Regeringens proposition 1991/92:113

om ny börslagstiftning m.m.

Prop.
1991/92:113

Regeringen föreslår riksdagen att anta de förslag som tagits upp i bifogade utdrag ur regeringsprotokollet den 19 mars 1992.

På regeringens vägnar

Carl Bildt

Bo Lundgren

Propositionens huvudsakliga innehåll

I propositionen läggs fram förslag till en lag om börs- och clearingverksamhet. Vidare föreslås ändringar i bl.a. lagen om handel med finansiella instrument. Den nya lagstiftningen, som också är en EG-anpassning, är planerad att träda i kraft senast vid årsskiftet 1992/93. Förslagen i propositionen innebär i huvudsak följande.

Stockholms fondbörs ombildas till aktiebolag. Det nuvarande börsmonopolet ersätts med regler om etableringsfrihet som ger möjlighet till ökad konkurrens. Den nya lagen ger möjlighet för företag som driver verksamhet som syftar till att åstadkomma handel med finansiella instrument att få auktorisation som antingen börs eller marknadsplats. Auktorisation är frivillig. Företag som utan auktorisation yrkesmässigt driver angiven verksamhet kan emellertid behöva tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse som förmedlare.

Medlemskretsen vid en börs får endast bestå av riksbanken, värdepappersinstitut och utländska företag som i sitt hemland får delta i börshandel, medan på en auktoriserad marknadsplats även andra företag kan få delta i handeln.

Vid både börser och auktoriserade marknadsplatser får notering av och handel med alla slag av finansiella instrument ske. Inregistrering av fondpapper, dvs. huvudsakligen aktier och obligationer, kan bara göras vid en börs. Villkoren för inregistreringen följer EG:s regler, vilket också gäller reglerna om *informationsskyldighet* för utgivaren av fondpapperen, *prospekt* som skall offentliggöras av utgivaren i samband med inregistre-

ringen och *halvårsrapporter* från bolag vars aktier är inregistrerade vid en börs. För notering av andra fondpapper än sådana som är inregistrerade bestämmer börsen vilka krav som skall gälla. För fondpapper som noteras vid en auktoriserad marknadsplats bestämmer marknadsplatsen vilka krav som skall gälla för notering och i fråga om utgivarens informationsskyldighet.

Svenska bolag som har aktier noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats utgör aktiemarknadsbolag, vilket medför att bl.a. insiderlagen och den s.k. Leo-lagen gäller för dem.

För clearingverksamhet avseende optioner och terminer införs ett tillståndskrav. En clearingorganisation skall ha eget kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem till följd av clearingen. En clearingorganisation skall se till att kunderna ställer betryggande säkerhet för sina åtaganden.

För att skapa garantier för god och utförlig information skall prospekt upprättas när emissioner och andra erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument riktas till allmänheten, även om det sker utanför en börs. Lagregler om offentliggörande av större aktieinnehav (s.k. flaggning) införs.

1 Förslag till

Lag om börs- och clearingverksamhet

Härigenom föreskrivs följande.

Inledande bestämmelser

1 kap. Tillämpningsområde m.m.

1 § Företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument kan få auktorisation som börs eller marknadsplats enligt denna lag.

Clearingverksamhet får drivas endast av företag som har fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag.

Frågor om auktorisation och tillstånd prövas av finansinspektionen.

2 § Auktorisation och tillstånd kan meddelas svenska aktiebolag, svenska ekonomiska föreningar och utländska företag.

3 § Om börs finns särskilda bestämmelser i 2-6 kap., om auktoriserad marknadsplats i 7 kap. och om clearingorganisation i 8 och 9 kap.

4 § I denna lag betyder

1. *börs*: företag som har fått auktorisation enligt 2 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar,
2. *börsmedlem*: den som av en börs har fått tillåtelse att delta i handeln vid börsen,
3. *auktoriserad marknadsplats*: företag som har fått auktorisation enligt 7 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument,
4. *clearingverksamhet*: verksamhet som består i att yrkesmässigt i options- eller terminsavtal träda in som part eller på annat sätt garantera att avtalet fullgörs,
5. *clearingorganisation*: företag som har fått tillstånd enligt 8 kap. att driva clearingverksamhet,
6. *clearingmedlem*: den som av en clearingorganisation har fått tillåtelse att delta i clearingen hos organisationen,
7. *option*: en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,
8. *termin*: ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,
9. *finansiellt instrument* och *fondpapper*: vad som anges i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

2 kap. Förutsättningar för auktorisation m.m.

Sundhetskrav

1 § En börs skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Börsen skall därvid tillämpa principerna om

fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av börsen får bli börsmedlem,

neutralitet, som innebär att av börsen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla börsmedlemmar, och

god genomlysning, som innebär att börsmedlemmarna får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Svenska företag

2 § Auktorisation som börs får meddelas ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning,
2. den planerade verksamheten kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §, och
3. företaget uppfyller de villkor som i övrigt anges i denna lag.

3 § Ansökan om auktorisation får göras innan bolaget eller föreningen har registrerats. Om en sådan ansökan har gjorts av ett aktiebolag inom sex månader från stiftelseurkundens undertecknande, räknas den i 2 kap. 9 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) föreskrivna tiden från auktorisationsbeslutet. Om en sådan ansökan i stället har gjorts av en ekonomisk förening inom sex månader från det att beslut om att bilda föreningen fattats, räknas den i 2 kap. 3 § första stycket lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar föreskrivna tiden från auktorisationsbeslutet.

Till ansökan skall fogas en plan för den tilltänkta verksamheten.

4 § En börs bolagsordning eller stadgar skall godkännas av finansinspektionen i samband med att auktorisation beviljas.

Ett beslut om ändring av bolagsordningen eller stadgarna får inte registreras innan det har godkänts av inspektionen.

5 § En börs som är aktiebolag skall ha ett aktiekapital som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräckligt stort. Vid bedömningen av om aktiekapitalet är tillräckligt skall hänsyn tas även till andra finansiella resurser som börsen har eller kan utnyttja. För börs som är ekonomisk förening gäller vad som sägs om aktiekapital i stället summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om storleken av aktiekapitalet och summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

6 § En börs skall ha en styrelse med minst fem ledamöter och en verkställande direktör.

Utländska företag

7 § Auktorisation för ett utländskt företag att driva verksamhet som börs här i landet från avdelningskontor med självständig förvaltning (filial) får meddelas endast om

1. företaget i sitt hemland driver sådan verksamhet och där står under tillsyn av en myndighet eller annat behörigt organ, och
2. den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §.

För utländska företag gäller bestämmelserna i denna lag i tillämpliga delar. I övrigt gäller lagen (1992:000) om utländska filialer m.m.

Sekretess

8 § Den som är eller har varit knuten till en börs som anställd eller uppdragstagare får inte obehörigen röja eller utnyttja vad han i anställningen eller under uppdraget har fått veta om någon annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

3 kap. Börsmedlemmar

1 § En börs får som medlemmar ha endast

1. Sveriges riksbank,
2. värdepappersinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § 1, 2 eller 3 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, och
3. utländska företag som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel av liknande slag och som där står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ.

Till börsmedlem får antas endast den som har tillräckliga finansiella resurser och i övrigt är lämplig att delta i handeln vid börsen.

2 § Om en börsmedlem inte längre uppfyller kraven för medlemskap, skall börsen besluta att medlemskapet skall upphöra.

Har ett börsmedlemskap upphört på grund av beslut enligt första stycket, får medlemmen, om det finns särskilda skäl, utföra köp- eller säljorder vid börsen för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

3 § Börsmedlemmar skall lämna börsen de upplysningar som behövs för att börsen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar.

Godkännande för notering och handel

1 § Vid en börs får notering av och handel med alla slags finansiella instrument ske. Notering av och handel med ett visst finansiellt instrument får dock inte inledas förrän börsen har lämnat sitt godkännande till detta.

Fondpapper får godkännas för notering och handel genom att börsen, efter prövning enligt 5 kap. 1 §, beslutar om inregistrering av fondpapperen. För fondpapper som inte är föremål för inregistrering får sådant godkännande lämnas endast om prövning har skett enligt 6 kap. 1 §.

Optioner och terminer får godkännas för notering och handel bara om det förekommer en betydande handel med tillförlitlig kurssättning i den eller de tillgångar som optionen eller terminen grundas på.

Handelsregler

2 § En börs skall ha ändamålsenliga regler för hur handeln vid börsen skall gå till.

Börsen skall övervaka handeln och kursbildningen vid börsen och se till att handeln sker i överensstämmelse med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.

Kursnotering och information

3 § Kurser noteras med ledning av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer vid eller rapporteras till börsen. Information om kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras omedelbart, om inte finansinspektionen med hänsyn till handelns effektivitet tillåter något annat.

Rapportering av avslut

4 § En börsmedlem skall, på det sätt och i den omfattning som börsen bestämmer, till börsen anmäla avslut som medlemmen utanför börsen har gjort för egen eller någon annans räkning i de finansiella instrument som noteras vid börsen. Om ett sådant avslut har skett vid en auktoriserad marknadsplats och avser inregistrerade fondpapper, behöver avslutet inte anmälas till börsen.

Sidoverksamhet

5 § En börs får, utöver den verksamhet som auktorisationen omfattar, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med den.

Om det finns särskilda skäl, får finansinspektionen tillåta en börs att driva även annan verksamhet.

6 § Förvärv av aktier eller andelar i företag kräver tillstånd av finansinspektionen, om förvärvet ingår som ett led i organisationen av verksamheten.

5 kap. Inregistrering av fondpapper

Förutsättningar för inregistrering

1 § Inregistrering av fondpapper vid en börs sker efter ansökan av den som har gett ut fondpapperen.

Inregistrering får ske endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med fondpapperen.

Om skyldighet föreligger enligt 5 § att offentliggöra börsprospekt, får fondpapperen inte inregistreras förrän prospektet har godkänts av börsen och offentliggjorts av utgivaren.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen skall meddela närmare föreskrifter om villkoren för inregistrering.

2 § En ansökan om inregistrering får inte avslås utan att sökanden har fått tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom någon annan än honom själv, om inte detta är uppenbart obehövligt.

Beslut om inregistrering skall meddelas snarast och senast sex månader från det att ansökan gjordes hos börsen eller, om ansökan kompletteras, senast sex månader från det att kompletteringen kom in till börsen. Meddelas inte beslut inom angiven tid, skall det anses som om ansökan har avslagits.

Utgivarens informationsplikt

3 § Den som har gett ut fondpapper som har inregistrerats vid en börs skall

- fortlöpande informera börsen om sin verksamhet,
- i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och annan författning samt
- offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

Avregistrering

4 § En börs skall besluta om avregistrering av fondpapper, om utgivaren av fondpapperen begär det eller om han allvarligt åsidosatt sina förpliktelser enligt lag eller någon annan författning. Avregistrering skall ej ske om det är olämpligt från allmän synpunkt.

Avregistrering får inte beslutas utan att utgivaren har fått tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom någon annan än honom själv, om inte detta är uppenbart obehövligt eller beslutet inte kan uppskjutas.

Beslut om avregistrering skall offentliggöras omedelbart.

5 § Till en ansökan om inregistrering skall utgivaren av fondpapperen foga en särskild redogörelse för sina förhållanden (börsprospekt). Prospektet skall innehålla de upplysningar som behövs för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av utgivarens verksamhet och ekonomiska ställning samt av de rättigheter som är förenade med fondpapperen.

Skyldighet att upprätta börsprospekt föreligger inte om inregistreringen avser fondpapper som är utgivna av staten eller är andelar i en värdepappersfond. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela föreskrifter om undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt i fall då behovet av information har tillgodosetts på något annat sätt.

När börsen har godkänt prospektet, skall prospektet offentliggöras av utgivaren.

Halvårsrapport

6 § Ett aktiebolag vars aktier är inregistrerade vid en börs skall under varje räkenskapsår som omfattar mer än tio månader offentliggöra en redogörelse för räkenskapsårets första sex månader (halvårsrapport). Rapporten skall offentliggöras inom två månader från halvårets utgång. Vid offentliggörandet skall halvårsrapporten ges in till börsen. Om det finns särskilda skäl, får börsen medge anstånd med offentliggörandet.

Halvårsrapporten skall innehålla en redogörelse för bolagets verksamhet och resultat under räkenskapsårets första sex månader.

6 kap. Fondpapper som inte inregistreras

Förutsättningar för notering

1 § Notering vid en börs av fondpapper som inte är föremål för inregistrering sker efter ansökan av den som har gett ut fondpapperen.

Notering får ske endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med fondpapperen.

Utgivarens informationsplikt

2 § En utgivare av fondpapper vilka noterats med stöd av 1 § skall

- fortlöpande informera börsen om sin verksamhet,
- i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar samt
- offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

7 kap. Förutsättningar för auktorisation m.m.

Sundhetskrav

1 § En auktoriserad marknadsplats skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Den auktoriserade marknadsplatsen skall därvid tillämpa principerna om

fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller av marknadsplatsen uppställda krav får delta i handeln,

neutralitet, som innebär att av marknadsplatsen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla som deltar i handeln, och

god genomlysning, som innebär att de som deltar i handeln får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Tillämpliga bestämmelser

2 § Bestämmelserna för börs i 2, 4 och 6 kap. skall, med i andra stycket angivna undantag, tillämpas även i fråga om auktoriserad marknadsplats.

För auktoriserad marknadsplats gäller inte bestämmelserna i 2 kap. 1 § om sundhetskrav, i 2 kap. 6 § om styrelses storlek och verkställande direktör, i 4 kap. 1 § andra stycket såvitt avser inregistrering av fondpapper, i 4 kap. 3 § om kursnotering och information och i 4 kap. 4 § om rapportering av avslut.

Rapporteringsskyldighet

3 § En auktoriserad marknadsplats, där det förekommer notering av fondpapper som är inregistrerade vid börs, skall till börsen rapportera alla avslut i dessa fondpapper som sker vid marknadsplatsen eller som anmäls dit.

Kursnotering och information

4 § Kurser noteras med ledning av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer vid eller anmäls till den auktoriserade marknadsplatsen. Information om kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras.

Clearingorganisation

8 kap. Förutsättningar för tillstånd m.m.

Sundhetskrav

1 § En clearingorganisation skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas

kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Clearingorganisationen skall därvid tillämpa principerna om

fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av clearingorganisationen får delta i clearingen, och

neutralitet, som innebär att av clearingorganisationen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla clearingmedlemmar.

Svenska företag

2 § Tillstånd för ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening att driva clearingverksamhet får meddelas endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning,
2. den planerade verksamheten kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §, och
3. företaget uppfyller de villkor i övrigt som anges i denna lag.

Utländska företag

3 § Ett utländskt företag får efter tillstånd av finansinspektionen driva clearingverksamhet från avdelningskontor med självständig förvaltning (filial).

Tillstånd till filialetablering skall lämnas om

1. företaget i sitt hemland bedriver likartad clearingverksamhet och där står under tillsyn av en myndighet eller annat behörigt organ, och
2. den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §.

För utländska företag gäller bestämmelserna i denna lag i tillämpliga delar. I övrigt gäller lagen (1992:000) om utländska filialer m.m.

Övrigt

4 § Bestämmelserna i 2 kap. 3 § om ansökan innan bolaget eller föreningen har registrerats, i 2 kap. 4 § om godkännande av bolagsordning eller stadgar, i 2 kap. 5 § om kapital, i 2 kap. 6 § om styrelses storlek och verkställande direktör och i 2 kap. 8 § om sekretess skall tillämpas även i fråga om clearingorganisation.

5 § En clearingorganisation skall ha kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem till följd av clearingverksamheten.

Clearingmedlemmar

6 § En clearingorganisation får som medlem ha endast den som har en betryggande kapitalstyrka och som i övrigt bedöms vara lämplig att delta i clearingen hos organisationen.

Om en clearingmedlem inte längre uppfyller de krav som anges i första stycket, skall clearingorganisationen besluta att medlemskapet skall upphöra.

Har ett clearingmedlemskap upphört på grund av beslut enligt andra stycket, får medlemmen, om det finns särskilda skäl, ändå vidta åtgärder i förhållande till clearingorganisationen för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

7 § Clearingmedlemmar skall lämna clearingorganisationen de upplysningar som behövs för att organisationen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag eller annan författning.

9 kap. Clearingorganisationens verksamhet

Inledande bestämmelse

1 § En clearingorganisation skall ha ändamålsenliga regler för hur clearingen hos organisationen skall gå till.

Clearingen skall ske under förhållanden som överensstämmer med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.

Säkerhetskrav m.m.

2 § En clearingorganisation skall se till att det vid clearingen ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge ett åtagande består.

Säkerheten skall anses betryggande om det kan antas att åtagandet kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas.

3 § En clearingorganisation får besluta att efterge kravet på säkerhet, i den mån det är uppenbart att säkerhet inte behövs. Ett sådant beslut får inte tillämpas innan det har godkänts av finansinspektionen.

4 § Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om säkerhetskravet.

5 § Om en clearingorganisation träder in som part i handeln, skall organisationen se till att dess riskmässiga ställning i handeln är balanserad. Uppstår obalans skall organisationen omedelbart vidta åtgärder för att återställa jämvikten.

Sidoverksamhet

6 § En clearingorganisation får, utöver clearingverksamhet, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med den.

Om det finns särskilda skäl, får finansinspektionen tillåta en clearingorganisation att driva även annan verksamhet.

Organisationsförvärv

7 § Förvärv av aktier eller andelar i företag kräver tillstånd av finansinspektionen, om förvärvet ingår som ett led i organisationen av verksamheten.

10 kap. Avbrytande av handel

Handelsstopp

1 § Om allmänheten inte har tillgång till information om ett visst finansiellt instrument på lika villkor eller inte i tillräcklig omfattning har tillgång till information om utgivaren, eller om det finns särskilda skäl, skall en börs eller auktoriserad marknadsplats besluta att handeln med det finansiella instrumentet skall avbrytas (handelsstopp). Sådant beslut får inte gälla längre än som oundgängligen behövs.

2 § Om handeln med ett visst finansiellt instrument vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats har avbrutits och detta instrument utgör den underliggande tillgången för optioner eller terminer som är föremål för handel där eller vid någon annan börs eller marknadsplats, skall börsen respektive marknadsplatsen omedelbart avbryta handeln med optionerna eller terminerna. Detsamma gäller om den underliggande tillgången utgörs av annan egendom och det för den egendomen saknas tillförlitligt marknadsvärde. Handeln får återupptas först när handeln i det finansiella instrumentet återupptagits respektive när ett tillförlitligt marknadsvärde för egendomen finns.

Om det finns särskilda skäl, får finansinspektionen medge undantag från första stycket.

3 § Om handel med ett visst finansiellt instrument vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats har avbrutits enligt 1 eller 2 §, skall även handel med samma instrument vid annan börs eller marknadsplats avbrytas.

4 § Om en börs eller en auktoriserad marknadsplats i strid med 1, 2 eller 3 § underlåter att avbryta handeln med ett visst finansiellt instrument, får finansinspektionen besluta att handeln med instrumentet skall avbrytas. Om inspektionens beslut gäller ett sådant fall som avses i 1 §, skall börsen eller marknadsplatsen i samråd med inspektionen besluta om när handeln kan återupptas.

Stängning

5 § Vid krig, krigsfara eller andra onormala förhållanden får regeringen besluta att all handel vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats skall avbrytas. I brådskande fall får sådant beslut meddelas av börsen eller marknadsplatsen efter samråd med finansinspektionen. Börsens eller marknadsplatsens beslut, som får avse högst en vecka, skall omedelbart underställas regeringen.

6 § Beslut enligt detta kapitel skall omedelbart offentliggöras. Om sådant beslut fattats av börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen, skall den dessutom samtidigt underrätta finansinspektionen.

11 kap. Tillsyn

Upplysningsskyldighet

1 § Företag med auktorisation eller tillstånd enligt denna lag står under tillsyn av finansinspektionen. Företagen skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

2 § Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela föreskrifter om

1. vilka upplysningar företagen skall lämna till inspektionen,
2. företagens löpande bokföring, årsbokslut och årsredovisning samt förvaring och inventering av värdehandlingar.

Hur tillsynen skall bedrivas

3 § Finansinspektionen skall vid sin tillsyn över företagen se till att en sund utveckling av värdepappersmarknaden främjas.

4 § Finansinspektionen får förordna en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av ett företag. Inspektionen får när som helst återkalla ett sådant förordnande och utse en ny revisor.

