att den finansiella sektorn fullgör sina uppgifter sämre. Det leder bl.a. till att medborgarna får betala mer för att få finansiella tjänster utförda. I det sista avsnittet diskuteras hur man ska kunna vända utvecklingen i en annan riktning och få en mer ändamålsenlig reglering.

En avgränsning ska också nämnas, nämligen att rena konsumentskyddsfrågor inte diskuteras. Även här kan man fundera över vad avgränsningen egentligen betyder; i grunden är vi alla konsumenter och all reglering bör ha som enda syfte att göra det bättre för oss som samhällsmedborgare. I den meningen är all lagstiftning och reglering konsumentskyddande. Normalt menar man dock med konsumentskyddande den snävare reglering som tar direkt sikte på relationen mellan en tillhandahållare av finansiella tjänster (här inkluderas såväl producenter som intermediärer) och en konsument av sådana tjänster. På det finansiella området är emellertid gränsen ovanligt suddig. Som exempel kan nämnas att det främsta konsumentskyddet för en bankkund eller en person som har en livförsäkring är att motparten inte går omkull så att kunden förlorar sina pengar. Stabilitetshänsyn och konsumentskydd flyter alltså ihop.

2. Det finansiella systemets funktioner

En utgångspunkt här, liksom för den svenska och europeiska lagstiftaren, är att det finansiella systemet fullgör viktiga funktioner i samhällsekonomin och att dessa bäst utförs av privata aktörer i konkurrens. Kort sagt är marknadsekonomin utgångspunkten. Inom EU är denna utgångspunkt explicit fastslagen i de grundläggande rättsakterna.⁹ Det innebär dock inte att regleringar är överflödiga. Tvärtom är nog alla (utom möjligen de allra mest liberala debattörerna) ense om att t.ex. banker måste regleras. Utan att gå närmare in på varför det är så, kan sägas att om en bank fallerar riskerar det att uppstå samhällsekonomiska kostnader som de inblandade aktörerna inte har anledning att ta hänsyn till; det finns risk för ett s.k. marknadsmisslyckande. Eftersom aktörerna inte själva har incitament att ta hänsyn till kostnaderna för samhället är det rimligt att försöka rätta till marknadsmisslyckandet genom offentlig reglering. Vad gäller finansiella regleringar har det traditionella angreppssättet varit just att försöka identifiera marknadsmisslyckanden som kan påkalla regleringar. Det bör dock observeras att alla marknadsmiss-

⁹ Artikel 3(3) i EU-fördraget.

lyckanden inte nödvändigtvis kan och bör rättas till med regleringar. Här finns det således ett visst spelrum för olika åsikter om hur ingripande regleringarna bör vara. Olika filosofier kan alltså tala för olika grad av regelaktivism.

Det finansiella systemets huvuduppgifter anses vara att omfördela sparande från sådana med överskott på pengar till sådana med kapitalbehov, att hjälpa människor och företag att hantera risker samt att förmedla betalningar. Uppgiften att omfördela sparande fullgörs på flera sätt, t.ex. genom att vanligt banksparande omvandlas till banklån. Samtidigt som bankkunder sparar och placerar tillfällig överskottslikviditet på sina konton, vilka de kan använda även för att genomföra betalningar, kan andra bankkunder få lån till olika behov, t.ex. för att köpa bostäder. Banker är centrala i det finansiella systemet för att de fullgör såväl omfördelning av sparande inklusive utvärdering av låntagare som betalningsförmedling. Processen ger upphov till de för banker särpräglade balansräkningar som ger stabilitetsproblem.

Ett annat sätt för det finansiella systemet att fullgöra uppgiften att allokera kapital är genom aktiemarknaden. Här fördelas kapital från enskilda individer och olika typer av organisationer med överskott till företag med kapitalbehov. Den organiserade handeln med aktier är främst en andrahandsmarknad med uppgift att allokera kapital till lämpliga projekt samt tillhandhålla likviditet. Aktiehandel per se ger inte upphov till samma stabilitetsproblem som bankverksamhet; däremot skapar den organiserade handeln med aktier frågor om t.ex. tillgången på information om företagen och konkurrensen mellan olika aktörer. Aktiemarknadens funktion har stor betydelse för såväl pensionsspararnas framtida välfärd som näringslivets förmåga att utvecklas.

Riskhantering kan ske på många sätt och med hjälp av olika tekniker, alltifrån traditionella försäkringar till komplicerade finansiella instrument av olika slag. Även här kan man notera samspelet mellan de grundläggande rättsfigurerna och finansmarknadsrätten. Ett exempel är aktiebolagets begränsade ansvar, vilket är av grundläggande betydelse för aktörers möjlighet att hantera risk.

Det är viktigt att notera att grunduppgifterna har varit desamma under lång tid och att grundstrukturen hos många av de institutioner som fullgör dem också har varit relativt oförändrad under lång tid. Det gäller exempelvis banker och försäkringsbolag. Även om det har skett en kraftig utveckling av finansiella produkter och lösningar under senare decennier har det funnits ett avancerat finansiellt system under lång tid.

