



## Oskäliga krav i börsers regelverk

---

### Sammanfattning

I betänkandet behandlar finansutskottet regeringens proposition Oskäliga krav i börsers regelverk (prop. 2008/09:164). I propositionen föreslås en ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Lagändringen innebär att en börs i sitt regelverk inte får ställa krav som med hänsyn till regelns ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter är oskäliga. Lagändringen föreslås träda i kraft den 1 juli 2009.

Ingen motion har väckts med anledning av propositionen.

Utskottet tillstyrker propositionens förslag.

# Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut .....	3
Redogörelse för ärendet .....	4
Ärendet och dess beredning .....	4
Bakgrund .....	4
Propositionens huvudsakliga innehåll .....	6
Utskottets överväganden .....	7
Oskäligen krav i börsers regelverk .....	7
<i>Bilaga 1</i>	
Förteckning över behandlade förslag .....	8
Propositionen .....	8
<i>Bilaga 2</i>	
Regeringens lagförslag .....	9

# Utskottets förslag till riksdagsbeslut

## **Oskälliga krav i börsers regelverk**

Riksdagen antar regeringens förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Därmed bifaller riksdagen proposition 2008/09:164.

Stockholm den 5 maj 2009

På finansutskottets vägnar

*Stefan Attefall*

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Stefan Attefall (kd), Thomas Östros (s), Bertil Kjellberg (m), Anna Lilliehöök (m), Sonia Karlsson (s), Lars Elinderson (m), Roger Tiefensee (c), Monica Green (s), Carl B Hamilton (fp), Hans Hoff (s), Agneta Gille (s), Göran Pettersson (m), Ulla Andersson (v), Tommy Ternemar (s), Emma Henriksson (kd), Mikaela Valtersson (mp) och Ann-Charlotte Hammar Johansson (m).

# Redogörelse för ärendet

## Ärendet och dess beredning

Den 12 mars 2009 lämnade regeringen propositionen Oskäliga krav i börserns regelverk (prop. 2008/09:164) till riksdagen. Lagrådet har granskat lagförslagen och framställt synpunkter som har beaktats vid utformningen av propositionens förslag. Inga motioner har väckts med anledning av propositionen.

## Bakgrund

### *Börshandeln i Sverige blir alltmer internationaliserad*

Den svenska värdepappersmarknaden har under de senaste åren blivit alltmer internationaliserad. Internationaliseringen har bl.a. yttrat sig genom att OMX Nordic Exchanges AB, som äger och driver Stockholmsbörsen, i februari 2008 gick ihop med den amerikanska handelsplatsen Nasdaq samt börsen i Dubai (Borse Dubai) och bildade Nasdaq OMX Group. Följden har blivit att olika handelsplatser – Nasdaq-systemet i USA och OMX olika börser i Sverige, övriga Norden samt Baltikum – har en gemensam ägare.<sup>1</sup>

### *Utländsk regelpåverkan på grund av sammanslagningar*

En fråga som väckts med anledning av Nasdaq-OMX-sammanslagningen är om det finns en risk för att regler som gäller för utländska börser kan bli tillämpliga även på börsverksamhet i Sverige. Exempelvis kan en utländsk börs som äger en börs i Sverige vilja tillämpa samma regler för börsverksamheten i Sverige som i hemlandet. Detta har beskrivits som en risk för utländsk regelpåverkan ("regulatory spill-over") som skulle kunna leda till att oönskade regler börjar användas på svenska börser. Det handlar inte om att svensk lagstiftning skulle påverkas, utan om att oönskade krav skulle föras in i de regler som börserna själva ställer upp för sin verksamhet.

### *De amerikanska Sarbanes-Oxley-reglerna*

I USA infördes år 2002 nya regler för börsnoterade företags rapporteringskyldighet och ledande befatningshavares ansvar när företag inte ger korrekt information om t.ex. sin ekonomiska ställning. De s.k. Sarbanes-Oxley-reglerna<sup>2</sup> tillkom som en reaktion på de bokföringsmässiga och

<sup>1</sup> Det kan tilläggas att den andra svenska börsen, Nordic Growth Market (NGM), sedan november 2008 ägs av den tyska börsen Börse Stuttgart.