Revisorn har rätt till skäligt arvode av företaget för sitt arbete. Arvodets storlek bestäms av inspektionen.

5 § Finansinspektionen får, när det anses nödvändigt, sammankalla styrelsen i ett företag.

Har företagets styrelse inte rättat sig efter en begäran från finansinspektionen om att kalla till en extra stämma, får inspektionen utfärda sådan kallelse.

Företrädare för inspektionen får närvara vid stämma och vid sådant styrelsesammanträde som inspektionen har sammankallat samt delta i överläggningarna.

Ingripanden mot företag som står under tillsyn

6 § Om ett företag har fattat ett beslut som strider mot denna lag eller någon annan författning som reglerar dess verksamhet, mot föreskrift som meddelats med stöd av denna lag eller någon annan författning eller mot bolagsordningen, får finansinspektionen förbjuda att beslutet verkställs. Har beslutet redan verkställts, får inspektionen förelägga företaget att göra rättelse, om detta är möjligt.

7 § Auktorisation eller tillstånd som enligt denna lag har lämnats ett företag skall återkallas av finansinspektionen om

1. företaget genom att överträda denna lag eller någon föreskrift som har meddelats med stöd av lagen eller på annat sätt visat sig olämpligt att utöva sådan verksamhet som auktorisationen eller tillståndet avser,
2. företaget inte bedriver sådan verksamhet som auktorisationen eller tillståndet avser, eller
3. såvitt avser svenskt aktiebolag, bolagets egna kapital understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet och bristen inte har täckts inom tre månader från det att den blev känd för bolaget.

Om det är tillräckligt får inspektionen i de fall som anges i första stycket 1 meddela varning i stället för att återkalla auktorisationen eller tillståndet.

Vid återkallelse av ett tillstånd att driva clearingverksamhet får inspektionen besluta om hur rörelsen skall avvecklas.

Ett beslut om återkallelse av tillstånd att driva clearingverksamhet får förenas med förbud att fortsätta verksamheten.

Ingripanden mot den som saknar tillstånd m.m.

8 § Om någon driver clearingverksamhet utan att ha tillstånd till det, skall finansinspektionen förelägga honom att upphöra med detta. Detsamma gäller om någon i handel med finansiella instrument använder någon av beteckningarna börs och auktoriserad marknadsplats utan att vara auktoriserad som sådan.

Är det osäkert om en viss verksamhet omfattas av tillståndsplikt enligt denna lag, får finansinspektionen förelägga den som driver verksamheten att lämna de upplysningar om verksamheten som behövs för att bedöma om lagen är tillämplig.

Ett föreläggande enligt denna paragraf som avser ett utländskt företag får riktas såväl mot det utländska företaget som mot den som här i landet är verksam för företagets räkning.

Avgifter m.m.

9 § För prövning av ansökan om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar. Om finansinspektionen för bedömning av en viss fråga i prövningen behöver anlita någon med särskild fackkunskap, skall kostnaden för detta betalas av sökanden.

Företag som står under tillsyn enligt denna lag skall med årliga avgifter bekosta finansinspektionens verksamhet enligt de närmare föreskrifter regeringen meddelar.

Vite

10 § Om finansinspektionen meddelar föreläggande eller förbud enligt denna lag, får inspektionen förelägga vite.

1 § Finansinspektionens beslut enligt 11 kap. 5 § och 8 § andra stycket får inte överklagas.

Andra beslut som finansinspektionen meddelar enligt denna lag får överklagas hos kammarrätten.

Inspektionen får bestämma att ett beslut om förbud eller föreläggande enligt 11 kap. 6 § eller om återkallelse enligt 11 kap. 7 § skall gälla omedelbart.

2 § Den som är missnöjd med ett beslut av en börs att avslå en ansökan om inregistrering av fondpapper eller att avregistrera fondpapper kan väcka talan mot börsen vid allmän domstol inom tre månader från den dag då beslutet meddelades. Om talan inte väcks inom denna tid är rätten till talan förlorad.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

2. Genom lagen upphävs lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Bestämmelserna om organisation och förvaltning i 4-10 §§ den lagen skall dock fortsätta att gälla fram till den 1 januari 1994.

3. Vad som sägs i 3 kap. 1 § 2 om värdepappersinstitut skall också gälla sådan fondkommissionär som med stöd av punkt 3 i övergångsbestämmelserna till lagen (1991:981) om värdepappersrörelse driver rörelse enligt fondkommissionslagen (1979:748).

4. Frågor om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag får prövas före ikraftträdandet. Ett beslut i en sådan fråga skall gälla tidigast från ikraftträdandet.

5. Om en börs övertar Stockholms fondbörs verksamhet får den börsen, på ansökan av den som har gett ut fondpapper som vid lagens ikraftträdande är inregistrerade vid Stockholms fondbörs, inregistrera dessa fondpapper utan sådan prövning som anges i 5 kap. 1 §. Detta gäller dock inte om villkoren för inregistrering vid den nya börsen är strängare än de villkor som gällde vid Stockholms fondbörs vid tiden för övertagandet.

Även om en utgivare av fondpapper inte gör en sådan ansökan som avses i första stycket, får den nya börsen inregistrera fondpapperen för en tid av högst tre månader, om det är olämpligt från allmän synpunkt att inregistreringen upphör.

2 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev

Härigenom föreskrivs att 22 § lagen (1936:81) om skuldebrev skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
22 §	
Överlåtelse av löpande skuldebrev vare ej gällande mot överlåtarens borgenärer, med mindre den till vilken överlåtelsen skett fått handlingen i besittning.	
Säljer bank löpande skuldebrev, vare försäljningen gällande mot bankens borgenärer, ändå att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken.	Säljer bank *eller värdepappersinstitut* löpande skuldebrev, vare försäljningen gällande mot bankens *eller värdepappersinstitutets* borgenärer, ändå att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken *eller institutet*.

Denna lag träder i kraft den 1 september 1992.

Lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse

Härigenom föreskrivs att 11 § lagen (1949:722) om pantlånerörelse skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
11 §[1]	
Har ett lån förfallit till betalning, får panten försäljas.	
Åtgärder för försäljning får dock ej utan särskild begäran från låntagaren vidtas tidigare än två månader efter lånets förfallodag. Försäljningen får inte ske på annat sätt än på offentlig auktion på den ort, där pantsättningen ägt rum, eller, då panten är ett värdepapper som *noterats på fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs*, genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris.	Åtgärder för försäljning får dock ej utan särskild begäran från låntagaren vidtas tidigare än två månader efter lånets förfallodag. Försäljningen får inte ske på annat sätt än på offentlig auktion på den ort, där pantsättningen ägt rum, eller, då panten är ett värdepapper som *är noterat vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad*, genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris.
Försäljning på auktion skall minst åtta dagar i förväg kungöras i tidning inom orten med angivande även av lånets förfallodag eller, om flera panter skall försäljas, under vilken eller vilka månader förfallotiderna inträffat.	

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

[1]Senaste lydelse 1991:983.

4 Förslag till

Lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

Härigenom föreskrivs i fråga om aktiebolagslagen (1975:1385)[1]

dels att i 12 kap. 8 § orden "bankinspektionen" och "bankinspektionens" skall bytas ut mot "finansinspektionen" respektive "finansinspektionens",

dels att 4 kap. 1 och 22 §§, 5 kap. 4 § samt 10 kap. 3 § skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*

4 kap.

1 §[2]

Aktiekapitalet kan ökas genom att aktier tecknas mot betalning (nyemission) eller genom att aktier ges ut eller aktiernas nominella belopp höjes utan ny betalning (fondemission).

Beslut om emission fattas av bolagsstämman, om ej annat följer av 14 eller 15 §. Sådant beslut får ej fattas förrän bolaget blivit registrerat. Behöver bolagsordningen ändras, skall beslut därom först fattas.

Bestämmelserna i 2 kap. 2 § äger motsvarande tillämpning vid nyemission. Vid fondemission får ej till aktiekapitalet överföras belopp som understiger summan av de nya aktiernas nominella belopp eller den sammanlagda höjningen av aktiernas nominella belopp.

Vid nyemission i bolag vars aktier är noterade vid *Stockholms fondbörs* får aktier tecknas mot betalning av lägre belopp än det nominella, under förutsättning att skillnaden mellan vad som skall betalas för de nya aktierna och deras sammanlagda nominella belopp tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital i övrigt eller genom uppskrivning av värdet av anläggningstillgångar. Sådan överföring eller uppskrivning skall ske innan beslutet om nyemission registreras.	Vid nyemission i bolag vars aktier är noterade vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats* får aktier tecknas mot betalning av lägre belopp än det nominella, under förutsättning att skillnaden mellan vad som skall betalas för de nya aktierna och deras sammanlagda nominella belopp tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital i övrigt eller genom uppskrivning av värdet av anläggningstillgångar. Sådan överföring eller uppskrivning skall ske innan beslutet om nyemission registreras.

I fråga om aktiebolag, som enligt insiderlagen (1990:1342) utgör aktiemarknadsbolag, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.

22 §

I emissionsprospektet skall följande uppgifter lämnas, nämligen

[1]Lagen omtryckt 1982:739. Senaste lydelse av 12 kap. 8 § 1990:367.
[2]Senaste lydelse 1991:985.

1. kortfattad historik över bolaget och dess verksamhet,
2. redogörelse för bolagets och, om dotterföretag finnes, koncernens verksamhet, råvarutillgångar, produkter och driftställen samt för dess ställning inom branschen,
3. uppgift om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare,
4. redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.

Uppgifter enligt första stycket 1 får utelämnas av aktiebolag, vars aktier *noteras på fondbörs* eller *på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer.*	Uppgifter enligt första stycket 1 får utelämnas av aktiebolag, vars aktier *är noterade vid en börs* eller *auktoriserad marknadsplats.*

5 kap.
4 §

Beslut om emission skall ange

1. emissionens belopp eller högsta belopp eller det lägsta och högsta beloppet för emissionen,
2. den företrädesrätt att deltaga i emissionen som tillkommer aktieägare eller annan eller vem som eljest äger deltaga i emissionen,
3. den tid inom vilken teckning av skuldebrev kan ske, när ett visst belopp eller ett lägsta belopp bestämts för emissionen,
4. den tid, ej understigande två veckor från utfärdandet av kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen eller, i fall som avses i 6 § fjärde stycket, från beslutet eller, i fråga om avstämningsbolag, från avstämningsdagen, inom vilken aktieägare kan begagna sin företrädesrätt till teckning,
5. skuldebrevens nominella belopp, emissionskurs och räntefot,
6. den tid inom vilken tecknade skuldebrev skall betalas samt den beräkningsgrund, enligt vilken vid överteckning de skuldebrev som icke tecknats med företrädesrätt skall fördelas, om ej föreskrift meddelas att fördelningen skall bestämmas av styrelsen,
7. tid och villkor för utbyte eller nyteckning,
8. den rätt som skall tillkomma borgenär eller innehavare av optionsbevis för den händelse aktiekapitalet före utbytet eller nyteckningen ökas eller nedsättes eller nya konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning utges eller bolaget upplöses eller upphör genom fusion,
9. det belopp, varmed aktiekapitalet skall kunna ökas genom utbyte eller nyteckning,
10. det aktieslag vartill de nya aktierna skall höra, om aktier av olika slag finnes eller kan utges.

Om förbehåll enligt 3 kap. 1 § fjärde stycket eller 3 §, 6 kap. 8 § eller 17 kap. 1 § skall gälla beträffande de nya aktierna, skall erinran därom intagas i emissionsbeslutet.

I fråga om avstämningsbolag iakttages, att avstämningsdag skall anges i emissionsbeslutet, om aktieägare skall ha företrädesrätt att deltaga i

emissionen. Avstämningsdagen får ej sättas tidigare än tre veckor från det beslutet kungjorts enligt 6 § första stycket första meningen.

Skall skuldebrev bli föremål för handel vid *fondbörs*, kan i emissionsbeslutet upptagas bemyndigande för styrelsen eller den styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskurs, räntefot samt villkor för utbyte eller nyteckning. I fråga om avstämningsbolag iakttages dock, att nämnda villkor skall bestämmas senast på avstämningsdagen, om aktieägare skall ha företrädesrätt att deltaga i emissionen.

Skall skuldebrev bli föremål för handel vid *en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad*, kan i emissionsbeslutet upptagas bemyndigande för styrelsen eller den styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskurs, räntefot samt villkor för utbyte eller nyteckning. I fråga om avstämningsbolag iakttages dock, att nämnda villkor skall bestämmas senast på avstämningsdagen, om aktieägare skall ha företrädesrätt att deltaga i emissionen.

10 kap.
3 §

Minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad revisor eller godkänd revisor.

Minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad revisor om

1. tillgångarnas nettovärde enligt fastställda balansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger ett gränsbelopp som motsvarar 1 000 gånger det basbelopp enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring som gällde under den sista månaden av respektive räkenskapsår,

2. antalet anställda hos bolaget under de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200, eller

3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid *Stockholms fondbörs*.

3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats*.

Regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer kan i fråga om visst bolag, beträffande vilket de i andra stycket 1 eller 2 angivna omständigheterna föreligger, förordna att bolaget får utse viss godkänd revisor i stället för auktoriserad revisor. Sådant beslut är giltigt i högst fem år.

Vad i andra och tredje styckena föreskrives gäller även för moderbolag i en koncern om nettovärdet av koncernföretagens tillgångar enligt fastställda koncernbalansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger det gränsbelopp som anges i andra stycket eller om antalet anställda vid koncernföretagen under nämnda tid i medeltal överstigit 200.

I annat bolag än som avses i andra och fjärde styckena skall auktoriserad revisor utses, om ägare till en tiondel av samtliga aktier begär det vid bolagsstämma, där revisorsval skall ske.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.

Härigenom föreskrivs att 2 § lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m. skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*

2 §[1]

Den som direkt eller genom förmedling av juridisk person innehar koncession för att draga fram eller använda elektrisk starkströmsledning får ej genom fång som avses i 1 § utan tillstånd av regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer förvärva

1. andel i ekonomisk förening som äger eldistributionsanläggning,

2. aktie i bolag som äger eldistributionsanläggning och vars aktier ej är noterade vid *Stockholms fondbörs*.	2. aktie i bolag som äger eldistributionsanläggning och vars aktier ej är noterade vid *en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad.*

Första stycket äger motsvarande tillämpning i fråga om inlösen enligt 3 kap. 3 § aktiebolagslagen (1975:1385).

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

[1]Senaste lydelse 1982:629.

6 Förslag till

Lag om ändring i sekretesslagen (1980:100)

Härigenom föreskrivs att 8 kap. 5 § sekretesslagen (1980:100)[1] skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
8 kap 5 §[2]	
Sekretess gäller i statlig myndighets verksamhet, som består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet, *fondbolag, värdepappersinstitut, fondbörsväsendet* eller försäkringsväsendet, för uppgift om	Sekretess gäller i statlig myndighets verksamhet, som består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet, *värdepappersmarknaden* eller försäkringsväsendet, för uppgift om

1. affärs- eller driftförhållanden hos den som myndighetens verksamhet avser, om det kan antas att han lider skada om uppgiften röjs,

2. ekonomiska eller personliga förhållanden för annan, som har trätt i affärsförbindelse eller liknande förbindelse med den som myndighetens verksamhet avser.

Sekretess gäller vidare i statlig myndighets verksamhet, som består i övervakning enligt insiderlagen (1990:1342), för sådan uppgift om enskilds ekonomiska eller personliga förhållanden, vilken på begäran lämnats av någon som är skyldig att lämna uppgifter till myndigheten. Rör uppgiften den uppgiftsskyldige gäller dock sekretess endast om denne kan antas lida skada eller men om uppgiften röjs och sekretess inte motverkar syftet med uppgiftsskyldigheten.

Sekretess gäller, i den mån riksdagen har godkänt avtal härom med främmande stat eller mellanfolklig organisation, hos myndighet i verksamhet som avses i första och andra *stycket* för sådan uppgift om affärs- eller driftförhållanden och ekonomiska eller personliga förhållanden som myndigheten erhållit enligt avtalet. Föreskrifterna i 14 kap. 1-3 §§ får inte i fråga om denna sekretess tillämpas i strid med avtalet.	Sekretess gäller, i den mån riksdagen har godkänt avtal härom med främmande stat eller mellanfolklig organisation, hos myndighet i verksamhet som avses i första och andra *styckena* för sådan uppgift om affärs- eller driftförhållanden och ekonomiska eller personliga förhållanden som myndigheten erhållit enligt avtalet. *Samma sekretess gäller hos finansinspektionen, i den mån regeringen föreskriver det, om inspektionen från motsvarande utländsk myndighet erhållit uppgifter enligt annat avtal.* Föreskrifterna i 14 kap. 1-3 §§ får inte i fråga om denna sekretess tillämpas i strid med avtalet.

[1] Lagen omtryckt 1989:713.

[2] Senaste lydelse 1991:987.

Regeringen kan för särskilt fall förordna om undantag från sekretessen enligt första stycket 1, om den finner det vara av vikt att uppgiften lämnas.

I fråga om uppgift i allmän handling gäller sekretessen i högst tjugo år.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Härigenom föreskrivs att 4 kap. 24 § och 14 kap. 12 § försäkringsrörelselagen (1982:713) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
4 kap. 24 §	
I emissionsprospektet skall följande uppgifter lämnas, nämligen 1. en kortfattad historik över försäkringsbolaget och dess verksamhet, 2. en redogörelse för bolagets eller, om det finns dotterföretag, koncernens verksamhet, försäljningsställen samt för dess ställning inom branschen, 3. uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare och 4. en redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.	
Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av försäkringsaktiebolag, vars aktier *noteras på Stockholms fondbörs.*	Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av försäkringsaktiebolag, vars aktier *är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats.*
14 kap. 12 §[1]	
Likvidatorerna skall så snart det kan ske genom försäljning på offentlig auktion eller på något annat lämpligt sätt förvandla bolagets egendom till pengar, i den mån det behövs för likvidationen, samt betala bolagets skulder. Bolagets rörelse får fortsättas, om det behövs för en ändamålsenlig avveckling eller för att de anställda skall få ett skäligt rådrum för att skaffa sig nya anställningar.	
Har finansinspektionen förordnat en likvidator och vägrar denne utan skäl samtycke till avyttring under hand av bolagets egendom får inspektionen på ansökan av övriga likvidatorer tillåta försäljningen. Om likvidatorerna önskar överlåta *värdepapper* som är noterade *på fondbörs* till gällande *börspris* behövs inte något samtycke.	Har finansinspektionen förordnat en likvidator och vägrar denne utan skäl samtycke till avyttring under hand av bolagets egendom får inspektionen på ansökan av övriga likvidatorer tillåta försäljningen. Om likvidatorerna önskar överlåta *finansiella instrument* som är noterade *vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad* till gällande *börs- eller marknadspris* behövs inte något samtycke.

[1]Senaste lydelse 1991:1767.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

8 Förslag till

Lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729)

Härigenom föreskrivs att 6 § konkurrenslagen (1982:729) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
6 §	
Har i fall som anges i 5 § en förhandling om avstående från företagsförvärvet avslutats utan att den skadliga verkan har kunnat förhindras och finner marknadsdomstolen att förbud eller åläggande enligt 3 § inte bör meddelas eller är otillräckligt, kan domstolen förbjuda förvärvet.	
Ett förbud enligt första stycket får inte meddelas i fråga om förvärv *av aktier* som har skett på *Stockholms fondbörs* eller förvärv som har skett genom inrop på exekutiv auktion. I stället får marknadsdomstolen ålägga näringsidkaren att avhända sig *aktierna eller* den *på auktionen* förvärvade egendomen.	Ett förbud enligt första stycket får inte meddelas i fråga om förvärv som har skett på *en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad* eller förvärv som har skett genom inrop på exekutiv auktion. I stället får marknadsdomstolen ålägga näringsidkaren att avhända sig den förvärvade egendomen.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande

Härigenom föreskrivs att 15 § lagen (1983:890) om allemanssparande[1] skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
15 §[2]	
Fondbolag får till en allemansfond förvärva endast följande slag av värdepapper, nämligen	
1. sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som är *inregistrerade* vid *Stockholms fondbörs,*	1. sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som är *noterade* vid *en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad,*
2. svenska aktier i bolag som träffat avtal med värdepappersinstitut om att denne på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC-bolag),	
3. sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som utbjuds till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finns för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att *inregistreras* vid *Stockholms fondbörs,*	*2.* sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som utbjuds till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finns för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att *noteras* vid *en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad,*
4. andra svenska aktier samt andra av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning,	*3.* andra svenska aktier samt andra av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning,
5. förlagsandelsbevis i svensk ekonomisk förening,	*4.* förlagsandelsbevis i svensk ekonomisk förening,
6. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1-*5*,	*5.* bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1-*4*,

[1] Lagen omtryckt 1986:522.
[2] Senaste lydelse 1991:991.