3. Orsaker

I detta avsnitt ska ett försök göras att identifiera några orsaker till den kraftiga regeltillväxten på finansmarknadsområdet. Säkerligen är det en rad faktorer som i ett komplext samspel bidrar till utvecklingen. Utan större förhoppning att nå klarhet är det dock nödvändigt att försöka nysta i den väv som utgör bakgrunden. Rimligen är det en fördel när man ska försöka komma till rätta med ett problem att man vet ungefär hur det uppstod.

Som nämnts ovan är den angivna utgångspunkten för såväl den europeiska som den svenska lagstiftaren marknadslösningar; regleringar fordrar en motivering, t.ex. i form av att det föreligger ett marknadsmisslyckande av något slag. En analys av marknadsmisslyckandets karaktär och möjliga alternativ till lagstiftning bör således ligga till grund för lagstiftningsprojekt. Den svenska lagstiftaren har på finansmarknadsområdet framgångsrikt tillämpat en förutsättningslös analys i de lagstiftningsprojekt där EU-rätten har tillåtit det.¹⁰ Det har varit fråga om analyser ur en ekonomisk synvinkel av de regleringsbehov som finns kombinerat med en juridisk analys av möjliga regleringsvägar och inpassning i övrig lagstiftning. Från akademiska utgångspunkter är det måhända lite nedslående, men enligt min mening finns de främsta utövarna av rättsekonomisk metod i Sverige på Finansdepartementet (inklusive departementets utredningar). Numera är det dock i mycket ringa grad som den svenska lagstiftaren styr utvecklingen på det finansmarknadsrättsliga området.

Till följd av att regelutvecklingen nu i stort sett helt styrs av den europeiska lagstiftaren kommer fokus nedan i hög grad att ligga där. En utvecklingslinje som i det närmaste kommer att förbigås här är den rättsbildning på lägre nivåer som ser ut att få kraftigt ökad betydelse. Det är fråga om utfyllande normer, ofta av stor praktisk betydelse, som tas fram genom olika EU-organ,

¹⁰ Lagstiftaren har varit bortskämd med goda utredningsprodukter. Även i de fall EU-rätten begränsar lagstiftarens handlingsutrymme förekommer att lagförberedarna gör en ganska djuplodande analys av regleringsmotiven på det aktuella området. Så gjorde t.ex. utredaren Johan Munck när han utredde vad som krävdes för att genomföra MiFID; se En ny lag om värdepappersmarknaden (SOU 2006:50). En sådan analys kan bli mycket värdefull i de olika valsituationer som alltid uppkommer i ett komplicerat lagstiftningsärende. Såväl på bankområdet som på försäkringsområdet har omfattande utredningar med relativt förutsättningslösa mandat format den svenska rättsutvecklingen. Banklagskommittén arbetade under fem år och lämnade fem betänkanden, bl.a. med förslag till en ny bankrörelselag och till en särskild ordning för att hantera banker i kris (SOU 2000:66). Försäkringsutredningen arbetade i fyra år och lämnade tre betänkanden (det sista SOU 1995:87).

t.ex. de tre nyinrättade tillsynsmyndigheterna på det finansiella området.¹¹ En ökande och numera betydande del av Finansinspektionens resurser går åt till att delta i olika internationella arbetsgrupper som utarbetar regler av det slaget. Det bör dock framhållas att denna typ av reglering på intet sätt bryter det större mönstret. Tvärtom är denna s.k. sekundärlagstiftning synnerligen omfattande och präglas av en extrem detaljeringsgrad.

3.1 Reglering utan mål?

Enligt min mening är det omöjligt att, åtminstone på det här området, lagstifta framgångsrikt om inte klara och ändamålsenliga mål för regleringen har formulerats till ledning för arbetet. En mål/medel-analys bör alltså ligga till grund för reglernas utformning. Regler är medel att uppnå vissa mål, men även andra medel att uppnå målen bör övervägas i ett lagstiftningsprojekt. Vidare är det viktigt att ta med i beräkningen att även om ett marknadsmisslyckande har identifierats så kan skadeverkningarna av en regleringsåtgärd vara större än de som följer av marknadsmisslyckandet. Det finns alltså flera faktorer som bör tjäna som motvikt mot regleringsivern, men som har det gemensamt att de fordrar kvalitativa överväganden. Sådana överväganden fordrar distinkt formulerade och väl övervägda mål.

En mekanism som säkerligen i hög grad påverkat lagstiftningens innehåll är att ett närmande av lagstiftningens innehåll i olika medlemsstater till varandra har varit och är ett mål i sig. Ett överordnat mål inom EU-rätten är att skapa en fungerande inre marknad.¹² I syfte att uppnå det överordnade målet har ett underordnat mål formulerats, nämligen att harmonisera medlemsstaternas lagstiftning inom i sammanhanget relevanta rättsområden.¹³ Det är alltså ett mål att lagstiftningen ska vara så enhetligt utformad att den inte hindrar funktionen av den inre marknaden.¹⁴ Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt innehåller särskilda bestämmelser om kompetens att

¹¹ Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA), Europeiska bankmyndigheten (EBA) och Europeiska försäkrings- och värdepappersmyndigheten (EIOPA).