<sup>2</sup> Uppkallade efter initiativtagarna, de amerikanska politikerna Paul Sarbanes (demokratisk senator) och Michael Oxley (republikansk delegat i representanthuset).

andra oegentligheter som lett till konkurser i stora företag som Enron och Worldcom under tidigt 2000-tal. Reglerna vållade kraftig diskussion i USA. Sarbanes-Oxley-reglerna innehöll bl.a. en *Section 404* som föreskrev att företagets ledning och revisorer är skyldiga att ta fram en rapport om företagets interna riskkontroll och gå i god för att den är korrekt. Denna regel väckte kraftiga reaktioner bland marknadsaktörer som menade att företagen skulle drabbas av stora kostnader för att ta fram en rapport och säkerställa att den är korrekt. I flera rapporter förutspåddes att de nya reglerna skulle avskräcka företag från att notera sig på amerikanska börser, vilket i sin tur skulle leda till ett avbräck för ekonomin i USA och i New York i synnerhet. Även reglerna i *Section 802*, som föreskriver upp till 20 års fängelse för den som bryter mot reglerna, utsattes för stundtals häftig kritik.

Reglerna gäller sedan 2002 för börsnoterade företag i USA. Reglerna har därefter ändrats och gjorts mindre omfattande, bl.a. med vissa lättnader för utländska företag. Sedan 2002 har flera vetenskapliga studier av reglernas effekter gjorts, med motstridiga resultat. Flera studier pekade på att reglerna skrämt bort utländska investerare, försvagat New Yorks ställning som finansiellt centrum och drivit företag att notera sig i London i stället.<sup>3</sup> Senare forskning har dock hävdats att företagets beteende inte har påverkats nämnvärt av Sarbanes-Oxley-reglerna och att det inte går att säga entydigt att reglerna gjort det mindre attraktivt för företag att börsnotera sig i USA.<sup>4</sup>

### *Den brittiska Balls Act 2006*

År 2006 visade Nasdaq intresse för att förvärva Londonbörsen (LSE). I detta sammanhang aktualiserades farhågor om utländsk regelpåverkan. Från brittiskt håll befarades att om Nasdaq tog över LSE skulle Sarbanes-Oxley-reglerna kunna bli tillämpliga även på bolag som noterat sig på LSE. Denna oro kom till uttryck i ny brittisk lagstiftning, den s.k. Balls Act,<sup>5</sup> som syftade till att förhindra negativ utländsk regelpåverkan. Lagen innebär att den brittiska finansinspektionen FSA ges möjlighet att stoppa regeländringar som innebär överdrivna krav för den som regeln riktar sig mot. Brittiska börser blir skyldiga att anmäla förslag om regeländringar till FSA. Regeländringar som börser inför i strid mot den nya lagen (t.ex. utan att först anmäla dem till FSA) blir utan verkan.

<sup>3</sup> T.ex. X. Li. *The Sarbanes-Oxley Act and Cross-Listed Foreign Private Issuers* (January 18, 2007) på s. 26 f. och L. Zingales, *Is the U.S. Capital Market Losing Its Competitive Edge?* ECGI Working Papers in Finance No. 192/2007 på s. 12.

<sup>4</sup> T.ex. C. Doidge, K. Karolyi, R. Stulz. *Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Decisions Over Time*, särskilt s. 43–44 (Working Paper, Ohio University) och J. D. Piotrkowski, S. Srinivasan. *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings* (January 2008), särskilt s. 5.

<sup>5</sup> Uppkallad efter sin främste förespråkare, Ed Balls (parlamentsledamot för Labour). Lagen benämns The Investment Exchanges and Clearing Houses Act 2006.

## Propositionens huvudsakliga innehåll

### *Ett nytt förbud mot att börsers regler innehåller oskäligen krav*

Regeringen föreslår att det införs ett förbud mot att börser ställer krav på emittenter (utgivare av aktier) och deltagare som är oskäligen med hänsyn till kravets ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter.

Regeringen noterar att det bland marknadsaktörer uttryckts oro för en negativ regelpåverkan och bedömer att det finns en "icke negligerbar" risk för sådan påverkan. Dessutom anser regeringen att de befintliga möjligheterna att ingripa mot oskäligen krav inte är tillräckliga. Enligt regeringen kan en bestämmelse som förhindrar negativ regelpåverkan bidra till en effektiv och konkurrenskraftig marknad. En sådan lösning framstår därför som mest ändamålsenlig, bl.a. mot bakgrund av regeringens ambition att stärka Stockholms ställning som finansiellt centrum.