7. obligationer och andra skuldförbindelser, utfärdade av staten, svenska hypoteksinstitut och svenska kreditaktiebolag.

Har värdepapper som förvärvats enligt första stycket *3* ej *inregistrerats* inom ett år från förvärvet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske, om de inte vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom *trettioprocentsgränsen enligt fjärde stycket eller* tioprocentsgränsen enligt *femte* stycket.

6. obligationer och andra skuldförbindelser, utfärdade av staten, svenska hypoteksinstitut och svenska kreditaktiebolag.

Har värdepapper som förvärvats enligt första stycket *2* ej *noterats* inom ett år från förvärvet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske, om de inte vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom tioprocentsgränsen enligt *fjärde* stycket.

Ett fondbolag får inte till en allemansfond förvärva aktier i bolaget.

Ett fondbolag får inte till fonden mot vederlag förvärva aktier som avses i första stycket 2 eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana aktier i en sådan omfattning att värdet av aktierna och bevisen, tillsammans med de värdepapper som omfattas av tioprocentsgränsen enligt sista stycket, genom förvärvet kommer att överstiga trettio procent av fondens värde.

Ett fondbolag får inte till fonden mot vederlag förvärva värdepapper som avses i första stycket *4* och *5* eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana värdepapper i sådan omfattning att värdet av värdepapperen och bevisen genom förvärvet kommer att överstiga tio procent av fondens värde. Ej heller får ett fondbolag till fonden mot vederlag förvärva värdepapper enligt första stycket *7* i sådan omfattning att värdet av de värdepapper som där avses genom förvärvet kommer att överstiga tjugofem procent av fondens värde. Den sistnämnda begränsningen gäller dock inte förrän ett år efter det att fondbolaget erhållit *bankinspektionens* tillstånd att bedriva fondverksamhet. *Bankinspektionen* kan, om det finns särskilda skäl, medge att de procenttal, som anges i detta stycket, överskrids.

Ett fondbolag får inte till fonden mot vederlag förvärva värdepapper som avses i första stycket *3* och *4* eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana värdepapper i sådan omfattning att värdet av värdepapperen och bevisen genom förvärvet kommer att överstiga tio procent av fondens värde. Ej heller får ett fondbolag till fonden mot vederlag förvärva värdepapper enligt första stycket *6* i sådan omfattning att värdet av de värdepapper som där avses genom förvärvet kommer att överstiga tjugofem procent av fondens värde. Den sistnämnda begränsningen gäller dock inte förrän ett år efter det att fondbolaget erhållit *finansinspektionens* tillstånd att bedriva fondverksamhet. *Finansinspektionen* kan, om det finns särskilda skäl, medge att de procenttal, som anges i detta stycket, överskrids.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden

Härigenom föreskrivs att 14 och 37 §§ lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden[1] skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
14 §	
Om det är uppenbart att allmänna pensionsfonden annars skulle lida en avsevärd förlust får en fondstyrelse, i avsikt att skydda en fordran, på offentlig auktion eller *fondbörs* köpa in egendom som är utmätt eller pantsatt för fordringen eller överta egendom som betalning för fordringen. Egendom som förvärvats på detta sätt skall avyttras så snart det är lämpligt och senast då det kan ske utan förlust.	Om det är uppenbart att allmänna pensionsfonden annars skulle lida en avsevärd förlust får en fondstyrelse, i avsikt att skydda en fordran, på offentlig auktion eller *på en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad* köpa in egendom som är utmätt eller pantsatt för fordringen eller överta egendom som betalning för fordringen. Egendom som förvärvats på detta sätt skall avyttras så snart det är lämpligt och senast då det kan ske utan förlust.
37 §	
Fjärde och femte fondstyrelserna får vardera inte förvärva så många vid *Stockholms fondbörs inregistrerade* aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till mer än tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.	Fjärde och femte fondstyrelserna får vardera inte förvärva så många vid *en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad noterade* aktier i ett *svenskt* aktiebolag att dessa uppgår till mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till mer än tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

[1]Lagen omtryckt 1991:1857.

Lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618)

Härigenom föreskrivs i fråga om bankaktiebolagslagen (1987:618)

dels att i 1 kap. 5 §, 2 kap. 4, 7, 12 och 17 §§, 3 kap. 2 §, 4 kap. 2, 5, 7, 9, 13 och 14 §§, 5 kap. 1 §, 6 kap. 6 och 7 §§, 7 kap. 2, 3, 6, 7 och 15 §§, 8 kap. 16 §, 10 kap. 2, 4-7, 15, 18 och 20 §§, 11 kap. 3, 6 och 9 §§, 12 kap. 5, 6 och 8 §§ ordet "bankinspektionen" i olika böjningsformer skall bytas ut mot "finansinspektionen" i motsvarande form,

dels att 4 kap. 23 § och 5 kap. 4 § skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
4 kap. 23 §[1]	
I emissionsprospektet skall följande uppgifter lämnas, nämligen	
1. en kortfattad historik över bankaktiebolaget och dess verksamhet,	
2. en redogörelse för bolagets och, om det finns dotterföretag, koncernens verksamhet samt för bolagets del uppgifter som är av betydelse för bedömningen av rörelsens karaktär och utveckling,	
3. en redogörelse för kapitaltäckningen enligt 2 kap. 9-10 §§ samt, i förekommande fall, 11 § bankrörelselagen (1987:617) och dess betydelse för bankbolaget,	
4. uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer samt anställda och delegater i ledande ställning, samt	
5. en redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.	
Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av bankaktiebolag, vars aktier är *inregistrerade* vid *Stockholms fondbörs.*	Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av bankaktiebolag, vars aktier är *noterade* vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats.*
5 kap. 4 §[2]	
Beslutet om emission skall ange	
1. emissionens belopp eller det högsta beloppet eller det lägsta och högsta beloppet för emissionen,	
2. den företrädesrätt att delta i emissionen som tillkommer aktieägare eller någon annan eller vem som annars får delta i emissionen,	
3. den tid inom vilken teckning av skuldebrev kan ske, när ett visst belopp eller ett lägsta belopp har bestämts för emissionen,	

[1] Senaste lydelse 1989:1087.
[2] Senaste lydelse 1990:1307.

4. den tid inom vilken aktieägare kan använda sin företrädesrätt till teckning,

5. skuldebrevens nominella belopp, emissionskursen och räntefoten,

6. den tid inom vilken tecknade skuldebrev skall betalas samt den beräkningsgrund, enligt vilken vid överteckning de skuldebrev som inte tecknats med företrädesrätt skall fördelas, om det inte föreskrivs att fördelningen skall bestämmas av styrelsen,

7. tiden och villkoren för utbytet eller nyteckningen,

8. den rätt som skall tillkomma borgenären eller innehavaren av optionsbevis för den händelse aktiekapitalet före utbytet eller nyteckningen ökas eller sätts ned eller nya konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning ges ut eller bolaget upplöses eller upphör genom fusion,

9. det belopp, varmed aktiekapitalet skall kunna ökas genom utbyte eller nyteckning,

10. det aktieslag vartill de nya aktierna skall höra, i de fall aktier av olika slag finns eller kan utges, samt

11. den rätt till utdelning som tillkommer de nya aktierna samt det räkenskapsår för vilket rätten till utdelning inträder.

Den tid inom vilken aktieägare kan använda sin företrädesrätt enligt första stycket 4 får inte vara kortare än en månad. Tiden räknas från

1. det kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen skedde,

2. beslutet, när det gäller sådana fall som avses i 6 § fjärde stycket, eller

3. avstämningsdagen, när det gäller avstämningsbolag.

Om ett förbehåll enligt 3 kap. 1 § fjärde stycket, 6 kap. 8 § eller 12 kap. 1 § skall gälla för de nya aktierna, skall emissionsbeslutet innehålla en erinran om detta.

Om en aktieägare skall ha företrädesrätt att delta i emissionen, gäller för avstämningsbolag att avstämningsdagen skall anges i emissionsbeslutet. Avstämningsdagen får inte sättas tidigare än tre veckor från det kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen skedde.

Om ett skuldebrev skall bli föremål för handel vid *Stockholms fondbörs*, kan det i emissionsbeslutet tas upp ett bemyndigande för styrelsen eller den som styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskursen, räntefoten och villkoren för utbyte eller nyteckning. I fråga om avstämningsbolag skall dock nämnda villkor bestämmas senast på av-

Om ett skuldebrev skall bli föremål för handel vid *en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad*, kan det i emissionsbeslutet tas upp ett bemyndigande för styrelsen eller den som styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskursen, räntefoten och villkoren för utbyte eller nyteckning.

stämningsdagen, om aktieägarna skall ha företrädesrätt att delta i emissionen.	I fråga om avstämningsbolag skall dock nämnda villkor bestämmas senast på avstämningsdagen, om aktieägarna skall ha företrädesrätt att delta i emissionen.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i konkurslagen (1987:672)

Härigenom föreskrivs att 8 kap. 7 och 10 §§ konkurslagen (1987:672) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
8 kap.	
7 §[1]	
Försäljning av lös egendom som inte sker genom fortsättande av gäldenärens rörelse skall ske på auktion eller på annat sätt efter vad förvaltaren anser vara mest fördelaktigt för boet.	
Lös egendom i vilken en borgenär har panträtt eller någon annan särskild förmånsrätt får inte utan hans samtycke säljas på annat sätt än på auktion, om hans rätt är beroende av försäljningen. Även om samtycke inte lämnas, får egendomen säljas på annat sätt än på auktion, om det är sannolikt att högre pris uppnås därigenom och om tillsynsmyndigheten medger det.	
Samtycke enligt andra stycket krävs inte när förvaltaren genom värdepappersinstitut säljer *värdepapper, noterat på fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs* till gällande börs- eller marknadspris eller när det är fråga om försäljning av lös egendom genom fortsättande av gäldenärens rörelse.	Samtycke enligt andra stycket krävs inte när förvaltaren genom värdepappersinstitut säljer *finansiella instrument, noterade vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad* till gällande börs- eller marknadspris eller när det är fråga om försäljning av lös egendom genom fortsättande av gäldenärens rörelse.
Särskilda bestämmelser om överlåtelse av försäkringsbestånd finns i 14 kap. 26 och 27 §§ försäkringsrörelselagen (1982:713).	
10 §[2]	
En borgenär som innehar lös egendom med handpanträtt får själv ombesörja att egendomen säljs på auktion eller, när det är fråga om *värdepapper* som är *noterat på fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs,* genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris. En sådan försäljning får dock inte utan för-	En borgenär som innehar lös egendom med handpanträtt får själv ombesörja att egendomen säljs på auktion eller, när det är fråga om *finansiella instrument* som är *noterade vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad,* genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris. En sådan försäljning får dock inte utan för-

[1]Senaste lydelse 1991:999.

[2]Senaste lydelse 1991:999.

valtarens samtycke äga rum tidigare än fyra veckor efter edgångssammanträdet. Borgenären skall minst en vecka innan han vidtar åtgärd för egendomens försäljning ge förvaltaren tillfälle att lösa in egendomen. Om det är fråga om ett fartyg eller gods i fartyg eller i luftfartyg eller intecknade reservdelar till luftfartyg, skall egendomen säljas exekutivt.	valtarens samtycke äga rum tidigare än fyra veckor efter edgångssammanträdet. Borgenären skall minst en vecka innan han vidtar åtgärd för egendomens försäljning ge förvaltaren tillfälle att lösa in egendomen. Om det är fråga om ett fartyg eller gods i fartyg eller i luftfartyg eller intecknade reservdelar till luftfartyg, skall egendomen säljas exekutivt.

Borgenären skall minst tre veckor i förväg underrätta förvaltaren om tid och plats för en auktion som inte hålls i exekutiv ordning.

Har egendomen sålts på annat sätt än exekutivt, skall borgenären för förvaltaren redovisa vad som har flutit in.

Vill inte borgenären själv sälja egendomen, får förvaltaren ombesörja försäljningen. En inteckning i luftfartyg eller i reservdelar till luftfartyg som har lämnats som pant av den intecknade egendomens ägare får dock inte säljas av förvaltaren. Han får bara låta sälja den rätt till andel i inteckningen som enligt vad som är särskilt föreskrivet kan tillkomma gäldenären.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

dels att i 3, 4, 6, 10, 11, 19-21, 23, 29, 32-35, 38-44 och 46 §§ ordet "bankinspektionen" i olika böjningsformer skall bytas ut mot "finansinspektionen" i motsvarande form,

dels att 13 och 18 §§ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
13 §	
Fondbolaget får inte i fondverksamheten	Fondbolaget får inte i fondverksamheten
1. ha hand om egendom som ingår i fonden,	1. ha hand om egendom som ingår i fonden,
2. ta upp eller bevilja *lån, eller*	2. ta upp eller bevilja *penninglån,*
3. gå i borgen.	3. gå i borgen, *eller*
	4. sälja fondpapper som fonden inte förfogar över.
Fondbolaget får trots bestämmelserna i första stycket ta kortfristiga lån till ett belopp motsvarande högst 10 procent av fondens värde.	
18 §	
Medel som ingår i en värdepappersfond får, med de begränsningar som följer av 19—24 §§, placeras i fondpapper och andra finansiella instrument som är eller inom ett år från emissionen avses bli	Medel som ingår i en värdepappersfond får, med de begränsningar som följer av 19—24 §§, placeras i fondpapper och andra finansiella instrument som är eller inom ett år från emissionen avses bli
1. *inregistrerade* vid en *fondbörs, eller*	1. *noterade* vid en *svensk eller utländsk börs,*
	2. noterade vid en auktoriserad marknadsplats, eller
2. föremål för regelbunden handel vid någon annan reglerad marknad som är öppen för allmänheten, *under förutsättning att fondbörsen eller marknaden är godkänd av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen, eller finns angiven i fondbestämmelserna.*	*3.* föremål för regelbunden handel vid någon annan reglerad marknad som är öppen för allmänheten.
	En förutsättning för placeringar enligt första stycket är att börsen, marknadsplatsen eller marknaden finns angiven i fondbestämmelserna eller har godkänts av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen för sådana placeringar.

I en värdepappersfond får det ingå andra fondpapper och finansiella instrument än de som anges i första stycket, dock högst till 10 procent av fondens värde.

Om *registrering* eller regelbunden handel enligt första stycket inte skett inom ett år från emissionen och de förvärvade instrumenten inte ryms inom tioprocentsgränsen enligt *andra* stycket, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske. Skälig hänsyn skall därvid tas till fondandelsägarnas intressen.

Om *notering* eller regelbunden handel enligt första stycket inte skett inom ett år från emissionen och de förvärvade instrumenten inte ryms inom tioprocentsgränsen enligt *tredje* stycket, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske. Skälig hänsyn skall därvid tas till fondandelsägarnas intressen.

En värdepappersfond får ha de likvida medel som behövs för verksamheten.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i insiderlagen (1990:1342)

Härigenom föreskrivs i fråga om insiderlagen (1990:1342)[1]

dels att i 8, 9, 16-20 och 24 §§ ordet "bankinspektionen" i olika böjningsformer skall bytas ut mot "finansinspektionen" i motsvarande form,

dels att 2 och 13 §§ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
2 §[2]	
I denna lag förstås med	
1. *handel på värdepappersmarknaden*: handel på börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom värdepappersinstitut,	
2. *fondpapper*: aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis),	
3. *aktiemarknadsbolag:* svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är *inregistrerade vid Stockholms fondbörs* eller *som trätt i stället för utgivare av sådana aktier (börsbolag) eller svenskt aktiebolag som träffat avtal med värdepappersinstitut om att detta på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC-bolag),*	3. *aktiemarknadsbolag:* svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är *noterade vid en börs* eller *auktoriserad marknadsplats,*
4. *värdepapperscentralen*: Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag.	

Vad som föreskrivs om aktie skall också tillämpas på emissionsbevis, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin. Utfärdande av köpoption skall likställas med försäljning av de aktier optionen avser medan utfärdande av säljoption skall likställas med köp av aktierna.

Med fondpapper jämställs i denna lag ränteoption, räntetermin, indexoption och indextermin.

Om fondpapper ägs av två eller flera med samäganderätt, skall en delägare vid tillämpningen av denna lag anses vara ägare till så många av fondpapperen som svarar mot hans lott i det samfällda innehavet.

[1]Senaste lydelse av 18 § 1991:1005.
[2]Senaste lydelse 1991:1005.

13 §[3]

Anmälan enligt 9 § om aktieinnehav eller ändring i innehavet skall göras senast fjorton dagar efter det att

1. aktie i bolaget *inregistrerats vid Stockholms fondbörs eller sådant avtal som avses i 2 § första stycket 3 antecknats hos bankinspektionen,*

1. aktie i bolaget *noterats vid en börs eller auktoriserad marknadsplats,*

2. insynsställning uppkommit enligt 8 § första stycket 1, 2, 4, 5 eller 7 eller den som avses med 8 § första stycket 3 eller 6 tagit emot underrättelse enligt 14 eller 15 §,

3. den anmälningsskyldige förvärvat eller överlåtit aktier i bolaget eller annan ändring skett i aktieinnehavet, eller

4. den anmälningsskyldige fått vetskap om att närstående, som avses i 10 §, innehar, förvärvat eller överlåtit aktier i bolaget eller att annan ändring skett i den närståendes aktieinnehav.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

[3]Senaste lydelse 1991:1005.

Lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

dels att nuvarande 2 kap. skall upphöra att gälla,

dels att nuvarande 4 kap. 1-3 §§ skall betecknas 5 kap. 1, 2 och 4 §§ och nuvarande 5 kap. betecknas 6 kap.,

dels att 1 kap. 1 § och nya 5 kap. 2 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föras in två nya kapitel, 2 och 4 kap., och en ny paragraf, 5 kap. 3 §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
1 kap.	
1 §	
I denna lag betyder	I denna lag betyder
finansiellt instrument: fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,	*finansiellt instrument*: fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,
fondpapper: aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis),	*fondpapper:* aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis).
option: en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,	
termin: ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,	
clearingverksamhet: verksamhet som går ut på att vid handel med finansiella instrument räkna ut parternas förpliktelser att betala och leverera eller att garantera att dessa förpliktelser fullgörs,	
clearingorganisation: den som bedriver clearingverksamhet.	

2 kap. Prospekt

1 §

Vid emissioner som avses i 2 § och erbjudanden som avses i 3 §, som är riktade till en öppen krets, skall prospekt upprättas om summan av de belopp som till följd av emissionen eller erbjudandet kan komma att erläggas uppgår till minst 300 000 kronor. Ett sådant prospekt skall innehålla de upplysningar som, med hänsyn till de finansiella instrument som avses, behövs för en välgrundad bedömning av emissionen eller erbjudandet.

Prospekt behöver inte upprättas om

1. emissionen eller erbjudandet görs av staten,

2. emissionen eller erbjudandet avser andelar i en värdepappersfond,

3. emissionen eller erbjudandet avser fordringsrätter med kortare löptid än ett år,

4. lägsta beloppet som skall erläggas av en enskild investerare är 300 000 kronor eller mer.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela föreskrifter om ytterligare undantag från skyldigheten att upprätta prospekt.

2 §

Vid emission av fondpapper som inte är inregistrerade och inte heller avses att inregistreras vid en börs, skall utgivaren upprätta prospekt.

3 §

Vid erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument, skall den som lämnar erbjudandet upprätta prospekt.

4 §

Prospektet skall lämnas in till

finansinspektionen med ansökan omregistrering. Sedan inspektionen har registrerat prospektet skall det offentliggöras.

För ansökan om registrering av prospekt skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

4 kap. Offentliggörande av aktieinnehav

1 §

Den som har förvärvat eller överlåtit aktier i ett svenskt eller utländskt aktiebolag, som har gett ut aktier vilka är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats, skall inom sju dagar därefter skriftligen anmäla förvärvet eller överlåtelsen till bolaget och till den börs eller auktoriserade marknadsplats där aktier i bolaget är noterade om

1. förvärvet medför att förvärvarens andel av röstetalet för samtliga aktier i bolaget uppnår eller överstiger någon av gränserna 10, 20, 33 1/3, 50 och 66 2/3 procent,

2. överlåtelsen medför att överlåtarens andel av röstetalet för samtliga aktier i bolaget går ned under någon av gränserna i 1.