¹² Artiklarna 26 och 27 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

¹³ Kapitel 3 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt har rubriken "Tillnärmning av lagstiftning".

¹⁴ Det kanske mest omfattande lagstiftningsinitiativet avseende finansmarknadsrätt på europeisk nivå – "Financial Services Action Plan" eller "FSAP" under åren 1999 till 2004 – syftade till att harmonisera medlemsstaternas regelverk på en rad områden. FSAP inbegrep över 40 olika komponenter varav flera omfattande rättsakter som t.ex. direktivet om marknader för handel med finansiella instrument (MiFID).

utfärda rättsakter med detta syfte.¹⁵ Det säger sig självt att det i en sådan, mer eller mindre teknisk, harmoniseringsprocess sällan kan tas hänsyn till de nationella lagarnas djupare syften. En sådan process uppfyller därmed sällan kraven på en väl genomförd mål/medel-analys.

Eftersom EU-rätten innehåller en skyldighet att ge skäl för en rättsakt kunde man tänka sig att den medförde en stringent analys av lagstiftningsbehovet i varje ärende. Artikel 296 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt anger nämligen bl.a. att rättsakter ska motiveras. Visserligen tas bestämmelsen på allvar av EU-domstolen,¹⁶ men det verkar som det mer är fråga om att ge vägledning om rättsakternas grund och räckvidd i mer teknisk mening än en samhällsekonomisk analys av deras verkningar.¹⁷ Utan en verklig vilja från lagstiftarens sida är det nog också svårt att tvinga fram en sådan analys. I vart fall går det knappast att genom en domstolsprövning förkasta eventuella felaktiga arguments bärkraft.

Ett särdrag för den finansiella regleringen är att *förtroende* används flitigt; det förekommer såväl som mål för reglering och som rekvisit i lagstiftning.¹⁸ Detta är emellertid mer en klyscha än ett begrepp som fungerar väl som bas för analys och regelgivning. Uppenbarligen har förtroende för institutioner, marknader och enskilda aktörer betydelse för finansmarknadernas funktion, men det är mycket svårt att säga vilken typ och grad av förtroende som är lämpligt. Att alla har fullt förtroende för alla och allting är helt klart inte lämpligt. Inte heller kan det rimligen vara lämpligt att lagstiftaren tar på sig att vara den som ensam ska skapa en lagom dos förtroende. Även andra marknader än de finansiella är beroende av förtroende för att kunna fungera och de fungerar ofta väl utan den grad av inblandning från lagstiftarens sida som

¹⁵ Artiklarna 114 och 115 i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt. På senare tid har artikel 114 bl.a. utgjort rättslig grund för den nya finansiella tillsynsstruktur, med fyra tillsynsmyndigheter på europeisk nivå, som infördes 2011.

¹⁶ Det finns fall där underlåtenhet att motivera ett förslag har ansetts utgöra ett allvarligt fel i processen.

¹⁷ Se bl.a. fallen 24/62 Tyskland mot Kommissionen [1963] ECR 0063 p. 69 och C-122/94 Kommissionen mot Rådet [1996] ECR I-881. I det sistnämnda anger domstolen att motiveringsskyldigheten inte innebär en skyldighet att beröra varje relevant fråga angående förslaget tillämplighet.

¹⁸ I 8 kap. 1 § första stycket andra meningen lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden anges att ett värdepappersinstitut ska [även i övrigt] handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Bestämmelsen tycks ha kommit in i svensk rätt via implementeringen av Rådets direktiv (93/22/EEG) om investeringstjänster inom värdepappersområdet (ISD).

finns på finansmarknadsområdet. Huvudregeln på andra områden är att den som vill sälja något får se till att skapa förtroende för sin vara och den marknad där den säljs. Marknadsekonomi tillhandahåller flera mekanismer som kan hjälpa till att skapa förtroende, såsom garantier och förtroendeskapande mellanhänder. Det är inte ens omöjligt att sälja begagnade bilar.¹⁹

Ett exempel på aktörer som länge klarade sig förhållandevis bra på ett eget skapat förtroende är kreditvärderingsinstitutet, vilkas verksamhet till för inte så länge sedan var i stort sett oreglerad och utan närmare intresse från olika lagstiftares sida.²⁰ Ett fåtal företag har lyckats skapa ett förtroendekapital som gör att deras värderingar fått stor trovärdighet trots besvärliga förutsättningar i form av intressekonflikter och liknande. Det förtroendekapital som de byggt upp är deras största tillgång och genererar också hög avkastning. Marknaden har alltså skapat en institution som förhållandevis effektivt visat sig kunna tillhandahålla pålitliga omdömen om en rad finansiella aktörer och produkter.