Förbudet mot oskäligen krav ska, enligt regeringens förslag, gälla för börser men inte för andra alternativa handelsplatser (s.k. multilaterala handelsplattformar, MTF:er) eller clearingorganisationer. För börsernas del ska förbudet omfatta alla tänkbara krav som kan vara oskäligen, alltså inte enbart sådana krav som uppkommer på grund av lagstiftning eller börsregelverk i andra länder.

Bedömningen av om ett konkret krav är oskäligt eller inte ska göras av Finansinspektionen (FI). Ett beslut av FI ska kunna överklagas i förvaltningsdomstol.

### *Ekonomiska konsekvenser*

Regeringen bedömer att den föreslagna bestämmelsen får marginell inverkan på berörda myndigheters verksamhet. Eventuella merkostnader rymms inom befintliga anslag. Regeringen bedömer inte heller att de företag som berörs drabbas av några kostnader till följd av lagändringen.

# Utskottets överväganden

## Oskäligen krav i börsers regelverk

### **Utskottets förslag i korthet**

Riksdagen antar regeringens förslag att införa ett förbud för börser att ställa oskäligen krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad.

### **Utskottets ställningstagande**

Propositionens förslag motiveras med att det krävs lagstiftning, i form av ett förbud mot att börser ställer upp oskäligt hårda krav, för att Stockholms ställning som finansiellt centrum inte ska påverkas negativt. Den nu aktuella lagbestämmelsen syftar i slutändan till att göra Stockholm till en mer attraktiv plats att investera på. För att säkerställa detta har regeringen valt att – med tydlig inspiration från Storbritannien – föreslå en bestämmelse som förbjuder börser att ställa oskäligen krav dels gentemot de företag som noterar sina aktier på börser, dels gentemot dem som deltar i handeln.

De intressen som motiverar den nya bestämmelsen är, enligt utskottets bedömning, av utpräglad ekonomisk karaktär. Ambitionen att stärka Stockholm som finansiellt centrum bygger på mer eller mindre uttalade antaganden om att mer finansiell aktivitet stimulerar den svenska ekonomin och leder till fler arbetstillfällen, högre skatteintäkter och bättre tillgång till investeringskapital.

Utskottet noterar att den föreslagna lagstiftningen är av preventiv karaktär och syftar till att motverka uppkomsten av oskäligen krav och – som det får antas – ekonomiskt skadliga regler i börsers regelverk. Mot denna bakgrund hade det enligt utskottets mening varit av värde om propositionen även hade innehållit en uppskattning av de ekonomiska konsekvenserna av att införa, alternativt att inte införa, det nu föreslagna förbudet mot oskäligen krav i börsers regelverk. Samtidigt är utskottet medvetet om att det är svårt att bedöma de ekonomiska effekterna med någon större grad av precision. Vid en sammanvägd bedömning finner utskottet att den bestämmelse som föreslås i propositionen torde kunna förhindra att oskäligen krav införs i börsers regelverk, och utskottet tillstyrker propositionens förslag.

BILAGA 1

## Förteckning över behandlade förslag

### Propositionen

*Proposition 2008/09:164 Oskäliga krav i börsers regelverk:*

Riksdagen antar regeringens förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.



## BILAGA 2

## Regeringens lagförslag

## Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs<sup>1</sup> att 13 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ska ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse***13 kap.**

## 1 §

En börs *skall* driva sin verksamhet hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.

När börserna driver en reglerad marknad, *skall* den tillämpa principerna om

1. fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av börserna får delta i handeln,
2. neutralitet, som innebär att börsernas regler för den reglerade marknaden tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla som deltar i handeln, och
3. god genomlysning, som innebär att deltagarna får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

En börs *skall* också

1. identifiera och hantera de risker som kan uppstå i verksamheten,
2. ha säkra tekniska system, samt
3. identifiera och hantera de intressekonflikter som kan uppstå mellan börsernas eller dess ägares intressen och intresset av att en reglerad marknad drivs i enlighet med första och andra styckena.

En börs *ska* också

*En börs får inte i sitt regelverk ställa oskäliga krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad. Vad som utgör ett oskäligt krav ska bedömas med hänsyn till dess ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter.*

<sup>1</sup> Jfr Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG (EUT L 145, 30.4.2004, s. 1, Celex 32004L0039), senast ändrat genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2008/10/EG (EUT L 76, 19.3.2008, s.33, Celex 32008L0010).

---

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.