2 §

Vid tillämpning av 1 § skall följande aktier likställas med förvärvarens eller överlåtarens egna, nämligen sådana som ägs av

1. företag inom samma koncern som förvärvaren eller överlåtaren,

2. den som innehar aktier i bolaget för förvärvarens eller överlåtarens räkning,

3. den som med förvärvaren eller överlåtaren har träffat skriftlig överenskommelse att genom samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning,

4. den, för vilkens aktier för-

värvaren eller överlåtaren har fått eller kommer att få utöva rösträtten,

5. make eller sambo till förvärvaren eller överlåtaren,

6. omyndiga barn som står under förvärvarens eller överlåtarens vårdnad.

Med koncern avses i denna paragraf vad som anges i 1 kap. 2 § aktiebolagslagen (1975:1385).

3 §

Anmälan enligt 1 § skall innehålla uppgift om

1. den anmälningsskyldiges namn och personnummer eller annat identifieringsnummer eller, om den anmälningsskyldige är en juridisk person, firma, organisationsnummer eller annat identifieringsnummer och adress,

2. antal och de slag av aktier som den anmälningsskyldige förfogar över,

3. storleken av ökningen eller minskningen av aktieinnehavet,

4. tidpunkten för ändringen eller ändringarna.

4 §

Aktiebolaget skall, om börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen inte har offentliggjort uppgifterna i en anmälan inom nio dagar från det att bolaget mottog denna, självt offentliggöra dessa uppgifter.

5 §

Börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen får besluta att ett offentliggörande enligt 4 § inte behöver ske om

1. det strider mot något allmänt intresse,

2. det kan allvarligt skada aktiebolaget, såvida inte ett underlåtande att offentliggöra skulle kunna vilseleda allmänheten om bolagets ställning,

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	3. ett värdepappersinstitut förvärvat eller överlåtit aktierna i sin värdepappersrörelse.
	Börsen eller marknadsplatsen skall omedelbart underrätta aktiebolaget om ett beslut om undantag enligt första stycket. Beslutet skall också omedelbart tillställas finansinspektionen som har att pröva om offentliggörande ändå skall ske. Beslutar inspektionen att uppgifterna skall offentliggöras, skall börsen eller marknadsplatsen göra detta omedelbart.
5 kap. 2 §	
Finansinspektionen får vid vite förelägga den som deltar eller medverkar i handel med ett finansiellt instrument att upphöra därmed, om	
1. handeln strider mot 1 kap. 2 §,	
2. kravet enligt 2 kap. 1 § på en betydande handel med tillförlitlig kurssättning inte är uppfyllt,	
3. föreskrifterna om förfoganden över någon annans finansiella instrument i 3 kap. 1 och 3 §§ inte iakttas.	2. föreskrifterna om förfoganden över någon annans finansiella instrument i 3 kap. 1 och 3 §§ inte iakttas.
	3 §
	Finansinspektionen får vid vite förelägga någon att göra rättelse om han inte fullgör skyldigheten att
	1. upprätta och till finansinspektionen lämna in prospekt enligt bestämmelserna i 2 kap.,
	2. göra anmälan till aktiebolag och till börs eller auktoriserad marknadsplats enligt 4 kap. 1 §,
	3. offentliggöra uppgifterna i en anmälan enligt 4 kap. 4 §.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1991:981) om värdepappersrörelse

dels att 3 kap. 8 § och 4 kap. 5 § samt rubriken närmast före 3 kap. 8 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föras in två nya paragrafer, 1 kap. 3 a och 7 a §§ samt närmast före 1 kap. 7 a § en ny rubrik av följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

1 kap.

3 a §

Tillstånd enligt 3 § 2 krävs inte för verksamhet som bedrivs med stöd av en auktorisation som börs eller marknadsplats enligt lagen (1992:000) om börs- och clearingverksamhet.

Rapporteringsskyldighet

7 a §

Om ett värdepappersinstitut utanför en börs har gjort ett avslut för egen eller någon annans räkning i fondpapper som är inregistrerade vid den börsen, skall institutet omedelbart anmäla avslutet till börsen. Någon anmälan behövs dock inte om avslutet har gjorts vid någon annan svensk eller utländsk börs.

Börs- eller noteringsstopp

Avbrytande av handel

3 kap.

8 §

Under den tid, då sådant beslut om avbrytande av handel *och notering* som avses i *25 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs* gäller, får ett värdepappersinstitut inte handla eller medverka vid handel med ett finansiellt instrument som beslutet avser. En tidigare avtalad affär får

Under den tid, då *ett* sådant beslut om avbrytande av handel som avses i *10 kap. 1 eller 2 § lagen (1992:000) om börs- och clearingverksamhet* gäller, får ett värdepappersinstitut inte handla eller medverka vid handel med ett finansiellt instrument som beslutet avser. En

dock genomföras.

Första stycket skall tillämpas också under den tid då ett beslut enligt *26 § lagen om Stockholms fondbörs* gäller, om inte regeringen föreskriver annat.

tidigare avtalad affär får dock genomföras.

Första stycket skall tillämpas också under den tid då ett beslut enligt *10 kap. 5 § lagen om börs- och clearingverksamhet* gäller, om inte regeringen föreskriver annat.

4 kap.

5 §

Ett värdepappersbolag och ett svenskt bankinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § 3 eller 5 får, trots förbuden i 7 kap. 1 § aktiebolagslagen (1975:1385) och 6 kap. 9 § bankaktiebolagslagen (1987:618), förvärva egna aktier och aktier i moderbolag för att underlätta rörelsen. Detta gäller dock endast aktier *som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller som har utbjudits till försäljning under sådana förhållanden att det är sannolikt att de inom ett år kommer att inregistreras vid fondbörsen och aktier som omfattas av sådant avtal som avses i 2 § första stycket 3 insiderlagen (1990:1342).*

Ett värdepappersbolag och ett svenskt bankinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § 3 eller 5 får, trots förbuden i 7 kap. 1 § aktiebolagslagen (1975:1385) och 6 kap. 9 § bankaktiebolagslagen (1987:618), förvärva egna aktier och aktier i moderbolag för att underlätta rörelsen. Detta gäller dock endast aktier *som är noterade vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Lag om ändring i lagen (1992:000) om utländska filialer m.m.

Härigenom föreskrivs att 3 § lagen (1992:000) om utländska filialer m.m. skall ha följande lydelse.

Lydelse enligt prop. 1991/92:88	*Föreslagen lydelse*
3 §	
Om rätt för vissa utländska företag att driva verksamhet i Sverige finns särskilda bestämmelser, nämligen	
1. för bankföretag 1 kap. 4 § bankrörelselagen (1987:617),	
2. för värdepapperföretag 2 kap. 7 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse,	
3. för finansbolag 5 a § lagen (1988:606) om finansbolag,	
4. för utländska försäkringsföretag 1 § lagen (1950:272) om rätt för utländska försäkringsföretag att driva försäkringsrörelse i Sveige.	
	5. för börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer 2 kap. 7 §, 7 kap. 2 § respektive 8 kap. 3 § lagen (1992:000) om börs- och clearingverksamhet.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 mars 1992

Närvarande: statsministern Bildt, ordförande, och statsråden B. Westerberg, Johansson, Laurén, Hörnlund, Olsson, Svensson, af Ugglas, Dinkelspiel, Hellsvik, Wibble, Björck, Davidson, Könberg, Odell, Lundgren, P. Westerberg,

Föredragande: statsrådet Lundgren

Proposition om ny börslagstiftning m.m.

1 Inledning

År 1987 tillkallades med stöd av regeringens bemyndigande en kommitté, värdepappersmarknadskommittén (Fi 1987:11), under justitierådet Staffan Vängbys ordförandeskap, för att göra en översyn av lagstiftningen på värdepappersmarknaden. Kommittén skulle allsidigt belysa och överväga Stockholms fondbörs ställning och organisation, normbildning och kontroll på värdepappersmarknaden, reglerna för börsverksamhet, fondkommissionärernas verksamhet, insiderhandel och fristående optionsrätter. Kommittén skulle också försöka att göra en bedömning av vilka problem som kan uppstå i framtiden och om möjligt lämna förslag till hur dessa skall lösas. I tilläggsdirektiv (Fi 1987:03) fick kommittén också till uppgift att dels - med anledning av Optionsutredningens (Fi 1987:01, utredare numera departementsrådet Magnus Lundeberg) då avlämnade betänkande (SOU 1988:13) Handel med optioner och terminer - lämna förslag till hur handeln med standardiserade optioner och terminer bör vara organiserad, dels ägna uppmärksamhet åt effekter av börsraset i oktober 1987.

Kommittén avgav i oktober 1989 betänkandet (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden. Betänkandet har remissbehandlats. Kommitténs förslag till ny insiderlagstiftning togs upp i prop. 1990/91:42 om insiderhandel. Propositionen antogs av riksdagen (NU15, rskr. 84). Insiderlagen (1990:1342) trädde i kraft den 1 februari 1991. I prop. 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden behandlades ytterligare delar av kommitténs betänkande, nämligen avsnitten om handelsregler för fondpapper och andra finansiella instrument (kap. 8) och om fondkommissionärer och andra aktörer på värdepappersmarknaden (kap. 10). I propositionen föreslogs två nya lagar, nämligen lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Dessa trädde i kraft den 1 augusti 1991 (NU37, rskr. 349).

I det här ärendet tas upp de avsnitt i betänkandet som återstår att behandla, nämligen de om börs- och clearingorganisationer (kap. 6), inregistrering av fondpapper och aktiehandeln vid Stockholms fondbörs (kap. 7), grundläggande regler för aktiebolag med allmänt spridda aktier (kap. 9), sanktioner och disciplinnämnd (kap. 11), börsetikens former och innehåll (kap. 13), gränsöverskridande värdepappershandel (kap. 14) samt bankinspektionens resurser (kap. 15).

Vidare tar jag upp frågan om en ombildning av Stockholms fondbörs till aktiebolag. Denna fråga väcktes i en skrivelse till finansdepartementet den 3 oktober 1990 från styrelsen för Stockholms fondbörs. Skrivelsen har remissbehandlats.

Under beredningen av lagstiftningsärendet har finansdepartementet den 16 december 1991 hållit en hearing med företrädare för finansinspektionen, riksgäldskontoret, riksbanken, Stockholms fondbörs, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Sparbanksgruppen Aktiebolag, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Aktiefrämjandet, Obligationsfrämjandet, Sveriges Försäkringsförbund, Näringslivets Börskommitté, Sveriges Industriförbund, Stockholms Handelskammare, OM Stockholm Aktiebolag, Penningmarknadsinformation Aktiebolag, Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag, Sveriges Advokatsamfund, Transvik Ltd och Stockholm Börs & Företagsinformation Aktiebolag. Som underlag för hearingen förelåg ett utkast den 6 december 1991 till lagrådsremiss.

De närvarande gavs vid hearingen tillfälle att även komma in med skriftliga synpunkter i lagstiftningsärendet. Flera sådana synpunkter har inlämnats.

Till protokollet i detta ärende bör fogas dels en sammanfattning av kommitténs betänkande, i de delar som nu behandlas, som *bilaga 1*, dels kommitténs lagförslag i dessa delar som *bilaga 2*, dels en sammanställning av remissyttrandena över betänkandet som *bilaga 3*, dels fondbörsstyrelsens skrivelse som *bilaga 4*, dels en sammanställning av remissyttrandena över skrivelsen som *bilaga 5*, dels vid hearingen förda minnesanteckningar som *bilaga 6*, dels en sammanställning av skriftliga synpunkter som lämnats efter hearingen som *bilaga 7*.

Regeringen beslutade den 20 februari 1992 att inhämta lagrådets yttrande över inom finansdepartementet upprättade förslag till

1. lag om börs- och clearingverksamhet,
2. lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev,
3. lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse,
4. lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385),
5. lag om ändring i lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.,
6. lag om ändring i sekretesslagen (1980:100),
7. lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713),
8. lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729),
9. lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande,
10. lag om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden,
11. lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618),

12. lag om ändring i konkurslagen (1987:672),
13. lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder,
14. lag om ändring i insiderlagen (1990:1342),
15. lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,
16. lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

De angivna lagförslagen bör fogas till protokollet i detta ärende som *bilaga 8.*

Lagrådet har den 12 mars 1992 yttrat sig över lagförslagen. Lagrådets yttrande bör fogas till protokollet i detta ärende som *bilaga 9.*

Lagrådet har i sitt yttrande föreslagit en ändring i 10 kap. 2 § lagen om börs- och clearingverksamhet. Som framgår av specialmotiveringen till paragrafen godtar jag lagrådets förslag. Med anledning av förslaget att lagen om Stockholms fondbörs skall upphävas och auktorisation enligt den nya börslagstiftningen kan ske av både börser och marknadsplatser har föreslagits följdändringar i flera gällande lagar. Lagrådet har anmärkt att oklarhet råder om - och i vilken omfattning - dessa ändringar är avsedda att omfatta uteslutande svenska börser resp. marknadsplatser eller om även utländska företag inbegrips. Detta påpekande har föranlett förtydliganden av de aktuella följdändringarna. Närmare kommentarer härtill lämnas i specialmotiveringen. Lagrådet har vidare beträffande den föreslagna ändringen i 13 § lagen om värdepappersfonder anmärkt att ett uttalande i allmänmotiveringen synes stå i strid med den föreslagna lagtexten. Jag delar lagrådets uppfattning och återkommer till frågan i allmänmotiveringen (avsnitt 8). I fråga om förslaget till lag om ändring i lagen om handel med finansiella instrument har lagrådet uppmärksammat att en i ingressen omnämnd paragraf med ny lydelse (5 kap. 2 §) ej tagits med i lagtextförslaget. En komplettering på denna punkt har skett.

Efter lagrådsgranskningen har också kompletteringar skett av punkterna 2 och 5 i övergångsbestämmelserna till lagen om börs- och clearingverksamhet. Vidare ingår i propositionsförslaget en ändring i regeringens nyligen framlagda förslag till lag om utländska filialer (prop. 1991/92:88). På grund av dessa förslags beskaffenhet anser jag att lagrådets hörande i dessa delar skulle sakna betydelse. Därutöver har vissa språkliga justeringar gjorts i 3 kap. 2 § samt 8 kap. 3 och 6 §§ lagen om börs- och clearingverksamhet och i 2 kap. 1 § och 4 kap. 1 § förslaget till lag om ändring i lagen om handel med finansiella instrument.

Utöver vad som nu angetts har vissa redaktionella ändringar gjorts i de remitterade lagförslagen.

Huvuddelen av lagrådets yttrande behandlar frågan om grundlagsenligheten hos i lagen om börs- och clearingverksamhet föreslagna bemyndiganden för regeringen eller finansinspektionen att meddela föreskrifter om aktiekapitalets storlek alternativt summan av medlems- och förlagsinsatser för börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer (2 kap. 5 §, 7 kap. 2 § resp. 8 kap. 4 §) och föreskrifter om

nämnda företags redovisning (11 kap. 2 §). Lagrådet menar att det är osäkert om de i remissen föreslagna bemyndigandena är förenliga med bestämmelserna i 8 kap. regeringsformen. På i yttrandet anförda skäl väljer lagrådet emellertid att inte motsätta sig att bemyndigandena, som har motsvarigheter i gällande lagstiftning på det finansiella området, införs. Härvid pekar lagrådet på att den kommitté som regeringen nyligen tillsatt för att göra en allmän översyn av redovisningslagstiftningen (dir 1991:71 och 1992:19) bl.a. skall överväga om det är motiverat att även i framtiden ha redovisningsregler för finansiella företag som avviker från vad som gäller för företag i allmänhet. Enligt lagrådet finns det anledning att räkna med att kommittén kommer att ta upp frågan i vad mån reglerna i 8 kap. regeringsformen utgör ett hinder mot delegation av rätten att utfärda redovisningsföreskrifter. Lagrådet säger sig vidare utgå från att kommitténs arbete leder till en förutsättningslös prövning från statsmakternas sida rörande utrymmet för och lämpligheten av att på redovisningsområdet delegera normgivningen till regeringen eller annat organ. Lagrådet finner det naturligt att lagligheten av bemyndiganden på närliggande områden, exempelvis om aktiekapitalets storlek, tas upp i samband härmed.

Liksom lagrådet utgår jag från att redovisningskommittén vid övervägande av om särskilda redovisningsregler behövs för finansiella företag tar upp frågan om bestämmelserna i 8 kap. regeringsformen utgör hinder mot delegation av rätten att utfärda redovisningsföreskrifter. I samband med att regeringen tar ställning till kommitténs kommande förslag i detta avseende bör också motsvarande problematik vad gäller bemyndiganden i fråga om storleken av aktiekapital m.m. för företag på värdepappersmarknaden tas upp till behandling.

Mina allmänna utgångspunkter

Lagstiftningen om börs- och clearingverksamhet bör utformas med hänsynstagande till värdepappersmarknadens funktion att i ett internationellt perspektiv
- omfördela sparande och risk,
- erbjuda likviditet,
- tillhandahålla information.

Regleringen bör med beaktande av skyddsintressen och den tekniska utvecklingen tillgodose krav på en sund verksamhet. Regleringen bör utformas med principen om etableringsfrihet som grundpelare i syfte att skapa goda förutsättningar för ökad konkurrens. Lagstiftningen bör, utan krav på behovsprövning, lämna utrymme för frivillig auktorisation av börser och marknadsplatser.

2.1 Inledning

Under det senaste årtiondet har den svenska värdepappersmarknaden genomgått stora förändringar; bl.a. har det vid sidan av aktiemarknaden vuxit fram två nya marknader, nämligen penning- och obligationsmarknaden och derivatmarknaden. En beskrivning av den svenska värdepappersmarknaden och internationella förhållanden finns i *bilaga 10*.

För handeln på aktiemarknaden har sedan länge funnits en ingående reglering genom lagstiftningen om Stockholms fondbörs, medan lagregler i det närmaste helt saknas för de nytillkomna marknaderna. I kommitténs betänkande lämnas förslag till ny, generell börslagstiftning som reglerar handel med alla slags finansiella instrument.

Nya marknader, en dramatisk ökning av volymen i värdepappershandeln och kraftiga kurssvängningar har medfört ett ökat intresse för hur betalning för och leverans av värdepapper är organiserade. Inträde som motpart gentemot köpare och säljare, hantering av betalnings- och leveransrutiner samt uträkning av eventuella säkerhetskrav brukar i Sverige benämnas clearingverksamhet. I förevarande ärende kommer jag beträffande clearingverksamhet, i likhet med kommittén, att begränsa mig till derivatmarknaden. Regeringen har nyligen tillsatt en utredning (Dir. 1991:111) med uppgift att utreda frågor om bl.a. clearing och avveckling (betalning och leverans) omfattande hela värdepappersmarknaden.

Jag avser att i det följande redovisa mina allmänna utgångspunkter för nu aktuell lagstiftning; behovet av offentlig reglering (avsnitt 2.2) och regleringens inriktning (avsnitt 2.3). I samband med lagstiftningen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, som trädde i kraft den 1 augusti 1991, redovisades utförligt utgångspunkterna för den lagstiftningen (prop. 1990/91:142 s. 73-83). Mycket av vad som då anfördes gäller generellt för hela värdepappersmarknaden och äger därför aktuali-

tet även för de funktioner som nu kommer att avhandlas, nämligen börs- och clearingverksamhet.

2.2 Behovet av offentlig reglering

2.2.1 Internationell anpassning

Med en ökad internationalisering av värdepappershandeln följer krav på ökad samordning av nationella lagar och andra föreskrifter som reglerar denna handel. En förutsättning för att Sverige skall kunna delta i en sådan samordning är att det även här finns någon form av lagreglering av de grundläggande funktionerna börs och clearingverksamhet. Vid utformningen av det svenska regelsystemet är det viktigt att detta i alla väsentliga delar anpassas till vad som gäller i andra länder.

Sverige har tillsammans med övriga EFTA-länder deltagit i förhandlingarna med EG för att skapa ett europeiskt ekonomiskt samarbetsområde (EES). Vidare har Sverige ansökt om medlemskap i EG. En anpassning av det svenska regelverket till de normer för samordning av börs- och värdepapperslagstiftningen som har antagits inom EG är därför av särskilt intresse. Stora delar av det regelverk som i dag finns inom EG avses ligga till grund för det samarbete som EES-avtalet skall skapa. Avsikten är att EFTA-länderna - med vissa undantag - skall ha implementerat detta regelsystem i nationell lagstiftning till den 1 januari 1993. För Sveriges del kommer ett sådant åtagande bl.a. att innebära att bestämmelserna i de EG-direktiv som finns för börs- och värdepappershandel skall ha integrerats i vår lagstiftning till nämnda datum.