Den europeiske lagstiftaren är dock missnöjd med situationen och vill reglera kreditvärderingsinstitutet hårdare i tron att ökad reglering ska leda till både ökad konkurrens och tillförlitligare kreditvärderingar.²¹ När det gäller just kreditvärderingsinstitutet är det säkert en blandning av olika skäl som ligger bakom regleringsivern, men att gott självförtroende hos reglerarna och rent politiska orsaker finns med i mixturen är nog ganska klart. Att det inom politiska kretsar finns en betydande ilska mot kreditvärderingsinstitutets nedgradering av en del av länderna inom euroområdet är det nog

¹⁹ Akerlof, George A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics* 84 (3).

²⁰ Huvuddelen av kreditvärderingsinstitutets affär har under en lång tid (i USA har de haft stor betydelse under mer än hundra år) varit på det hela taget mycket framgångsrik. Det stora misslyckandet var bedömningen av risken med strukturerade produkter i den senaste finanskrisen. Ett misslyckande som de dock hade gemensamt med i stort sett alla andra.

²¹ Förordning (EG) Nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (CRA I) som främst är inriktad på att mildra intressekonflikter trädde i kraft i december 2010. CRA I kompletterades i maj 2011 på så sätt att tillsynsmyndigheten the European Securities and Markets Authority (ESMA) tillades exklusiv tillsyn över kreditvärderingsinstitut (CRA II). En kompletterande förordning (CRA III) är under utarbetande. – Det bör även framhållas att kreditvärderingsinstitutet blivit föremål för avsevärt mer ingripande reglering i USA efter den finansiella krisen. Den s.k. Dodd-Frank Act uppställer, bland mycket annat, omfattande nya krav på kreditvärderingsinstitutet. De nya kraven rättfärdigas med att institutet inte har kunnat hantera t.ex. intressekonflikter på ett tillfredsställande sätt.

ingen tvekan om.²² Det är ett rimligt antagande att detta har betydelse för regleringsprocessen, men i grunden är det nog fråga om att det politiska systemet anser att det genom regleringar går att uppnå ett ”bättre” resultat än vad marknaden på egen hand kan uppnå. En relevant fråga är var detta självförtroende kommer ifrån. När det t.ex. gäller kreditrisker kan konstateras att de europeiska kapitaltäckningsreglerna alltså åsätter grekiska statspapper riskvikten noll. Det finns knappast något tvivel om att kreditvärderingsföretagens bedömning att risken är större än för t.ex. svenska statspapper är mer träffande. Här anas snarare en dagordning som handlar om att ge fördelar för staternas egen upplåning, en process som brukar betecknas ”financial repression”. Liknande tendenser finns exempelvis i de nya reglerna om blankning.²³

På många sätt speglar exemplet med kreditvärderingsinstitutet en principiell fråga om synen på marknad gentemot regleringar. Den europeiske lagstiftaren synes i grunden ha svårt att lita till marknadslösningar på det finansiella området.²⁴ Det finns säkerligen många orsaker till det, men som berörs ovan står nog en del av förklaringen att finna i ambitionsnivån för finansmarknaderna och deras reglering.

Som berörs ovan kan ett skäl till att lagstiftaren inte gärna litar till marknadslösningar vara den ambitionsnivå som finns för finansmarknaderna. Åtminstone på konsumentområdet har målet under lång tid varit *förtroende*. Det avspeglar sig till exempel i en kommunikation från Kommissionen 1997 med titeln ”Financial Services: Enhancing Consumer Confidence”.²⁵ Ännu mer talande är titeln på den grönbok som föregick kommunikationen, nämligen ”Financial Services: Meeting Consumers’ Expectations”.²⁶ Både kommunikationen och grönboken omfattar såväl bank och försäkring som värde-

²² Det har till och med framförts tankar på att förbjuda publicering av negativa utlåtanden från institutets sida. Förslaget framfördes i ett utkast till förordning i november 2011, SEC(2011) 1355, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies.

²³ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) Nr 236/2012. Se också Kommissionens pressmeddelande om olika utfyllande bestämmelser på lägre nivå; <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/746&>.

²⁴ Någon initierad bedömare har sagt att det inte är så konstigt när de länder som dominerar har svårt för marknadslösningar, i så måtto att Frankrike inte litar på marknadslösningar överhuvudtaget och Tyskland inte förstår sig på de finansiella marknaderna.

²⁵ KOM(1997) 309 slutlig.