Av betydelse för den nya lagstiftning som här föreslås är också de åtaganden som Sverige gjort inom OECD och de riktlinjer för nordiskt samarbete som dragits upp inom Nordiska rådet.

2.2.2 Omfördela sparande och risk

Värdepappersmarknaden svarar för i princip samma samhällsekonomiska funktion som andra delar av det finansiella systemet, nämligen att omfördela sparande och risk. Denna omfördelning till för samhällsekonomin mest gynnsamma investeringar avgörs ytterst av den avkastning som erbjuds. Ju större risk investeringen innebär, desto högre avkastning kräver investeraren. Eftersom investerare är beredda att ta på sig olika stora risker, har varje investering ett pris. Det finns ingen reglering som kan ersätta eller styra denna marknadsfunktion. En reglering bör i stället präglas av flexibilitet och en hög grad av valfrihet så att det finns utrymme för marknaden att fastställa priset på olika investeringar.

2.2.3 Erbjuda likviditet

Särskiljande för värdepappersmarknaden vid jämförelse med det finansiella systemet i övrigt är framför allt förekomsten av en andrahandsmarknad. Investerare kan på denna marknad vid behov, på ett enkelt sätt, förändra sitt innehav av värdepapper eller omvandla det till likvida

medel. Andrahandsmarknaden kan därför sägas erbjuda likviditet genom att många investerare är beredda att handla med värdepapperen. Ju bättre likviditeten är i marknaden, desto lättare kan investerarna omfördela sina kapitalplaceringar. Detta är ett kännetecken på en effektiv marknad.

Likviditeten kan inte styras av regleringar, utan när köpare och säljare har fått uppfattningen att en marknad är likvid styr de sina transaktioner dit. Detta brukar uttryckas som att likviditet stimulerar likviditet. Baksidan av denna koncentration av transaktioner är att den kan leda till en monopolsituation. I sådana fall har regleringen en uppgift att fylla, om inte för att bryta sådana "naturliga" monopol så i vart fall för att se till att det finns en potentiell konkurrens. Jag återkommer till detta i avsnitt 2.3.2.

2.2.4 Tillhandahålla information

I likhet med andra marknader sker handeln på värdepappersmarknaden till priser som bestäms av utbud och efterfrågan. För att priset skall bli "rätt" måste all relevant information om tillgångarna vara känd för aktörerna på marknaden. Man kan därför säga att värdepappersmarknaden liksom andra marknader tillhandahåller information. Ju mer information som lämnas desto säkrare kan aktörerna bedöma t.ex. hur effektivt ett bolag är och utifrån detta sätta ett marknadsvärde på de värdepapper som bolaget gett ut. Emellertid är det inte bara omfattningen och innehållet i informationen som är av betydelse. Minst lika viktigt är att informationen sprids effektivt till alla aktörer på marknaden.

Om informationen skulle vara felaktig eller ofullständig, finns det risk för att investerarnas förtroende för marknaden minskar. Detta kan i sin tur medföra att marknadens effektivitet försämras och att t.ex. statens och näringslivets kapitalanskaffning fördyras. Brister i informationen kan således skada såväl kapitalanskaffare som investerare, vilket också får en negativ inverkan på samhällsekonomin. Det behövs därför höga krav på information inte bara från utgivare av värdepapper utan även om själva handeln med värdepapper.

2.2.5 Skyddsintressen

Handeln på värdepappersmarknaden genomförs i allmänhet via olika mellanhänder som bl.a. för investerarnas räkning ombesörjer betalning för och leverans av värdepapper, antingen direkt mellan mellanhänderna eller via clearingorganisationer. Det finns flera latenta riskmoment för dem som investerar sitt kapital i värdepapper, och för att upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden bör det finnas ett rimligt investerarskydd. Krav på information är en del av detta skydd.

Mellanhändernas verksamhet regleras numera genom värdepappersrörelselagen, som trädde i kraft den 1 augusti 1991. Den lagen föreskriver tillståndsplikt för alla typer av yrkesmässigt verksamma mellanhänder på värdepappersmarknaden. Genom de olika krav som i lagen ställs på mellanhänderna och den verksamhet som de bedriver, har in-

vesterarnas behov av rimligt skydd vad avser det ledet i värdepappershandeln tillgodosetts.

Betalning och leverans vid värdepappersaffärer är en viktig men också riskfylld verksamhet, som ofta utförs av en clearingorganisation. En betalningsinställelse eller utebliven leverans från en deltagare kan i värsta fall fortplanta sig och leda till problem för clearingorganisationen och övriga deltagare i clearingen, vilket till slut kan drabba bl.a. investerarna. För clearingverksamhet infördes samtidigt med den nya regleringen för mellanhänderna vissa bestämmelser om säkerhetskrav vid clearing av optioner och terminer (se 2 kap. lagen om handel med finansiella instrument). Någon reglering av det slag som gäller för mellanhänder finns emellertid ännu inte för clearingorganisationer. Den centrala ställning på marknaden som en clearingorganisation har talar för att en övergripande reglering av sådana institut bör genomföras.

Värdepappersmarknaden är känslig för störningar. Förändringar i den allmänna ekonomiska utvecklingen kan ge upphov till både plötsliga och kraftiga prisförändringar. Ett kraftigt kursfall kan exempelvis utsätta en clearingorganisation för betydande risker. Regler om krav på information är därvid inte nog för att tillgodose behovet av en stabil marknad. Det bör också finnas vissa grundläggande verksamhetsregler för sådana företag. Frågan om hur en reglering av clearingverksamhet avseende optioner och terminer bör se ut tar jag upp i avsnitt 3.3.

2.2.6 Ny teknik

Ny dator- och informationsteknik har under senare år närmast inneburit en revolution för värdepappershandeln i många länder. Tekniska landvinningar har, tillsammans med den internationella kapitalliberaliseringen, skapat ökade möjligheter för gränsöverskridande handel. Modern kapitalförvaltning kräver system som är kostnadseffektiva, säkra och uppkopplade direkt till alla större finansiella marknader världen över. Automatiserade handelssystem kopplas i ökad utsträckning ihop med datoriserade och automatiska system som hanterar clearing och avveckling.

Den tekniska utvecklingen har samtidigt som den effektiviserat själva handeln öppnat möjligheter för att öka stabilitet och sundhet på marknaderna, särskilt på två nivåer - mellanhänder resp. clearing och avveckling. Genom datoriseringen har det blivit lättare att kontinuerligt följa handeln och att upptäcka onormala kursrörelser, som kan vara en indikation på otillåten insiderhandel. Mot denna bakgrund är det enligt min mening nödvändigt att regelverket är flexibelt och lämnar utrymme för en anpassning av handelsteknik m.m. till den fortgående tekniska utvecklingen.

2.3.1 Sundhetskrav

I den gällande lagstiftningen betonas att handel och verksamheter på värdepappersmarknaden skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för marknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Det är närmast en självklarhet att denna förhållningsregel bör gälla även för dem som bedriver börs- och clearingverksamhet. Även i övrigt bör dessa verksamheter bedrivas på ett sunt sätt. Jag avser att här närmare ange vad som enligt min mening främst bör inrymmas i begreppen sund börsverksamhet och sund clearingverksamhet.

Principen om sund värdepappersrörelse infördes i lagen om värdepappersrörelse efter förebild i banklagstiftningen. Därvid gjordes i förarbetena uttalanden om vilka krav som bör ställas på de företag som driver värdepappersrörelse, och det sades att innebörden av begreppet sund värdepappersrörelse inte är statisk utan kan variera beroende på hur värdepappersmarknaden utvecklas (se prop. 1990/91:142 s. 156).

De krav som uppställs på en sund värdepappersrörelse bör också i tillämpliga delar gälla för börsverksamhet och clearingverksamhet. För dessa tillkommer ytterligare några grundläggande krav som jag anser bör vara uppfyllda för att verksamheten skall kunna betraktas som sund. Vissa av dessa bör, som framgår i det följande, gälla för såväl börsverksamhet som clearingverksamhet medan andra endast för det ena verksamhetsslaget. Som jag senare kommer till föreslås börsverksamhet kunna bedrivas i två alternativa auktorisationsformer, börs och auktoriserad marknadsplats. De grundläggande krav som beskrivs i det följande, och som anges vara tillämpliga i fråga om börser, bör i allt väsentligt även gälla auktoriserade marknadsplatser.

Säkra tekniska system (börs och clearing)

Det torde för såväl börser som clearingorganisationer i och för sig vara en grundläggande förutsättning för att över huvud taget kunna bedriva någon verksamhet att de kan tillhandahålla tekniska system som är säkra. Det är trots detta av stor betydelse att sådana system som får tillstånd eller på annat sätt godkänns av staten utsätts för en grundläggande prövning innan de tas i drift.

I dag bedrivs börs- och clearingverksamhet med hjälp av datoriserade system. Sådana system innehåller många olika funktioner med varierande grad av teknisk komplexitet. Det gäller allt från datorn (hårdvaran) och dataprogrammet (mjukvaran) till datorkopplingar och arbetsstationer. Det är inte ändamålsenligt att i lagstiftning lägga fast tekniska krav som med hänsyn till den snabba utvecklingen inom en kort tid kan bli inaktuella. Enligt min mening är det i stället lämpligt att tillsynsmyndigheten prövar om de tekniska systemen är utformade så att de uppfyller de krav som man från tid till annan bör ställa.

Tidigare har konstaterats betydelsen av en effektiv värdepappersmarknad som kan tillhandahålla en hög likviditet. Det finns således ett samhällsekonomiskt intresse av att så många aktörer som möjligt är beredda att köpa och sälja värdepapper på värdepappersmarknaden. Ett sätt att skapa gynnsamma förutsättningar för marknadens aktörer är att bereda dem tillträde till börser. Således bör den som önskar tillträde till en av staten godkänd börs och som uppfyller vissa grundkrav också ges denna möjlighet. Även denna princip bör vara ett uttryck för kravet på en sund börsverksamhet.

Emellertid kan denna princip inte tillämpas urskillningslöst med hänsyn till att handeln på en börs numera kan ske i datorsystem utan möjlighet för en part att före ett avslut kontrollera vem som är motpart. En part kan därför råka ut för en motpart som inte har förmåga att fullfölja affären. Det måste vara en grundläggande förutsättning för en effektiv börs att medlemmarna i största möjliga utsträckning kan lita på sina motparter. Det bör därför i lag finnas bestämmelser som anger vilka aktörer som får uppträda vid en börs. Dessa bestämmelser får naturligtvis utformas så att de inte är diskriminerande i något avseende. I detta sammanhang vill jag erinra om våra internationella åtaganden, bl.a. gentemot andra OECD-länder att inte vägra företag som där är börsmedlemmar att också få tillträde till svenska börser, under förutsättning att dessa företag uppfyller samma krav som i lag ställs upp för andra medlemmar.

I lagrådsremissen var här ej angivet att principen om fritt tillträde också bör gälla i fråga om clearingverksamhet. Detta framgick emellertid av senare avsnitt, liksom lagförslag. Var och en som uppfyller vissa grundkrav bör få delta i clearing som anordnas av en av staten godkänd clearingorganisation. För säkerheten i clearingen är det väsentligt att deltagarna häri har ekonomiska möjligheter att fullgöra sina åtaganden. Därför bör krävas att de som deltar i clearingen har erforderlig finansiell styrka och i övrigt är lämpliga. De krav som uppställs i angivna avseenden måste bygga på objektiva grunder.

Neutralitet (börs och clearing)

Såväl börser som clearingorganisationer bör i sin verksamhet upprätthålla principen om neutralitet vid behandling av medlemmar/kunder. Inga medlemmar får särbehandlas, positivt eller negativt, utan alla kontakter som förekommer med medlemmarna skall följa uppställda regler för verksamheten. Sanktioner eller andra åtgärder mot sådana medlemmar som inte följer uppställda regler eller handelsbruk och sedvänja skall tillämpas på samma sätt oavsett vem det är. Börser och clearingorganisationer skall alltså agera utan hänsynstagande till t.ex. ägarintressen. Neutralitet kan sägas råda när företaget tillämpar uppställda regler för hur handeln resp. clearingen skall gå till på ett likformigt sätt. Däremot bör det inte vara ett hinder mot att tillämpa olika, i förväg uppställda och godkända regler,

t.ex. om differentierad prissättning eller om att order av viss storlek behandlas med förtur. Likabehandlingen ligger i att samtliga medlemmar eller kunder har samma möjligheter att erhålla eventuell fördelaktigare behandling. Detta kan också uttryckas så att lika fall skall behandlas på lika sätt.

I neutralitetskravet ligger att börsen eller clearingorganisationen skall se till att alla medlemmar som har adekvat utrustning får likvärdiga möjligheter att kommunicera med börsen resp. organisationen. Detta krav innebär även bl.a. att alla order eller uppdrag av ett visst slag, oberoende av från vem de kommer, i princip skall få samma behandling. En förutsättning för att denna likabehandling kommer till stånd är att det finns klara och entydiga regler för hur inkomna order och uppdrag skall behandlas. För att neutralitet skall kunna upprätthållas måste börser och clearingorganisationer uppträda självständigt vid hanteringen av order och uppdrag och kunna stå emot otillbörliga påtryckningar från medlemmar och ägare.

God genomlysning (börs)

Som framgått tidigare (avsnitt 2.2) är fullständig och korrekt information grundläggande för en effektiv värdepappersmarknad. Det kan vara direkt samhällsekonomiskt skadligt med en marknad som lämnar ofullständig eller felaktig information. Det kan gälla information dels från börsen vad gäller t.ex. köp- och säljkurser, avslutskurser och omsättning, dels från företag som emitterat fondpapper som handlas på värdepappersmarknaden vad gäller deras ekonomiska ställning eller andra förhållanden som påverkar värdet av företaget. En börs måste därför ha sådana handelsregler och rutiner som säkerställer att information i dessa avseenden omedelbart kommer till marknadens kännedom. I syfte att säkerställa att handeln vid en börs präglas av god genomlysning bör det finnas en vittgående skyldighet för aktörerna att till börsen rapportera affärer som avslutas utanför börsen.

Betalnings- och leveransrutiner (börs)

Riskerna på värdepappersmarknaden är särskilt tydliga vid betalning för och leverans av värdepapper. Det är inte möjligt för en börs att helt eliminera dessa risker. Däremot bör enligt min mening ett rimligt krav vara att varje börs som godkänts av staten har regler som tydligt beskriver hur hanteringen av likvider och leveranser för de värdepapper som handlas på den börsen skall ske. Aktörer som överväger att ansluta sig till en börs kan då själva avgöra om dessa regler är acceptabla.

Säkerhetskrav (clearing)

Vid betalning för och leverans av värdepapper (avveckling) föreligger vissa risker. Det faktum att tidpunkten för en affär inte sammanfaller med tidpunkten för avvecklingen gör att parterna riskerar att motparten inte fullföljer affären. Detta är av särskild betydelse på en derivat-

marknad, men risken föreligger även på de s.k. avistamarknaderna eftersom det även där förflyter en viss tid mellan affärsavslut och betalning och leverans.

Riskerna med en affär kan överflyttas från de ursprungliga parterna till någon annan, t.ex. en clearingorganisation som inträder som part eller som på annat sätt garanterar fullgörandet av avtalet. Riskerna i handeln koncentreras därmed till clearingorganisationen. För att kunna garantera fullgörandet av avtalen måste organisationen skydda sig mot dessa risker. Detta sker i första hand genom att organisationen kräver att aktörerna skall ställa säkerhet för sina åtaganden. Förutom säkerhet från aktörerna kan de som deltar vid clearingen påta sig ett ansvar för att täcka eventuella förluster som kan uppkomma i verksamheten. Det kan ske genom tillskapande av en fond eller åtagande att vid behov tillskjuta nytt kapital. Sådana arrangemang kan också ersättas av eller kompletteras med en försäkring eller en bankgaranti.

Krav på säkerhet är av avgörande betydelse för clearingverksamhet som hanterar risker i samband med betalning och leverans. För att verksamheten skall kunna anses som sund bör det finnas säkerhetsarrangemang som ger ett tillförlitligt skydd för de risker verksamheten är utsatt för.

2.3.2 Slopat börsmonopol och konkurrens

Det faktum att det på värdepappersmarknaden finns stordriftsfördelar innebär att det uppstår en tendens att handeln koncentreras till ett fåtal marknadsplatser. Det kan leda till att någon eller några marknadsplatser kommer i monopolställning som kan utnyttjas för att ta ut högre avgifter än vad som skulle vara möjligt på en marknad med flera konkurrerande marknadsplatser. För emittenter och placerare innebär höga kostnader en minskad benägenhet att utnyttja de tjänster som erbjuds på marknaden. Om handeln till följd härav minskar i omfattning kan det vara negativt ur samhällsekonomisk synpunkt. Stordrift behöver med andra ord inte enbart vara positivt.

Jag kan till skillnad mot kommittén, som framhåller stordriftsfördelar som ett argument för att begränsa etableringsfriheten för nya marknadsplatser, inte se att detta utgör något skäl för att skapa eller vidmakthålla legala monopol. I den mån det existerar sådana fördelar finns det skäl att tro att monopol uppstår även utan något samhällsingripande, fast då i form av s.k. naturliga monopol.

Ett annat argument mot legala monopol är enligt min mening att verksamheter som drivs med stöd av monopol, på grund av bristande konkurrens, saknar incitament att anpassa verksamheten till marknadens förändringar och att utveckla nya tekniker och produkter. Denna form av ineffektivitet har kunnat observeras på marknader som är mer eller mindre skyddade från konkurrens, vilket bl.a. framgår av konkurrenskommitténs betänkande (SOU 1991:59) Konkurrens för ökad välfärd (se bl.a. Del 1 s. 80-87 och Del 2 s. 17-23).

Det nuvarande s.k. börsmonopolet kommer till uttryck i 2 § första stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, där fondbörsen ges ensamrätt att bedriva fondbörsverksamhet i Sverige. Andra stycket i samma paragraf innehåller en bestämmelse som möjliggör handel med OTC-aktier i fondbörsens lokaler. Börsverksamhet enligt den gällande definitionen i lagen om Stockholms fondbörs avser enbart fondpapper, dvs. aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis).

Handeln vid OM Stockholm Aktiebolag (OM) med standardiserade optioner och terminer har kunnat fortgå vid sidan av börsmonopolet eftersom dessa finansiella instrument inte utgör fondpapper. Inte heller handeln på penning- och obligationsmarknaden har berörts av börsmonopolet, eftersom bl.a. avslutskurser inte noteras i informationssystemen på denna marknad.

Kommittén föreslår att det legala börsmonopolet för Stockholms fondbörs tas bort och att det införs en generell börslagstiftning som reglerar handeln i alla typer av finansiella instrument. Förslaget är dock förbundet med väsentliga reservationer eftersom en behovsprövning skall göras av alla nya börser. Med utgångspunkt i önskemålet om en effektiv och likvid andrahandsmarknad för värdepapper kommer kommittén fram till att det här i landet för närvarande finns utrymme endast för en börs för handel med aktier och därmed besläktade fondpapper, nämligen Stockholms fondbörs. I realiteten skulle alltså fondbörsen få behålla sin ensamrätt som marknadsplats för aktiehandeln. Vad däremot gäller handeln med penning- och obligationsinstrument samt derivatinstrument kan kommittén tänka sig andra börser än Stockholms fondbörs.

Det är uppenbart att den nuvarande börslagstiftningen inte ligger i linje med de tankegångar om bättre förutsättningar för konkurrens på börsområdet som jag tidigare har utvecklat. Inte heller den av kommittén föreslagna särregleringen av Stockholms fondbörs med behovsprövning för andra börser kan sägas utgöra en tillfredsställande lösning i konkurrenshänseende. Dessutom uppfyller kommitténs förslag inte kravet på likabehandling, eftersom Stockholms fondbörs i betydande utsträckning särbehandlas i förhållande till andra börser. Kommitténs förslag bryter också mot den konsekvent negativa hållning som under senare tid intagits till behovsprövning vid etablering av nya institut inom den finansiella sektorn. Jag ser inte heller några hållbara skäl av principiell natur för att hålla fast vid ett monopolsystem vad gäller bedrivande av börsverksamhet för aktier, när motsvarighet därtill saknas i fråga om tjänsteutbud inom andra delar av den finansiella sektorn. Internationellt sett är det också sällsynt med legala monopol för värdepappersbörser.

Det kan mycket väl förhålla sig så att en koncentration av börsverksamhet på en eller ett fåtal händer, i linje med vad kommittén föreslår, ur flera aspekter kan vara tilltalande. Det kan inte heller bortses från att det i många länder kan iakttas utvecklingstendenser i riktning mot en

koncentration av värdepappershandeln till ett mindre antal marknadsplatser. Jag menar emellertid att en sådan utveckling inte bör styras lagstiftningsvägen, exempelvis genom behovsprövning av nya börser.

Jag förordar i stället en ordning där flera marknadsplatser tillåts att organisera handel med fondpapper och andra finansiella instrument. Därigenom får aktörerna en möjlighet att välja vilka alternativ som bäst främjar en effektiv marknad. Detta bör kunna bidra till en mer dynamisk utveckling inom börsområdet. Förutsatt att marknadsunderlag finns kan marknadsplatser av varierande storlek och med olika inriktning bildas. Bl.a. kan man tänka sig mindre marknadsplatser med regional anknytning och särskilda marknadsplatser för aktier m.m. i mindre och medelstora företag.

En sådan ordning bör enligt min mening åtminstone på sikt leda till att i huvudsak endast börser som är effektiva och som har marknadens förtroende kommer att vara verksamma. Någon behovsprövning av nya börser bör därför inte förekomma. En ny börslagstiftning bör i stället baseras på principen om etableringsfrihet.

På många marknader krävs det stora investeringar i anläggningar och kunskaper för att sätta upp en ny verksamhet, vilket i många fall fungerar som ett etableringshinder. Visserligen utgör kunskaper en viktig resurs på värdepappersmarknaden, men den viktigaste tillgången utgörs sannolikt av investerarnas förtroende. Ett förtroendekapital kan ta lång tid att bygga upp och ett statligt godkännande av att verksamheten uppfyller vissa grundläggande krav kan då utgöra en värdefull förtroendeskapande komponent, som bidrar till att underlätta nyetableringar. En sådan möjlighet till statligt godkännande bör därför tillskapas.

2.3.3 Börser och marknadsplatser

Börs

Lagstiftningen om börsverksamhet bör med hänsyn till mina allmänna utgångspunkter få ett flexibelt innehåll och bygga på principen om etableringsfrihet. Reglerna måste uppfylla internationella krav samt tillgodose grundläggande skydd för investerarna. Staten bör skapa gynnsamma förutsättningar för etablering av nya börser och, som jag nyss har antytt kan frivillig auktorisation därvid utgöra en lämplig ordning (se vidare avsnitt 3.1.1).

För att få ställning som en officiell börs bör verksamheten naturligtvis uppfylla kraven på en sund börsverksamhet. Vid en börs skall emittenter kunna inregistrera fondpapper i syfte att erhålla marknadsnotering, och lagstiftningen bör säkerställa att dessa fondpapper håller en viss standard. Detta har betydelse, inte minst i ett internationellt perspektiv, för investerare som då vet att fondpapperen och emittenten uppfyller vissa grundkrav, med andra ord en standardisering. Möjligheten att få börsauktorisation bör enligt min mening inte vara förbehållen endast börser där handel sker med aktier, obligationer och andra fondpapper, utan det finns ett samhällsekonomiskt intresse av att också andra finansiella instrument, t.ex. optioner och terminer (derivat), kan erhålla en officiell börsnotering.

Den närmare utformning av de krav som bör ställas för att få auktorisation som börs återkommer jag till i avsnitt 3.1.

Auktoriserad marknadsplats

Med mitt förslag om frivillig börsauktorisation skapas förutsättningar att bedriva börser som har en internationell standard med förhållandevis höga krav på dels själva börsen, dels de finansiella instrument som handlas där och utgivarna av dessa instrument.

Med hänsyn till rådande förhållanden på den svenska värdepappersmarknaden och den internationella utvecklingen finns det enligt min mening starka skäl att i börslagstiftningen, utöver auktoriserad börs, lämna utrymme för ytterligare en officiellt godkänd marknadsplats. Min tanke är att kraven på en sådan auktoriserad marknadsplats i vissa avseenden skall kunna sättas lägre än vad som gäller för en auktoriserad börs, t.ex. vad beträffar godkännande för notering och handel. En auktoriserad marknadsplats bör också kunna få större frihet att bestämma vilka aktörer som skall ha direkttillträde till marknadsplatsen.

De närmare motiven för att ha en ytterligare auktorisationsform utöver börs och vilka krav som bör ställas upp för en auktoriserad marknadsplats återkommer jag till i avsnitt 3.2.

2.3.4 Ägandebegränsning

Värdepappersmarknadskommittén har i syfte att förhindra att börser och clearingorganisationer kommer att domineras av en eller ett fåtal ägare eller en intressesfär föreslagit att vissa ägandebegränsningar skall införas för andra än Stockholms fondbörs.

Det finns i och för sig alltid en risk att dominerande ägare kan missbruka sin ställning. Emellertid anser jag att de regler som gäller för företag i allmänhet också bör gälla för börser och clearingorganisationer. Jag lägger därför inte fram något förslag om ägandebegränsningar.

2.3.5 Avgiftskontroll

Kommitténs förslag innehåller krav på att kostnaderna i börs- och clearingverksamhet skall hållas nere och att de avgifter som börser och clearingorganisationer tar ut av de till verksamheten anslutna aktörerna inte skall ge mer än en skälig avkastning på företagets egna kapital. Kravet på låga avgifter skall ses bl.a. mot bakgrund av kommitténs principiella syn att börsverksamhet inte bör drivas i vinstsyfte. Dock har man valt att avstå från att ställa upp ett direkt förbud häremot. I stället skall vinstintresset hållas under uppsikt genom att kravet på låga avgifter skall beaktas vid tillståndsprövningen och att inspektionsmyndigheten under verksamhetens gång fortlöpande skall granska avgiftssättningen.

Även om mina tankegångar om etableringsfrihet syftar till att stärka förutsättningarna för en god konkurrens på börsområdet går det inte att helt bortse från att det kan utvecklas marknadsplatser med faktiskt monopol. Om konkurrensen inte fungerar och det således uppstår monopol

eller monopolliknande situationer kan detta få effekt på avgiftssättningen. Visserligen får man ta i beaktande att det säkert kommer att föreligga en potentiell inhemsk konkurrens och ett konkurrenstryck från utländska marknadsplatser som verkar återhållande på avgiftssättningen, men det går inte att blunda för att oskäliga avgifter ändå kan komma att tas ut. Detta kan hämma effektiviteten på marknaden. Jag anser emellertid att det, innan man sett hur utvecklingen gestaltar sig, inte finns skäl att införa en formaliserad kontroll av företagens avgiftssättning, varken för börs- eller clearingverksamhet.

Finansinspektionen bör som tillsynsmyndighet följa utvecklingen inom detta område vad gäller den allmänna konkurrenssituationen och därvid särskilt uppmärksamma avgiftssättningen. Vidare bör påpekas att konkurrenslagens möjligheter till ingripande mot skadliga konkurrensbegränsningar omfattar även börsverksamhet. Skärpningar av konkurrenslagstiftningen med utgångspunkt i de förslag som finns i konkurrenskommitténs huvudbetänkande (SOU 1991:59) Konkurrens för ökad välfärd kan dessutom förutses.

3 Börs- och clearingverksamhet

3.1 Börs

3.1.1 Auktorisation

Mitt förslag: Företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar och som uppfyller vissa kvalitetskrav skall kunna få auktorisation som börs. Något auktorisationstvång skall inte föreligga.

Frågor om auktorisation skall prövas av finansinspektionen.

Kommitténs förslag: Kommittén föreslår ett system med tillståndsplikt för den som driver verksamhet som omfattas av kommitténs definition av börsverksamhet. Endast viss mindre, lokal börsverksamhet som avser fondpapper utgivna av aktiebolag med anknytning till den ort där verksamheten bedrivs undantas från tillämpningsområdet. Tillstånd för börsverksamhet skall enligt kommittén meddelas av regeringen.

Remissinstanserna: Bl.a. *bankinspektionen*, *riksbanksfullmäktige*, *bankorganisationerna* och *Svenska Fondhandlareföreningen* kritiserar den av kommittén föreslagna definitionen av börsverksamhet. De uttrycker farhågor för att den skall ge upphov till gränsdragningsproblem. Bankorganisationerna och Svenska Fondhandlareföreningen framhåller att det i lagstiftningen måste göras en klar åtskillnad mellan informationssystem och börsverksamhet. De anser det vara nödvändigt förknippat med börsverksamhet att någon form av avslutsfunktion är kopplad till handelssystemet eller marknadsplatsen. De anmärker vidare att det kan

uppstå problem med att avgöra om en verksamhet har sådan begränsad omfattning och lokal anknytning att den faller utanför tillämpningsområdet. Riksbanksfullmäktige framför liknande synpunkter och menar att definitionen kan komma att hämma utvecklingen av handeln i räntebärande värdepapper. Även andra remissinstanser hävdar att kommitténs börsdefinition är oklar och synes kunna omfatta även system för marknadsinformation. *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* ifrågasätter om något koncessionsförfarande för börsverksamhet behövs, eftersom konkurrensen på marknaden medför att börser som inte uppfyller aktörernas krav snabbt försvinner. *Stadshypotekskassan* förordar en fri etableringsrätt - utan koncessionsförfarande - för börsverksamhet i räntebärande värdepapper.

Skälen för mitt förslag: Kommittén ansluter sig till den tidigare i olika sammanhang uttalade uppfattningen att fondbörsverksamhet, med hänsyn till de betydande ekonomiska värden det rör sig om, bör bedrivas i former som ger den enskilde kapitalplaceraren och allmänheten bästa möjliga skydd i samband med börstransaktioner och att sådan verksamhet därför endast får äga rum med statlig auktorisation och under statlig kontroll (jfr SOU 1973:60 s. 48, prop. 1978/79:9 s. 161 och 162 och SOU 1988:13 s. 26).

I kommitténs lagförslag intar definitionen av börsverksamhet en central roll. Med hjälp av denna drar kommittén en skiljelinje mellan verksamheter som är tillståndsbundna - och därmed underkastade lagens olika krav - och sådana som inte är det. Med börsverksamhet skall, enligt kommittén, avses "att köp- och säljanbud samt uppgifter om betalkurs beträffande fondpapper och andra finansiella instrument regelbundet genom automatisk databehandling eller vid auktion eller på annat liknande sätt sammanförs och att på grundval härav information ges om marknadsläget i syfte att åstadkomma handel, allt under förutsättning att verksamheten inte endast är knuten till viss ort och drivs i mindre omfattning samt avser fondpapper utgivna av aktiebolag med anknytning till orten". Detta skall jämföras med den nuvarande definitionen av fondbörsverksamhet i 1 § lagen om Stockholms fondbörs som säger att med sådan verksamhet förstås "att köp- och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet vid offentligt upprop eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av kurs".

Enligt den av kommittén föreslagna definitionen fordras inte att avsluten sker på börsen utan det är tillräckligt att kursinformation, som inkluderar betalkurser, sammanförs för information i syfte att åstadkomma handel. Kommittén har fäst särskild vikt vid förhållandena på Londonbörsen. Där sker insamling och spridning av information om handeln via datorsystem, medan avsluten sker vid sidan av datorsystemet. Londonbörsen administrerar således inte själva sammanförandet av köp- och säljanbud. Kommittén anser att en sådan verksamhet som drivs av Londonbörsen, dvs. löpande information om förekommande anbud och avslut på en marknad, skall vara tillräckligt för att börsverksamhet skall anses föreligga. Enligt kommittén bör dessutom krävas att insamling och spridning av informationen sker i syfte att åstadkomma handel.

Låt mig till en början konstatera att förhållandena i andra länder inte ger någon tydlig vägledning när det gäller att klargöra innebörden av börsbegreppet. Det existerar inte någon internationell enighet om hur en börs bör definieras eller vilka regler som bör omgärda denna verksamhet. Härtill kommer att de legaldefinitioner som finns i vissa av de länder som har en betydande värdepappershandel är föga upplysande. En orsak till denna oklarhet kan naturligtvis vara att det faktiskt är problematiskt att åstadkomma en adekvat utformad definition som samtidigt är användbar. På det nationella planet kan det också förhålla sig så att lagstiftningen på denna punkt ej anpassats till den tekniska utvecklingen och den globalisering av värdepappershandeln som skett under senare år. EG:s regler inom börsområdet ger ej heller något svar på vad som konstituerar en börs (stock exchange). Det är dock knappast förvånande eftersom EG-reglerna över huvud taget inte behandlar frågor som rör organisation och auktorisation av börser.

Som jag tidigare varit inne på går utvecklingen på börsområdet mot en allt högre grad av datorisering av handel och marknadsinformation. Datorsystemens funktioner kan också i ständigt ökad omfattning anpassas efter individuella önskemål och behov. Dessa faktorer försvårar avsevärt möjligheterna att i en lagtext åstadkomma en precis och funktionell avgränsning av börsverksamhet. Riskerna är enligt mitt förmenande uppenbara att, oberoende av hur förfinad en sådan avgränsning görs, så kommer möjligheterna att sätta den ur spel ändå att vara betydande. Möjligheterna härtill lär inte heller bli mindre om den tekniska utvecklingen av handeln fortskrider i samma takt som nu. Det finns också risk för att en alltför tekniskt betingad definition av börsverksamhet kan medföra att handeln tar former som är mindre effektiva eller säkra än vad de annars skulle behöva vara. Redan av nämnda skäl finns anledning att ifrågasätta om den av kommittén valda metoden för att skilja ut sådan verksamhet som skall omfattas av lagstiftningen är lämplig.

Det finns andra faktorer som också är av betydelse för avgränsningsfrågan. En sådan omständighet är vilken typ av auktorisationssystem som skall gälla, ett som är baserat på tillståndstvång eller ett som bygger på frivillighet. Med den senare lösningen minskar uppenbarligen behovet av en tydlig definition och avgränsning av börsverksamhet. Detta har också anmärkts av bankorganisationerna och Svenska Fondhandlareföreningen i deras gemensamma remissvar.

Enligt lagen om värdepappersrörelse (1 kap. 3 § 2) fordras tillstånd för sådan yrkesmässig verksamhet som består i förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller medverkan i annat fall vid transaktioner avseende sådana instrument. Denna definition är så vitt utformad att den även inrymmer typisk börsverksamhet som består i att sammanföra säljare och köpare av finansiella instrument, vare sig detta sker på traditionellt sätt i en börslokal eller i ett datoriserat handelssystem. I förarbetena till bestämmelsen (prop. 1990/91:142 s. 108 och 109) finns inget som motsäger denna tolkning även om tillståndskravet naturligtvis i första rummet är tänkt för sådan mer utpräglad förmedlingsverksamhet som bedrivs av interbank-brokers och andra liknande mäklare. Om inte bestämmelsen i lagen om Stockholms fondbörs om

ensamrätt för fondbörsen att driva börsverksamhet med fondpapper fanns, skulle tillståndsplikt enligt lagen om värdepappersrörelse föreligga för var och en som driver en marknadsplats för handel med finansiella instrument, oavsett vilka slag av sådana instrument som handlas där. Som jag senare kommer till föreslås i detta ärende att Stockholms fondbörs ombildas till aktiebolag och att lagen om Stockholms fondbörs upphävs.

Med utgångspunkt i att verksamhet av börskaraktär, oavsett vilka slag av finansiella instrument den avser, i grunden är tillståndspliktig enligt lagen om värdepappersrörelse tillgodoses det allmänna intresset av att sådan verksamhet inte skall kunna bedrivas i former som står helt utanför insyn och kontroll. Jag ser det därför inte som nödvändigt att i den nya börslagstiftningen införa auktorisationsplikt, utan auktorisation bör ske på frivillig basis. Därmed minskar, i enlighet med vad jag tidigare sagt, behovet av en otvetydig börsdefinition.

Företag som får auktorisation enligt den nya börslagstiftningen bör inte samtidigt vara skyldiga att ha tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse.

Att definitions- och gränsdragningsfrågorna inte sätts i förgrunden på det sätt som följer av kommitténs förslag kan också ha en del allmänna positiva effekter. En av grundtankarna med den lagstiftning som nu föreslås är, som tidigare anförts, att stimulera nyetableringar och därmed främja en ökad konkurrens på börsområdet. Incitamentet för den som avser att bedriva börsverksamhet bör därför vara att skaffa sig auktorisation och därmed få en värdefull kvalitetsstämpel på verksamheten.

Det finns också faktorer utanför börslagstiftningens ram som ger incitament att få en värdepappersbörs auktoriserad. Många av de stora investerarna är på grund av författningsregler eller bestämmelser i annan form, t.ex. stadgar, hänvisade att göra alla eller betydande delar av sina placeringar i sådana värdepapper som noteras på börs eller annan reglerad marknadsplats. Detta gäller bl.a. de s.k. institutionella placerarna till vilka räknas försäkringsbolag, AP-fonden och värdepappersfonderna. För dessa är de angivna placeringsbegränsningarna tillkomna i syfte att skydda dem för vilka tillgångarna förvaltas. Motsvarande gäller ofta också för utländska investerare av denna typ. För att locka till sig denna betydelsefulla kategori av investerare måste marknadsplatsen därför vara auktoriserad.

Med de angivna utgångspunkterna är det enligt min mening tillfyllest att den verksamhet som skall kunna bli föremål för auktorisation anges i tämligen vida termer. Sådan verksamhet som i andra länder betraktas som börsverksamhet bör därmed också i princip kunna auktoriseras här i landet. Mitt förslag är att den auktoriserbara verksamheten anges som verksamhet som drivs i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar.

Den nya lagstiftningen bör erbjuda två auktorisationsformer för företag som organiserar handel med finansiella instrument, varav börs skall vara den som underställs de strängaste kraven.

Det förhållandet att verksamhet av börskaraktär, för vilken auktorisation inte erhållits, i grunden blir tillståndspliktig som förmedlingsverksamhet enligt lagen om värdepappersrörelse innebär att finansinspektionen kan ingripa med vitesföreläggande mot den som bedriver sådan verksamhet utan tillstånd. Mot företag som fått tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse för börsliknande verksamhet kan inspektionen ingripa med stöd av bestämmelserna i den lagen. Detta gäller bl.a. om rörelsen inte bedrivs på ett sunt sätt. Vad som skall betraktas som sund verksamhet får därvid naturligtvis bedömas utifrån de verksamhetsregler som finns i nämnda lag.

Det finns också indirekta vägar att komma till rätta med osunda marknadsplatser. Enligt 6 kap. 8 § lagen om värdepappersrörelse kan finansinspektionen förelägga ett värdepappersinstitut att upphöra med verksamhet som innefattar handel med finansiella instrument på en marknad, om det med hänsyn till reglerna för eller tillsynen över marknaden framstår som uppenbart olämpligt att institutet bedriver handel där. Av motiven framgår att bestämmelsen avser handel på såväl utländska som svenska marknadsplatser (se prop. 1990/91:142 s. 173 och 174). I 1 kap. 2 § lagen om handel med finansiella instrument finns en allmänt utformad förhållningsregel som föreskriver att handel med finansiella instrument skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Finansinspektionen kan förelägga den som deltar i handel som inte uppfyller nämnda krav att upphöra med detta.

Till skillnad från kommittén anser jag det inte vara nödvändigt att auktorisation meddelas av regeringen, utan den uppgiften bör ligga på finansinspektionen. Hos inspektionen finns den kompetens och de resurser som krävs för att göra den aktuella prövningen. Det är också inspektionen som skall utöva tillsynen över börserna. Några invändningar mot den föreslagna ordningen har inte framförts vid hearingen.

I det följande tar jag bl.a. upp de grundläggande krav som bör ställas på den som vill ha koncession att driva börsverksamhet och vilka krav som bör ställas på sådan verksamhet.

3.1.2 Associationsform

Mitt förslag: En börs skall drivas i någon av associationsformerna aktiebolag och ekonomisk förening.

Kommitténs förslag avviker från mitt endast på så sätt att kommittén vill tillåta Stockholms fondbörs att behålla sin nuvarande associationsform.

Remissinstanserna: De invändningar remissinstanserna har gäller särbehandlingen av Stockholms fondbörs.