²⁶ KOM(1996) 209 slutlig.

pappersmarknaderna. Det är alltså fråga om att möta konsumenternas förväntningar oavsett vad dessa är och om konsumenterna själva får bestämma så ingår knappast några som helst motgångar i deras förväntningar. Säkerligen är det också fråga om en växelverkan i så måtto att konsumenternas förväntningar påverkas av lagstiftarens ambitioner. Även om det aldrig direkt uttalats någon sådan ambition, så kan skönjas en tendens att målet är att allting ska vara ”bra” på de finansiella marknaderna. Allt som upplevs som misslyckanden eller skandaler ska rättas till genom mer regler. Särskilt märks denna ambition på värdepappersområdet där kombinationen av att förtroende för marknaden är ett uttalat mål med ett långtgående konsumentskydd leder till ständigt uppskruvade krav.

Att utvecklingen är på väg åt ett annat håll än den här förespråkade visas kanske bäst av förberedelserna inför det nya MiFID-direktivet. När det gäller övervägandena om en eventuell reglering av statspappersmarknaden anges som det enda och avgörande skälet för reglering att området är oreglerat.²⁷ Det är långt ifrån en process som söker identifiera marknadsmisslyckanden och lämpliga åtgärder för att komma tillrätta med dem i en ordnad mål/medel-analys. Det bör noteras att synsättet skiljer sig från det som kom till uttryck när de ursprungliga MiFID-reglerna antogs; då handlade det främst om att försöka avskaffa nationella regler som cementerade befintliga börsmonopol och i stället införa harmoniserade regler som gjorde det möjligt för börser och andra handelsplatser att konkurrera mer effektivt över gränserna. Uttryckligen angavs då att frånvaron av marknadsmisslyckanden i t.ex. räntehandeln gjorde att reglering inte var påkallad.

4. Verkningar

Om det är svårt att överblicka regleringarnas innehåll är det ännu svårare att överblicka deras konsekvenser. En heltäckande analys av de finansiella regleringarnas samhällsekonomiska konsekvenser är nog omöjlig att genomföra och fordrar i vart fall ett gigantiskt arbete. Här kan det bara bli fråga om att skrapa på ytan och försöka identifiera några olika typer av konsekvenser. Möjligen kan man dela in verkningarna av en överreglering i tre huvudtyper, nämligen (i) en ökad regelbörda för företagen, (ii) ett ur samhällsekonomiskt

²⁷ Förslag från oktober 2011 till direktiv om marknader för finansiella instrument och om upphävande av direktiv 2004/39/EG KOM(2011) 656.

perspektiv mindre effektivt finansiellt system samt (iii) ökade risker till följd av att regleringar är oöverskådliga och inte samspelar. Det är inte möjligt att dra några skarpa gränser mellan de här områdena och de hänger också ihop, bl.a. genom att en – i ekonomiska termer – alltför omfattande reglering innebär att för mycket resurser läggs på att efterleva och upprätthålla reglerna i förhållande till den positiva effekt som reglerna syftar till att uppnå.

En ökad mängd regler för företagen innebär ökade kostnader för att hålla reda på reglernas innehåll och för att följa dem. Den här typen av närmast administrativa kostnader kan bli mycket betungande för de finansiella företagen. Antalet personer som sysslar med regelefterlevnad, eller som det heter på finanssvenska, compliance, har ökat kraftigt på senare år. Enbart de fyra stora bankerna i Sverige har säkert fler anställda inom compliance än Finansinspektionen har sammanlagt. En tydlig trend är att det inte är tillräckligt att följa vissa regler utan företagen måste också ha fastlagda processer för den interna kontrollen. Om man så vill kan det här betecknas som något slags delegerad tillsyn eller åtminstone som ett sätt att förenkla tillsynen. Tillsynsmyndigheterna kan använda sig av företagens egna interna system för att kontrollera regelefterlevnaden i stället för att kontrollera att faktiska händelser uppfyller rörelsereglernas krav.

Administrativa kostnader belastar företagen. Huruvida denna kostnad också är en samhällsekonomisk kostnad beror på hur ändamålsenliga reglerna är. Om reglerna ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är berättigade, är den ökade kostnaden för företagen att följa dem inte en samhällsekonomisk kostnad. Kostnaderna till följd av en överreglering drabbar dock inte endast företagen utan även samhällsekonomin, t.ex. genom att kostnaderna övervältras på kunderna som får betala onödigt mycket för finansiella tjänster.

Ett problem förbundet med en stor regelbörda och särskilt med krav på vissa typer av interna processer är risken att små företag helt enkelt inte kan verka på grund av för stora kostnader i förhållande till affärsvolymen. Den här följden av en alltför stor administrativ börda får konsekvenser närmast i form av bristande konkurrens och förändringstryck inom den finansiella sektorn. Här har vi glidit in på nästa kategori, nämligen samhällsekonomiska kostnader till följd av en överreglering. Kanske är det på sin plats att återigen ange att det inte endast är överreglering som medför kostnader för samhället och dess medborgare utan att även motsatsen kan medföra betydande kostnader. För lite eller felaktigt utformade regleringar kan också få avsevärda samhällsekonomiska kostnader. Ett bra exempel är undermåliga system för

att ta hand om banker i kris, vilket kan leda till att staten får skjuta till mycket stora belopp till bankerna utan möjlighet till krav på motprestation.²⁸