Skälen för mitt förslag: Den enda börs som regleras i den nuvarande börslagstiftningen är Stockholms fondbörs. Fondbörsens rättsliga status är inte så enkel att fastslå. I prop. 1978/79:9 s. 301 har fondbörsen karakteriserats som en privaträttslig sammanslutning som genom åren har fått en alltmer offentligrättslig karaktär till följd av ingripanden från det allmännas sida.

I den lagstiftning som reglerar de företag som agerar på kapitalmarknaden finns föreskrifter om i vilken associationsform verksamheten får bedrivas. Aktiebolagsformen är därvid den dominerande. Sålunda skall bl.a. finansbolag och värdepappersbolag vara aktiebolag.

Föreskrifter om associationsform motiveras ofta av att endast sådana företagsformer som innebär någon garanti för viss varaktighet vad gäller kapitalinsats, tillfredsställande revision och en rimlig tillsyn bör få användas. I grunden syftar sådana regler till att tillvarata allmänhetens intressen. Vad som nu sagts bör i lika hög grad gälla en börs. Detta talar för att någon eller några av de associationsformer som regleras i särskild lagstiftning bör väljas. Härigenom vinner man också fördelen att den lag som reglerar själva börsverksamheten kan inskränkas till vissa specialbestämmelser som har direkt samband med sådan verksamhet, medan de grundregler som gäller för associationsformen i fråga anges i den särskilda lagstiftningen.

Några skäl som talar emot att börsverksamhet drivs i aktiebolagsform eller av ekonomisk förening kan inte anses föreligga. När det däremot gäller handelsbolag och kommanditbolag finns en del bestämmelser i lagen (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag som ter sig vanskliga, om dessa företagsformer skulle tillåtas; enligt huvudregeln skall t.ex. ett handelsbolag träda i likvidation om en bolagsman går i personlig konkurs eller dör. Vidare saknar denna lag särskilda regler om styrelse. Den tar dessutom närmast sikte på företagsformer som kännetecknas av fåtalsägande. Företagsformerna handelsbolag och kommanditbolag bör därför inte accepteras för börsverksamhet.

3.1.3 Auktorisationskraven

Mitt förslag: För att få auktorisation som börs skall företagets verksamhet kunna antas komma att uppfylla vissa grundläggande kvalitetskrav som kännetecknar en sund handel med finansiella instrument. Detta innebär bl.a. att det skall finnas ändamålsenliga regler för hur handeln vid börsen skall gå till och att börsen skall ha nödvändiga säkerhets- och kontrollsystem för handeln. För att en börsverksamhet skall anses sund skall också iakttas principerna om fritt tillträde, neutralitet och god genomlysning.

Kommitténs förslag överensstämmer i huvudsak med mitt.

Remissinstanserna reser inga invändningar mot de aktuella kraven.

Hearingsynpunkter: *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* framhåller att

det av en börs bör krävas att allmänheten skall kunna utföra sina värdepappersaffärer där till rimliga kostnader; om allmänheten av kostnadsskäl hindras att delta i börshandeln leder detta till en sämre likviditet.

Skälen för mitt förslag: Granskningen av företag som söker auktorisation för börsverksamhet bör avse förhållanden av såväl formell som materiell natur. I den på formalia inriktade granskningen ingår att undersöka bl.a. att bolagsordning eller stadgar överensstämmer med lagens krav, att företaget har en styrelse och en organisation som uppfyller i lagen angivna formella krav och att rätta och formellt riktiga handlingar fogats till ansökan. Den materiella prövningen innebär en bedömning av huruvida i lagstiftningen angivna kriterier för verksamhetens innehåll och inriktning kan anses uppfyllda. Enligt min mening bör vid denna prövning avgöras om verksamheten kan förväntas komma att uppfylla de krav på en *sund verksamhet* som är rimliga att ställa. Granskningen bör omfatta företagets organisatoriska uppbyggnad samt företagets ledning, dvs. styrelsen och verkställande direktören.

Kraven på *företagets organisation* bör vara flexibla i den mening att de sätts i relation till den planerade börsverksamhetens omfattning och art. Det faller sig t.ex. naturligt att ställa större krav i fråga om tydlig organisationsstruktur på en börs i den storleksklass som Stockholms fondbörs representerar än på en mindre börs som kanske bara organiserar handel med vissa typer av obligationer eller ett relativt litet antal bolags aktier. Höga krav ställs på verksamheten i en börs och därför bör styrelsen bestå av minst fem personer och företaget ha en verkställande direktör.

När det gäller sakkunskapen hos *företagsledningen* bör inte några formella krav på kunskap eller erfarenhet ställas upp i lagen. Det får prövas från fall till fall om företagsledningen, med hänsyn till kravet på att verksamheten bedrivs på ett korrekt och omdömesgillt sätt, har den erfarenhet som behövs. Naturligtvis ingår också ett krav på att personalen på lägre nivåer har erforderlig utbildning och erfarenhet.

Auktorisationsprövningen bör även inrymma en bedömning av *ägarnas lämplighet*. Det faller sig naturligt att den prövningen utifrån ett sundhetskrav endast behöver avse ägare som kan ha ett icke oväsentligt inflytande i företaget.

När det sedan gäller krav på själva *verksamheten* bör till en början krävas att det finns ändamålsenliga regler för hur handeln vid börsen skall gå till. Dessa regler bör i skriftlig form finnas tillgängliga för dem som önskar att få veta hur handeln, inkl. betalning och leveranser för utförda affärer, är organiserad. Jag ser det inte som lämpligt att i lagen närmare ange hur ett sådant regelsystem skall vara utformat. Den förhållandevis öppna beskrivning av en börs som jag föreslår innebär att det inte finns några fasta gränser för vilka uppgifter som skall ligga på medlemmarna eller en clearingorganisation. Redan av nämnda skäl finns det en klar risk att en lagreglering av själva handeln skulle skapa onödiga låsningar för framtiden.

För att auktorisation som börs skall få beviljas bör av det sökande företaget också krävas att det kommer att iaktta vissa allmänna principer som kännetecknar en sund handel med finansiella instrument. Jag avser här principerna om fritt tillträde, neutralitet och god genomlysning. Dessa begrepp har tidigare förklarats (avsnitt 2.3.1). Jag vill här endast göra några tillägg och samtidigt poängtera att de angivna principerna bör vara tillämpliga i all börsverksamhet oavsett vilka finansiella instrument som noteras på börsen.

I principen om god *genomlysning* ligger att en börs måste se till att dess medlemmar och allmänheten får en korrekt, samtidig och snabb information om handeln vid börsen. En viktig förutsättning för att uppnå en tillfredsställande genomlysning av handeln är att avslut i de värdepapper som noteras på börsen inrapporteras dit. Denna fråga tar jag upp särskilt i ett senare avsnitt (se avsnitt 3.1.12).

Det viktiga är att det skapas garantier för att man från börsen lämnar relevanta uppgifter om handeln till samtliga medlemmar samtidigt. Datatekniken är i dag sådan att det inte är nödvändigt att befinna sig på ett börsgolv för att veta vad som händer på börsen. Därför torde det vanliga bli att olika elektroniska informationssystem utnyttjas. Används sådana system måste även på dessa ställas krav på säkerhet och tillgänglighet så att flödet av information inte avbryts. Även allmänhetens behov av information måste tillgodoses av börsen. Detta kan tillfredsställas genom att allmänheten får tillträde till börsen eller genom att börsen tillhandahåller en effektiv information via media eller elektroniska system. Frågan om när och i vilken omfattning börsen bör sprida information till börsmedlemmar och allmänheten om handeln vid börsen behandlas utförligare i ett senare avsnitt (3.1.12).

Kravet på *kursövervakning* på börs och andra marknadsplatser utvecklades i samband med tillkomsten av insiderlagen. I propositionen som föregick insiderlagen beskrevs det samarbete som sker mellan finansinspektionen, åklagare och Stockholms fondbörs i syfte att upptäcka och beivra insiderbrott (prop. 1990/91:42 s. 60-65). I samband därmed anfördes bl.a. följande. Liknande kursövervakning som den som Stockholms fondbörs har bör kunna anordnas på andra börser och marknadsplatser. Naturligtvis bör omfattningen av den löpande övervakningen anpassas till varje marknadsplats unika förhållanden och det får ankomma på inspektionsmyndigheten att med varje marknadsplats komma fram till en lämplig organisation av kursövervakningen. En av dess viktigaste funktioner bör vara att snabbt få kännedom om onaturliga kursrörelser. Jag delar denna uppfattning. I kursövervakningen får också anses ingå att till finansinspektionen rapportera fall där misstanke om otillåten insiderhandel föreligger. Det ankommer sedan på inspektionen att avgöra vilka vidare åtgärder som skall vidtas.

Inom en börs bör det också finnas ett *säkerhets- och kontrollsystem* som bl.a. motverkar möjligheterna till prismanipulation och andra otillbörliga beteenden i handeln. Vid datoriserad handel är säkerhets- och sårbarhetsfrågorna av vitalt intresse. Bl.a. måste krävas att tillfredsstäl-

lande skydd finns för att förhindra att obehöriga ingrepp sker i datasystemen och att kapaciteten och driftssäkerheten hos dessa är tillräcklig för att hålla riskerna för driftsavbrott och andra störningar i handeln på en låg nivå.

Vid auktorisationsprövningen bör även kontrolleras att företaget har ställt upp regler om *sanktioner* mot medlemmar och andra som deltar i börshandeln.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund har framhållit att värdepappersaffärer över en börs måste kunna utföras till en rimlig kostnad. Frågan om kostnaden för att genomföra en affär över en börs har samband med dels avgifter som börsen tar ut, dels courtage hos mellanhanden. Jag har tidigare (avsnitt 2.3.5) anfört att det för närvarande inte finns skäl att införa sådan kontroll av börsföretagens avgiftssättning som kommittén föreslagit. I samband med införandet av lagen om värdepappersrörelse behandlades kommitténs förslag att lämna regeringen möjlighet att meddela föreskrifter om courtagets storlek, dock utan att någon lagregel härom infördes (prop. 1990/91:142 s. 138). Föredraganden anförde däremot att han, om det skulle visa sig att kostnaden för mindre värdepappersaffärer blir omotiverad hög, var beredd att ompröva sin ståndpunkt. Min inställning är densamma. Emellertid kan i dag ses tecken på en ökande priskonkurrens inom mellanhandsledet, t.ex. har vissa mellanhänder slopat avgifter för depåhantering. Min förhoppning är att de förbättrade konkurrensmöjligheterna på börsområdet även kommer att ha effekt på prissättningen inom detta område. Med hänsyn härtill är jag inte beredd att införa någon prisreglering för börshandeln.

3.1.4 Finansiella resurser

Mitt förslag: Börs som är aktiebolag skall ha ett aktiekapital som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräckligt stort. För ekonomisk förening skall motsvarande krav avse summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

Kommitténs förslag: Kommittén föreslår att ett aktiebolag som är börs skall ha ett aktiekapital som uppgår till minst 10 milj. kr. För ekonomisk förening föreslås att summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser skall uppgå till minst samma belopp.

Remissinstanserna: Flertalet remissinstanser kommenterar inte förslaget eller lämnar det utan erinran. *Bankorganisationerna* och *Svenska Fondhandlareföreningen* efterlyser dock en möjlighet att medge lägre belopp i enskilda fall.

Skälen för mitt förslag: En börs tillhandahåller en marknadsplats för handel med finansiella instrument. Det företag som driver börsen deltar inte i handeln. Följaktligen utsätts företaget inte för de risker som hör samman med handeln. Börsen ansvarar normalt heller inte för hanteringen av betalningar och värdepapper. Ansvaret härför ligger på medlem-

marna och clearingorganisationen, om någon sådan finns. Något behov av att på en börs ställa sådana kapitaltäckningskrav som gäller för t.ex. banker finns därför inte. För det fall ett företag utöver börsverksamhet även bedriver clearingverksamhet ställs andra och i vissa hänseenden hårdare krav på företaget (avsnitt 3.3.3).

Däremot förekommer andra typer av risker som gör att en börs kan behöva visst reservkapital. Exempelvis kan börsen ådra sig ersättningsskyldighet för olika fel som uppstår i verksamheten. Det kan röra sig om fel som begås av anställda vid börsen eller tekniska fel för vilka börsen inte kan få ersättning av någon utomstående. En annan tänkbar källa till skadeståndskrav kan vara felaktiga beslut om att avföra emittenters värdepapper från notering på börsen. Det får anses viktigt att ett företag som erhåller statlig auktorisation har tillräckligt kapital för att klara av skadeståndskrav som kan uppkomma i verksamheten. Av ett börsdrivande företag bör därför krävas att ett visst kapital, som står i rimlig proportion till risken, finns bundet i företaget.

Även från mer allmänna synpunkter finns det skäl att ställa krav på god finansiell styrka hos företag som får statlig auktorisation för börsverksamhet. Detta ökar utsikterna för att verksamheten får viss varaktighet och stabilitet och kan klara av t.ex. tillfälliga nedgångar i omsättningen. Därmed stärks också den allmänna tilliten till börsverksamhet.

Jag kan instämma i att en regel med ett i lagtext bestämt belopp i fråga om krav på kapitalstyrka onekligen har fördelen av att vara enkel att tillämpa. Nackdelen är bristen på flexibilitet. Det får förutsättas att de börser som auktoriseras kan variera avsevärt i fråga om storlek och inriktning. Det finns ett behov av att kunna anpassa kravet på kapitalstyrka efter förhållandena i det enskilda fallet. Det bör därför överlåtas på regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen att vid behov meddela närmare föreskrifter i saken.

Prövning av det börsdrivande företagets kapital bör ske inte bara vid auktorisationstillfället utan fortlöpande under verksamhetstiden. Finansinspektionen bör därför kunna kräva att kapitalet i ett företag som driver börsverksamhet ökas när det växer i storlek eller ändrar inriktning på sin verksamhet. Å andra sidan bör inspektionen också kunna medge att kravet sänks när utvecklingen av verksamheten gör det motiverat.

Bedömning av vilket krav på kapitalstyrka som skall ställas i det enskilda fallet bör göras utifrån börsverksamhetens omfattning och art. I en sådan bedömning bör även andra finansiella resurser som börsen har eller kan utnyttja vägas in. Det kan vara förekomsten av försäkringar, garantier, fonderade medel eller säkerheter som helt eller delvis tar hand om någon eller några av de risker som det börsdrivande företagets kapital annars kan få tas i anspråk för.

Mitt förslag: En börs får, utöver själva börsverksamheten, ägna sig endast åt verksamheter som har nära samband med denna. Om särskilda skäl finns, skall tillstånd dock kunna ges även till andra verksamheter.

Förvärv av organisationsaktier m.m. kräver finansinspektionens tillstånd.

Kommitténs förslag: Kommittén tillåter att börsverksamhet och clearingverksamhet bedrivs inom samma företag. I övrigt behandlas inte frågan.

Remissinstanserna invänder inte mot kommitténs förslag.

Hearingsynpunkter: *Finansinspektionen* framhåller att det bör krävas tillstånd från inspektionen för att en börs skall få bedriva annan verksamhet jämte börsverksamheten.

Skälen för mitt förslag

Sidoverksamhet

Lagen om Stockholms fondbörs ger inget besked i frågan huruvida fondbörsen får ägna sig åt annan verksamhet än den som regleras i lagen, nämligen fondbörsverksamhet. Emellertid driver fondbörsen ett externt informationssystem (SIX) som bl.a. erbjuder kursinformation från flera utländska marknadsplatser.

Liksom kommittén anser jag att börsverksamhet och clearingverksamhet bör få bedrivas i ett och samma företag. Verksamheterna är intimt förknippade med varandra och det kan finnas uppenbara fördelar från både kostnads- och effektivitetssynpunkt med att integrera dem inom ett företag. I säkerhetshänseende kan en sådan integrering också vara fördelaktig. Härtill kommer att det i andra länder accepterats att börs- och clearingverksamhet får bedrivas i ett och samma företag.

Vad gäller andra med börsverksamhet närliggande verksamheter ser jag inget hinder mot att börser får ägna sig åt sådana marknadsinformationstjänster som fondbörsen i dag erbjuder allmänheten och utbildningsverksamhet med anknytning till den handel som bedrivs vid börsen. Det bör även kunna godtas att en börs bedriver annan verksamhet som har *nära samband* med driften av marknadsplatsen, än de nu nämnda. Det är emellertid inte möjligt att i lag ange exakt vilka verksamheter som därvid kan komma i fråga. Behovet av annan verksamhet kan skifta med hänsyn till företagets organisation, men också den tekniska och den allmänna utvecklingen inom börsområdet kan spela en stor roll. Något särskilt tillståndsförfarande för verksamheter som har nära samband med börsverksamheten anser jag inte behövligt, utan det får ankomma på finansinspektionen att vid auktorisationsprövning och tillsyn av varje enskild

börs bedöma vilka sambandsverksamheter som är lämpliga och därmed acceptabla utifrån kravet på en sund verksamhet.

Däremot är det tveksamt om ett företag som driver börsverksamhet samtidigt skall få syssla med verksamhet *av helt annat slag*, t.ex. industriell verksamhet eller försäljning av varor och tjänster som inte har någon anknytning till börsverksamhet. Det finns enligt min mening flera viktiga skäl som talar mot en sådan ordning. För det första kan en sådan verksamhet komma att påverka den ekonomiska stabiliteten i börsverksamheten på ett icke önskvärt sätt. För det andra finns uppenbar risk att det allmänna förtroendet för börsverksamhet skulle påverkas i negativ riktning om detta tilläts obehindrat. Slutligen måste också beaktas att auktorisationsprövningen och tillsynen av en börs kan kompliceras på ett sätt som inte kan överblickas. Det kan uppstå betydande svårigheter för finansinspektionen när det gäller bl.a. bedömningen av företagets finansiella resurser och avgränsningen av tillsynen.

Mot bakgrund av vad som angetts finns anledning att inta en restriktiv hållning vad gäller möjligheterna för en börs att ägna sig åt verksamhet som inte har ett påtagligt samband med börsverksamheten. Jag vill dock inte helt utesluta att det kan finnas förutsättningar för att tillåta en börs att driva sådan verksamhet. Vilken annan verksamhet som kan tillåtas avgörs lämpligen av finansinspektionen från fall till fall. För tillstånd bör krävas särskilda skäl.

Förvärv av organisationsaktier m.m.

En börs kan vilja förvärva större eller mindre andelar i andra företag som ett *led i organisationen* av verksamheten. Organisationsförvärv kan exempelvis ske i samband med att en börs för över eller förlägger delar av själva börsverksamheten, eller sådan verksamhet som har nära samband med denna, till ett företag som inte står under tillsyn. Det är angeläget att finansinspektionen kan få insyn även i ett sådant företag och har möjlighet att få uppgifter om detta. Dessutom bör kontrolleras att sådana engagemang inte får en omfattning och inriktning som kan äventyra börsens stabilitet och styrka. Det bör därför krävas tillstånd till förvärv i organisationssyfte av aktie eller andel i företag.

En börs bör inte vara betagen möjligheten att förvärva aktier och andra finansiella instrument i *placeringssyfte* och jag ser det inte heller som nödvändigt att kräva tillstånd för sådana förvärv. Förvärv av finansiella instrument kan t.ex. ingå som ett naturligt led i förvaltningen av börsens likvida medel. Risken för intressekonflikter bör dock observeras. Det kan knappast anses som lämpligt att en börs annat än för långsiktiga innehav, gör placeringar i finansiella instrument som är noterade vid börsen. Eftersom börsen i sin verksamhet får tillgång till icke offentliggjorda upplysningar om de emittenter som har fondpapper inregistrerade vid börsen, kan misstanke uppkomma att börsen utnyttjar dessa vid sina värdepappersaffärer. Det spelar ingen roll om en sådan misstanke har fog för sig eller inte. Redan risken för att den kan uppkomma är skäl nog för börsen att hålla sig borta från transaktioner med sådana finansiella

instrument som är föremål för notering vid börsen, om affärerna inte sker för en långsiktig placering. Finansinspektionens löpande tillsyn av en börs bör inrymma en kontroll av att börsens eventuella innehav av finansiella instrument inte tar sådana proportioner och former att dess stabilitet och styrka kan hamna i farozonen.

3.1.6 Börsmedlemskap

Mitt förslag: En börs får som medlemmar ha endast
1. riksbanken,
2. värdepappersinstitut med tillstånd att driva kommissionshandel, förmedlingsverksamhet eller handel för egen räkning, och
3. utländska företag som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel av liknande slag och som där står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ.