Även om de administrativa kostnaderna till följd av en felaktig reglering kan bli mycket stora är frågan om inte de verkligt allvarliga konsekvenserna för samhällsekonomin av en överreglering är bristande effektivitet i det finansiella systemet. En effekt har redan berörts, nämligen bristande konkurrens och förändringstryck till följd av höga inträdesbarriärer. Det bör i det här sammanhanget noteras att samhällsekonomiska kostnader av en felaktigt utformad reglering inte behöver drabba alla eller ens något finansiellt företag utan tvärtom kan gynna de befintliga företagen på konsumenternas och potentiella konkurrenters bekostnad. Det är alltså långt ifrån givet att branschföreträdare av olika slag är förespråkare för regleringar som är mer effektiva ur samhällets perspektiv.

Finansiella företag har som en av sina huvuduppgifter att hantera risk. Det innebär att företagen ska ta kontrollerade risker i sin verksamhet. Regleringarnas roll, i detta avseende, är att begränsa de negativa externa effekterna av alltför högt risktagande. Efter den finansiella krisen finns ett betydande politiskt tryck att begränsa risktagandet, vilket leder till regleringar som begränsar risktagandet alltför mycket. De samhällsekonomiska kostnaderna av ett sämre fungerande kreditväsende kan bli enorma.

Den sista kategorin, nämligen ökade risker till följd av att regleringarna är oöverskådliga och inte samspekar, drabbar såväl statliga institutioner som privata aktörer och slutligen naturligtvis samhällsekonomin. Återigen bör påpekas att valet av kategorier är mer eller mindre godtyckligt och att gränserna mellan dem inte på något sätt är skarpa. I blickfånget här är att regleringarna blir så omfattande och komplicerade att de blir svåra att överblicka. I första steget leder det till att det fordras stora resurser för att hålla reda på alla regler, något som närmast kan liknas vid administrativa kostnader, vilket drabbar såväl myndigheter som företag. En allvarligare konsekvens är att inkonsistenser i regleringarna leder till att rättsläget blir osäkert, vilket dels kan göra företagen än mer försiktiga, dels kan göra arbetet svårare för tillsynsmyndigheter och andra offentliga organ. Det kan vara fråga om gränsdragningar mellan olika myndigheters ansvarsområden och tolkning av till synes

²⁸ Att det på EU-nivå saknats regleringar avsedda att hantera problemen med krisande banker, vilket odiskutabelt är samhällsekonomiskt mycket viktigt, medan andra områden är föremål för långtgående detaljreglering, antyder att det är något allvarligt fel med den grundläggande analysen.

motstridiga bestämmelser. Ett exempel är det nyligen framlagda förslaget till direktiv om krishantering, vilket i många delar lägger nya uppgifter på företag och myndigheter som överlappar redan existerande tillsynsuppgifter och skyldigheter för företagen enligt andra bestämmelser.²⁹

5. Motmedel

Onekligen är det en ganska dystert bild som målats ovan och frågan om vad som kan göras för att bryta trenden blir därmed ännu mer brännande. Vi går alltså över till frågan vad som kan göras för att komma tillrätta med det nuvarande tillståndet och den pågående trenden. Fanns det något lätt svar skulle vi sannolikt inte befinna oss där vi gör nu; många försök har gjorts att begränsa regelmassan.

Det är inte så att de europeiska institutionerna är omedvetna om att regelutformningen inte är optimal. För något decennium sedan talades ganska mycket i termer av ”better regulation, not more”. Så mycket konkret kom inte ut av detta och man kan fråga sig vad som från institutionernas sida egentligen avsågs. Ett exempel är ett förslag från kommissionen om att ersätta de sammanlagt 19 bankdirektiven med ett konsoliderat, men med oförändrat materiellt innehåll. I ett meddelande från kommissionen framhålls att förändringen skulle göra banklagstiftningen mycket mera tillgänglig och genomlysbar. Dåvarande kommissionären Monti uppmanade samtidigt medlemsstaterna att förenkla sina banklagstiftningar, eftersom det var där den stora administrativa bördan fanns.³⁰ Uttalandena ger skäl att ifrågasätta

²⁹ Se t.ex. bestämmelserna om olika planer för ett ordnat omhändertagande av banker i kris som förs fram i EU-kommissionens förslag krishanteringsdirektiv publicerat den 6 juni 2012 (KOM(2012) 280/3). Förslaget innehåller betydande oklarheter om vilka myndigheter som ska ansvara för olika planer och gränsdragningen till vanlig tillsyn är också oskarp.

³⁰ Från en pressrelease den 18 december 1997 från kommissionen: ”The proposal should be seen in the context of the simplification and transparency of Community law and complements the initiatives which the Commission is proposing to take to simplify banking legislation as part of the SLIM exercise (Simpler Legislation for the Single Market – see IP/97/1034).” ”Replacing nineteen Directives by just one will make banking legislation far more practical, accessible and transparent for financial institutions and for users of their services, Mr Monti commented.” ”But the Member States should also endeavour to simplify their national laws, since they impose an administrative burden for firms, far more onerous than Community legislation”. Pressreleasen finns tillgänglig i sin helhet på: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/97/1160&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

om det är en djupgående analys av regleringsbehoven som avses eller om det mer är fråga om kosmetiska förändringar.

Även i kölvattnet av Financial Services Action Plan, när en omfattande regelmassa höll på att genomföras i medlemsstaterna, gav kommissionen uttryck för en mer återhållsam linje för framtiden. Enligt kommissionens vitbok om policy för finansiella tjänster 2005–2010 (publicerad 2005) skulle fokus under de kommande fem åren ligga på att konsolidera redan gjorda framsteg och avsluta öppna ärenden.³¹ Hur det än var med ambitionsnivån innan finanskrisen 2008/09 och den nu pågående statsfinansiella krisen, så synes dock dessa händelser radikalt ha påverkat regelgivningen både till innehåll och mängd.

Ett sätt att bedöma ändamålsenligheten hos lagförslag är genom, mer eller mindre, oberoende statliga kontrollinstanser av olika slag. Exempel på sådana är det svenska Lagrådet och det amerikanska Office of Information and Regulatory Affairs (OIRA). Lagrådet har alltför begränsat mandat och för begränsade resurser för att kunna utföra en granskning som det här är fråga om.³² OIRA har visserligen mandatet att göra samhällsekonomiska utvärderingar av föreslagen lagstiftning³³ men det är säkerligen svårt för en regeringsinstitution att anlägga ett oberoende perspektiv. Vad gäller OIRA har kritik nyligen förts fram mot att OIRA är partiskt i sina samhällsekonomiska bedömningar av miljölagstiftning.³⁴ Även om man kunde tilldela en myndig-

³¹ European Commission. White Paper on Financial Services Policy 2005–2010 (December 2005), s. 4.

³² Vad gäller mandatet är den bestämmelse som skulle kunna bli aktuell den i regeringsformen 8 kap. 22 § p. 4, i vilken anges att granskningen ska avse om förslaget är utformat så att lagen kan antas tillgodose de syften som har angetts. – I sammanhanget kan även nämnas det svenska Reglerådet, som formellt är en kommitté under Näringsdepartementet med uppdrag att granska de konsekvensanalyser som görs i anslutning till författningsförslag. Reglerådet har dock inga möjligheter att vidta åtgärder med anledning av analyser som uppfattas som bristfälliga.

³³ Följande är hämtat från Vita husets hemsida (http://www.whitehouse.gov/omb/inforg_administrator): OIRA "is a Federal office established by Congress in the 1980 Paperwork Reduction Act. It is part of the Office of Management and Budget, which is an agency within the Executive Office of the President. It is staffed by both political appointees and career civil servants. Under the Paperwork Reduction Act, OIRA reviews all collections of information by the Federal Government. OIRA also develops and oversees the implementation of government-wide policies in several areas, including information quality and statistical standards. In addition, OIRA reviews draft regulations under Executive Order 12866."

³⁴ Se en artikel i *The Economist*, 18–24 February 2012, tillgänglig via <http://www.economist.com/node/21547772>.

het en oberoende roll och resurser så att det skulle vara möjligt att ta sig an den enorma uppgiften att utvärdera befintlig lagstiftning på det finansiella området, så kan det ifrågasättas om det skulle vara en lämplig eller ens möjlig väg. En stor byråkratisk organisation med uppgiften att framföra en kritisk helhetsanalys av befintlig lagstiftning ställs inför en rad svårigheter av olika slag som det knappast finns anledning att gå in på här. Den avgörande invändningen måste bli att eftersom processen misslyckades första gången så är förutsättningarna att man med endast en något annorlunda organisatorisk uppbyggnad ska lyckas den andra gången små, om det inte föreligger en i grunden förändrad politisk syn.

Politisk vilja måste nämligen betraktas som den viktigaste faktorn för att få till stånd en förändrad syn. Vad som kan förmå det politiska systemet att ändra sin syn på regleringens inriktning är inte lätt att sia om, sannolikt kommer det att bli en gradvis process. Förändringsprocessen motverkas av att det finns en tendens hos politiska beslutsfattare att vilja visa handlingskraft och göra tydliga avtryck. Det är mer tacksamt att vidta omedelbart aktiva åtgärder, som att ta fram nya regler eller inrätta nya kontrollinstanser, än att eftertänksamt ompröva och avskaffa regler. Denna tendens accentueras av att de positiva samhällsekonomiska effekterna av en ändrad reglering, i form av t.ex. effektivare resursutnyttjande eller högre (befogat) risktagande, inte är omedelbart synliga utan ofta framkommer under lång tid och utan att de kan knytas direkt till beslutet att ändra regleringen.

Enligt min mening kommer det dock i en inte alltför avlägsen framtid att stå klart att det behövs grundläggande och genomgripande reformer av den finansiella regleringen i Europa. Reformeringen behöver grundas i helt nya tänkesätt och en annan syn på reglering av det finansiella systemet. Ett argument som säkert kommer att bita bra i den politiska processen är om det kan visas att andra regioner växer snabbare till följd av en mer effektiv reglering av de finansiella marknaderna. Få saker synes göra europeiska politiker så uppskrämda som utsikten att halka efter ekonomiskt.

När det väl föreligger en politisk förändringsvilja kommer säkert resurser att avdelas för att genomföra de önskade policyförändringarna. Risken med detta är att det politiska systemet återigen har en förutfattad mening som snabbt ska genomföras i nya regleringar med åtföljande risker. En annan lärdom som kan dras utifrån den rådande situationen är att det inte är tillräckligt att avsätta resurser för att regelgivande instanser eller externa granskare ska göra konsekvensanalyser eller att ha ett generellt mål att minska regelbördan. Sådana insatser blir inte tillräckliga även om skarpare verktyg för att

stoppa olämpliga förslag kom till. För att få till stånd en verkligt djupgående förändring fordras att det finns en allmänt omfattad annorlunda grundsyn på finansiella regleringar.

En bra lösning vore om det gick att lösgöra resurser för akademisk forskning som kan förbereda en samlad syn på olika områden inom den finansiella regleringen innan den politiska förändringen inträffar. Akademisk forskning har den fördelen att den kan bedrivas decentraliserat och att det är möjligt att gradvis bygga upp kompetens och resurser. Det är knappast möjligt eller önskvärt att på en gång försöka skapa ett enda jätteprojekt med uppgift att se över hela finansmarknadsrätten, inte ens projekt som tar sikte på endast försäkrings-, bank- eller värdepappersregleringar är rimliga. Det viktiga är att gradvis komma igång med forskning som har det uttalade målet att kritiskt granska befintlig lagstiftning. Mångfald i meningen att forskningen bedrivs på många håll är nog både praktiskt nödvändigt och kvalitetsmässigt önskvärt. Det är farligt att tro att det är lätt att komma fram till vad som är fel och vad som i stället bör gälla. Sverige har goda förutsättningar att lyckas med projekt av den här arten. En viktig förutsättning därvidlag är att vi trots allt har relativt lyhörda politiker. Inte minst den tidigare nämnda goda kulturen inom departementen och utredningsväsendet har bidragit till en förståelse för de här frågorna inom politiken. Det är inte möjligt att klara sig utan den kompetens som byggts upp inom myndighetsvärlden och samarbete mellan myndigheter och akademi är därför av stor vikt. Det har inte uttryckligen nämnts här men det är självklart att forskningsprojekt av den här arten kräver ett nära samarbete mellan jurister och ekonomer; den rättsekonomiska ansatsen är nödvändig.

En påbörjad forskningsinsats av det här slaget skulle också kunna bidra till att påskynda den förändrade politiska inställningen och därmed generera mer intresse och resurser. Säkerligen är det fråga om en växelverkan mellan forskning och politiskt intresse. Genom ett strukturerat angreppssätt på de här frågorna kommer Sverige att ha goda förutsättningar att delta i, eller rentav leda, framtida internationella forskningsinsatser på det här området. Om inte annat kommer Sverige att ligga bra till vid framtida förhandlingar om hur den nya finansiella regleringen i Europa ska se ut.

6. Avslutning

Den finansiella sektorn har stor betydelse för ett lands välstånd och en felaktigt utformad finansiell reglering kan få betydande samhällsekonomiska kon-

sekvenser. Enigheten är betydande om att den väg som EU och därmed Sverige nu slagit in på inte leder till en mer effektiv reglering utan åt motsatt håll. Jag har här försökt hitta några förklaringar till det och diskuterat vilka verkningar en överreglering kan få. Det är mycket komplexa orsakssamband både vad gäller orsaker och verkningar och det har här inte varit fråga om annat än att eklektiskt skrapa på ytan.

Det viktiga är att bryta den rådande trenden. Om man ska vara lite högstämmd kan man säga att det har stor betydelse för vårt framtida välstånd. Det huvudspår som presenterats ovan är mer oberoende forskning om finansmarknadernas funktion och reglering från såväl ekonomer som jurister, helst tillsammans. Sådan forskning kan sedan ligga till grund för en radikal översyn av den befintliga regelmassan. Alltså blir den föga förvånande slutsatsen från akademiskt håll att lösningen är mer forskning och naturligtvis mer resurser till forskningen. För att nå detta mål är det nödvändigt att övertyga politikererna om att samhällsviktig och ekonomiskt lönsam forskning bedrivs inte bara inom naturvetenskaperna. Ytterligare en nödvändig förutsättning för en gynnsam utveckling är att personer med Johan Muncks kompetens och kapacitet även framgent engageras i utredningsarbete och helst också i forskning.