Den som antas som medlem skall ha tillräckliga finansiella resurser och i övrigt vara lämplig att delta i handeln vid börsen.

Kommitténs förslag överensstämmer i huvudsak med mitt.

Remissinstanserna lämnar kommitténs förslag i stort sett utan erinran. *Svenska Försäkringsbolags Riksförbund* anför att en alltför ensidig begränsning av kretsen som har rätt till börsanslutning kan ge bilden av ett skråväsende som inte är ägnat att uppehålla allmänhetens förtroende. *Invik & Co AB* uttalar att handel vid börs också kan bedrivas från terminaler som utplaceras hos inte bara fondkommissionärer utan även stora institutionella placerare och att några avgörande skäl mot sådan handel inte föreligger.

Skälen för mitt förslag: Enligt 11 § lagen om Stockholms fondbörs kan endast den som har fondkommissionstillstånd eller motsvarande tillstånd som värdepappersinstitut och som är lämplig bli medlem vid fondbörsen; ansökan om medlemskap prövas av börsens styrelse. Börsstyrelsens lämplighetsprövning kan omfatta även annat än vad som varit föremål för prövning i tillståndsärendet hos finansinspektionen (prop. 1978/79:9 s. 165).

För att en börs skall fungera väl, måste dess medlemmar motsvara högt ställda krav på kompetens och finansiella resurser. Så länge endast sådana aktörer är anslutna till en börs föreligger goda förutsättningar för att de värdepappersaffärer som görs upp på börsen kan fullföljas. Detta skapar en trygghet i handeln som är av fundamental betydelse eftersom parterna i datoriserade handelssystem oftast inte får reda på varandras identitet förrän avslut redan är träffat. En möjlighet att uppnå detta mål kan vara att som villkor för börsanslutning kräva att sökanden har tillstånd att driva värdepappersrörelse.

Eftersom det enligt lagen om värdepappersrörelse går att få särskilt tillstånd för olika sorters verksamheter inställer sig frågan vilket eller vilka av dessa tillstånd som bör kunna ligga till grund för börsmedlem-

skap. Denna fråga berördes i motiven till vissa ändringar i lagen om Stockholms fondbörs i samband tillkomsten av lagen om värdepappersrörelse (prop. 1990/91:142 s. 180). Där konstaterades bl.a. att de uppgifter som fondkommissionärerna utför i handeln på börsen hänför sig till två av de verksamheter som enligt värdepappersrörelselagen är tillståndspliktiga, nämligen kommissionsverksamhet och handel för egen räkning. Det ansågs inte nödvändigt att kräva att båda dessa tillstånd måste innehas av ett värdepappersinstitut som vill bli medlem vid fondbörsen. Därvid konstaterades att tillståndet att handla för egen räkning endast behövdes om institutet skulle fungera som marknadsgarant (på engelska market maker) i OTC-handeln.

Av de verksamheter som enligt lagen om *värdepappersrörelse* är tillståndspliktiga är det de som avser *kommissionsverksamhet*, *handel för egen räkning* och *förmedlingsverksamhet* som normalt sett bör ge den kompetens som behövs för börsmedlemskap. Kommittén har övervägt om även andra aktörer än de nu nämnda skall ha möjlighet att få bli börsmedlemmar och därigenom kunna handla direkt på en börs utan att behöva gå via en mellanhand. Det kan gälla t.ex. industriföretag, försäkringsbolag, finansbolag m.fl. företag eller t.o.m. privatpersoner. Tanken härpå avvisas emellertid av kommittén, som anser att nackdelarna med en sådan ordning skulle bli större än fördelarna.

För egen del är jag i och för sig inte främmande för att göra börsmedlemskap öppet även för andra aktörer än sådana som har tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse, förutsatt att de uppfyller nödvändiga krav i fråga om bl.a. kompetens och finansiella resurser. Emellertid finns en internationell aspekt på frågan om börsmedlemskap. Vid utländska börser gäller överlag att inga andra än yrkesmässigt verksamma, och i regel auktoriserade, mellanhänder - dvs. kommissionärer, förmedlare, de som handlar för egen räkning etc. - och i vissa länder även banker tillåts att agera direkt på börserna. Det finns en viss risk för att tilltron i utlandet till de svenska börserna kan påverkas negativt om vi i detta hänseende avviker från den utomlands gällande ordningen. En sådan osäkerhet kring det svenska börssystemet kan försvåra det internationella samarbetet inom börsområdet. Detta bör undvikas. Framtiden får utvisa om det på internationell nivå kan ske en attitydförändring i börsmedlemskapsfrågan. Innan det har visats några tecken härpå anser jag det inte lämpligt att i Sverige införa en ordning som avviker från det internationella mönstret.

Mot bakgrund av vad som anförts anser jag att - av aktörerna inom landet - endast sådana som fått tillstånd enligt värdepappersrörelselagen till kommissionsverksamhet, förmedlingsverksamhet eller handel för egen räkning bör få komma i fråga för börsmedlemskap.

Riksbanken kan som aktör på penningmarknaden vilja delta i en eventuell börs på denna marknad och bör därför ingå bland dem som får antas som börsmedlem.

Medlemskap vid en börs har traditionellt endast varit aktuellt för företag som har haft en egen organisation uppbyggd på eller i direkt anslutning till börsen. Genom införande av elektroniska handelssystem möjliggörs deltagande i börshandeln från etableringar i andra länder. Denna utveckling avspeglar sig i det förslag till direktiv om investeringstjänster på värdepappersområdet (COM(89)629) som utarbetats inom EG. Enligt bestämmelserna i direktivförslaget skall företag som i sitt hemland fått auktorisation för endera mäklarverksamhet, handel för egen räkning eller verksamhet som marknadsgarant ha rätt att ansluta sig till en börs eller annan organiserad marknadsplats i ett annat EG-land. I fråga om anslutning till elektroniska handelssystem skall detta vara möjligt utan att företaget behöver ha någon etablering i det medlemsland där handelssystemet har sin bas.

I framtiden kan komma önskemål från *utlandsbaserade företag* om medlemskap vid svenska börser. För den svenska värdepappersmarknaden finns det anledning att se positivt på arrangemang som ökar möjligheterna att samla handel till svenska marknadsplatser. Börsmedlemskap bör därför vara tillgängligt för sådana utländska företag som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel av liknande slag. En ytterligare förutsättning bör vara att det utländska företaget i sitt hemland står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ. Till skillnad från kommittén anser jag att det, på samma sätt som för svenska företag, bör ligga på den aktuella börsen att pröva om förutsättningarna är uppfyllda när ett utländskt företag söker medlemskap där. En sådan medlem skall naturligtvis följa de likvid- och leveransregler som gäller här i landet. Det bör påpekas att börsmedlemskap för ett utlandsbaserat företag inte innefattar rätt att driva värdepappersrörelse i Sverige. För detta fordras särskilt tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse.

Utöver dessa krav av formell art bör det gälla ett allmänt *lämplighetskrav* för börsmedlemskap. En börs bör alltså inte kunna nöja sig med att en sökande t.ex. har tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse utan bör härutöver vara skyldig att göra en prövning av om sökanden är lämplig som medlem.

Ett led i denna prövning bör avse sökandens *finansiella styrka.* En börsmedlem måste uppfylla de krav på finansiell styrka som är befogade att ställa med hänsyn till hur handeln är organiserad och i vilken omfattning medlemmen avser att delta i handeln. Han måste bl.a. kunna medverka till att ingångna avtal fullföljs och avvecklas i vederbörlig ordning, även om han t.ex. inte får överenskommen betalning från en uppdragsgivare.

Prövningen skall också avse sökandens allmänna lämplighet. Denna prövning måste ske på objektiva och sakliga grunder. Den får naturligtvis inte vara diskriminerande i något avseende, t.ex. på grund av nationalitet.

Börser skall således tillämpa en *princip om fritt tillträde.* Denna kan emellertid inte tillämpas utan urskillning. I vissa fall kan det vara orimligt och kanske t.o.m. direkt olämpligt att begära att en börs alltid skall vara skyldig att låta alla som uppfyller villkoren delta i börshandeln.

Inskränkningar i tillträdet kan vara motiverade på grund av fysiska eller tekniska hinder. Om handeln på börsen utförs på ett börsgolv med kringutrymmen är det inte säkert att alla intresserade aktörer kan beredas plats där. Detta kan medföra att sådana som i och för sig är behöriga att ansluta sig till börsen inte kan få detta. Också olika tekniska hinder kan medföra en begränsning i tillträdet till börsen, t.ex. att ett datoriserat handelssystem inte har kapacitet som är tillräcklig för att tillåta samtliga intresserade att delta. Nu nämnda typer av hinder bör dock endast temporärt kunna inskränka tillträdet. Jag menar nämligen att det av en marknadsplats med offentlig auktorisation bör krävas att den vidtar åtgärder så att den volym- och resursmässigt anpassar sig till det intresse för deltagande i handeln som finns.

Om anslutningsmöjligheterna är begränsade på grund av fysiska eller tekniska hinder bör regler som rör begränsningssituationen vara neutralt utformade och naturligtvis även tillämpas på detta sätt.

Som jag tidigare antytt är jag inte främmande för att i framtiden öppna för att även andra aktörer än värdepappersinstitut och deras utländska motsvarigheter skall kunna bli börsmedlemmar, förutsatt att de uppfyller nödvändiga krav i fråga om bl.a. kompetens och finansiella resurser. Även med den lösning som nu har valts kan man ifrågasätta om det är nödvändigt att helt utestänga t.ex. försäkringsbolag, fondbolag och större industriföretag från att mer direkt delta i handeln än vad som nu sker.

När handeln vid en börs sker på elektronisk väg bör enligt min mening i vart fall inte lagstiftningen utgöra hinder mot att börsmedlemmar låter kunder av nämnda slag genomföra sina *affärer över egna terminaler.* Eftersom medlemskapet vid börs bygger på ett avtalsförhållande får det ankomma på varje enskild börs att avgöra om och i så fall under vilka förutsättningar medlemmarna skall kunna överlåta på sina kunder att på detta sätt direkt delta i börshandeln. En given förutsättning är härvid att det ej görs avkall på de krav som börsen annars ställer upp för deltagande i handeln, vilket är särskilt betydelsefullt i sådana system där avslut sker automatiskt utan att parterna känner till vem som är motpart. Det kan inte komma i fråga att kundföretaget tillåts utföra annat än egna affärer eftersom det annars skulle bli fråga om verksamhet som fordrar tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse. Börsen bör endast ge en medlem tillåtelse att låta kundföretaget genomföra sina egna värdepappersaffärer om handeln kan ske under betryggande former, såväl säkerhetsmässigt som i övrigt, och under förutsättning att kundföretaget har personal som är kompetent och ordentligt utbildad på det handelssystem som används vid börsen. Självklart får börsmedlemmen bära det fulla ansvaret gentemot börsen för eventuella felaktigheter som kan uppstå när kunden på egen hand genomför sina värdepappersaffärer och för att utförda affärer fullföljs på vanligt sätt, vilket sannolikt kräver att kundföretaget har acceptabel kapitalstyrka. Det kan tänkas att begränsningar införs för kundföretagen i fråga om hur stora affärer som får utföras. Ett sätt att garantera att affärer fullföljs kan t.ex. vara att kräva att företaget ställer säkerhet.

Finansinspektionen har vid hearingen hävdat att en delegationsregel likt den som finns i 3 kap. 1 § tredje stycket aktiekontolagen bör införas, om börsmedlem skall kunna överlåta på en kund att utföra sina egna affärer i ett datoriserat handelssystem. I anledning härav vill jag anföra följande.

Den nämnda bestämmelsen innebär att kontoförande institut efter tillstånd - som meddelas av finansinspektionen - får sätta annan i sitt ställe i fråga om rätten att vidta registreringsåtgärder i avstämningsregistret hos värdepapperscentralen. För att bli kontoförande institut krävs tillstånd enligt aktiekontolagen. Den nämnda delegationsrätten tillkom för att dåvarande Föreningsbankernas Bank och Sparbankernas Bank skulle ha möjlighet att delegera vissa av sina kontoförande funktioner till de lokala föreningsbankerna resp. sparbankerna trots att dessa var fristående rättssubjekt (prop. 1991/91:106 s. 44, 45 och 80, LU33, SFS 1991:205). Syftet var att likställa samtliga banktyper när det gäller hantering av aktier och andra rättigheter enligt aktiekontolagen.

Jag menar att bestämmelsen i aktiekontolagen inte kan användas som mönster i detta fall. Den börslagstiftning som här föreslås innehåller inte några bestämmelser om vilka förutsättningar och regler som skall gälla för börsmedlemmars deltagande i ett datoriserat handelssystem. Det ankommer alltså i första hand på börsen att på egen hand eller i avtal med börsmedlemmarna bestämma vad som skall gälla. Det skulle vara en uppenbar inkonsekvens att med en sådan ordning ta in en bestämmelse i lagen som inskränker börsens bestämmanderätt enbart med avseende på frågan om börsmedlem bör tillåtas att låta kundföretag utföra sina egna värdepappersaffärer i börsens handelssystem.

3.1.7 Finansiella instrument som får noteras och handlas vid en börs

Mitt förslag: Notering och handel vid en börs skall kunna avse alla typer av finansiella instrument.

Notering av och handel med ett visst finansiellt instrument får inte inledas förrän börsen lämnat sitt godkännande till detta.

Kommitténs förslag avviker från mitt så till vida att kommittén - vad gäller fondpapper - endast vill tillåta notering av och handel med sådana fondpapper som har inregistrerats vid börsen.

Remissinstanserna: *Styrelsen för Stockholms fondbörs, bankorganisationerna, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Industriförbund* och *Svenska Handelskammarförbundet* framhåller att det finns behov av att ha kvar någon form av motsvarighet till O-listan, en s.k. väntelista.

Skälen för mitt förslag: Handel och notering av kurs vid Stockholms fondbörs får enligt 18 § lagen om Stockholms fondbörs avse endast fondpapper som är inregistrerade vid fondbörsen. I 2 § andra stycket samma lag finns en bestämmelse som möjliggör handel även med aktier som inte är inregistrerade vid fondbörsen, nämligen de s.k. OTC- och O-listeaktierna.

Jag delar kommitténs uppfattning att börslagstiftningen i princip bör omfatta handel med alla typer av finansiella instrument.

Fondpapper

Kommittén vill genomföra en renodling av börshandeln med fondpapper, dvs. väsentligen aktier och obligationer, genom att avgränsa denna handel till sådana fondpapper som är inregistrerade vid börsen. Vilka krav som skall ställas för att fondpapper skall få inregistreras vid en börs och vilka förpliktelser som skall åvila emittenten av inregistrerade fondpapper tar jag upp i nästa avsnitt. Här kan dock kort anges att inregistrering av fondpapper förutsätter bl.a. att emittenten och fondpapperen uppfyller vissa grundkrav samt att emittenten upprättar ett börsprospekt och underkastar sig skyldighet att informera om viktiga beslut och händelser som gäller den egna verksamheten eller fondpapperen.

Kommitténs förslag betyder att den handel i s.k. OTC- och O-listeaktier som i dag förekommer vid Stockholms fondbörs måste avvecklas, om fondbörsen får auktorisation som börs enligt den nya lagstiftningen. Dessa aktier är nämligen, som tidigare nämnts, inte inregistrerade vid fondbörsen.

OTC-marknaden infördes år 1982 för att underlätta mindre företags kapitalförsörjning. Den har på senare tid omfattat ett 50-tal företag med ett marknadsvärde som för närvarande uppgår till drygt 5 miljarder kronor. Som jämförelse kan nämnas att marknadsvärdet för de inregistrerade aktierna på fondbörsens A-lista (tidigare AI- och AII-listorna) är ca 580 miljarder kronor. Handeln i OTC-aktier har emellanåt varit relativt livlig. Omsättningshastigheten - dvs. den andel av aktiestocken som omsätts under ett år - för OTC-aktierna har dock på senare tid sjunkit och är för närvarande ca 20 %, vilket är i nivå med omsättningshastigheten på A-listan.

Den inofficiella handeln (O-listan) omfattar ett 50-tal bolag som inte uppfyller kraven för vare sig inregistrering eller OTC-notering. Det totala marknadsvärdet på O-listeföretagen är drygt 16 miljarder kronor. Den nuvarande omsättningshastigheten för O-listeaktierna är knappt 25 %. För inträde på O-listan är kraven lägre ställda än för övriga listor. Många företag på O-listan har som mål att bli inregistrerade. O-listan används därför också som väntelista under den period som fondbörsen behöver för sin utredning inför inregistrering eller till dess att företaget har hunnit uppfylla fondbörsens krav.

Handeln med OTC- och O-listeaktierna sker numera i fondbörsens datoriserade handelssystem (SAX-systemet) på samma sätt som för inregistrerade aktier.

En väsentlig fråga när det gäller OTC- och O-listeaktierna är förmögenhetsbeskattningen. Vid denna har det betydelse om en aktie som är noterad vid fondbörsen är inregistrerad där eller inte. Aktier som inte är inregistrerade, dvs. OTC- och O-listeaktierna, har beskattats lindrigare. Sådana aktier fick tas upp till 30 % av det noterade värdet. För inregistrerade aktier gäller att de tas upp till 75 % av det noterade värdet.

Motsvarande värderingsregler finns i arvs- och gåvoskattelagstiftningen. Riksdagen har nyligen antagit regeringens förslag i propositionen om Skattepolitik för tillväxt, att den allmänna förmögenhetsbeskattningen skall avvecklas successivt och slopas helt fr.o.m. 1995 års taxering (prop. 1991/92:60, SkU10, SFS 1991:1850). Förmögenhetsbeskattningen av de OTC- och O-listeaktier som i dag omfattas av nyss nämnda skattelättnader upphör enligt förslaget redan fr.o.m. 1992 års taxering. De noterade eller onoterade aktier som vid utgången av år 1991 var föremål för lättnadsreglerna skall behålla sin skattefrihet vid en inregistrering på börsen. Vid värderingen av onoterade aktier skall endast egendom som är hänförlig till kapital- och fastighetsförvaltning räknas med. I propositionen har framhållits att det principiellt är olämpligt att inregistrering av ett företag på en officiell börslista medför högre beskattning och att i ett längre perspektiv bibehållna lättnader för en viss noteringsform inte kan försvaras. Reglerna för värdering av aktier o.d. vid arvs- och gåvobeskattningen lämnas dock oförändrade.

Med de nyligen beslutade ändringarna av förmögenhetsbeskattningen kommer frågan om hur aktier är noterade vid en börs inom några år att förlora i betydelse från skattesynpunkt. Redan av detta skäl saknas egentlig anledning att vid utformning av den nya börslagstiftningen beakta beskattningsfrågan. Den nya börslagstiftningen bör i sig inte medföra förändrade regler för värderingen av aktier o.d. vid förmögenhets-, arvs- eller gåvobeskattningen.

Beträffande OTC-marknaden konstaterar kommittén bl.a. följande. OTC-marknaden fungerar i praktiken som en tredje börslista där börsledningen utför samma uppgifter som beträffande de inregistrerade aktierna. Formerna för aktiehandel och informationsspridning, noteringsstopp, kurs- och informationsövervakning och ingripanden av olika slag är lika. Särdragen för OTC-företagen är av formellt slag, t.ex. används marknadsgarantsavtal i stället för inregistreringskontrakt och börschefen och inspektionsmyndigheten fattar beslut i stället för börsstyrelsen. I den självreglerande verksamheten likabehandlas börsbolag och OTC-bolag. Sålunda riktar sig Näringslivets Börskommittés rekommendationer till båda grupperna. Aktiemarknadsnämnden kan ta upp ärenden som väckts av börs- eller OTC-bolag, deras aktieägare eller den som lämnat ett offentligt erbjudande att förvärva aktier i sådana bolag samt bolag som planerar för marknadsnotering.

Kommittén drar den slutsatsen att det varken från aktiemarknadens eller de berörda bolagens utgångspunkter finns anledning att särbehandla OTC-aktier. Även beträffande O-listeföretagen görs detta konstaterande.

Kommittén framhåller att en begränsning av börshandeln till endast inregistrerade fondpapper skapar klarhet i handeln genom att dessa håller en viss gemensam standard. Det finns emellertid även nackdelar med den ordning som kommittén förordar. Enligt min mening talar såväl kostnads- som säkerhetsskäl för att de datoriserade handelssystem som en modernt utrustad börs kan antas ha, bör kunna utnyttjas även för handel i andra än inregistrerade fondpapper. Det kan här vara värt att notera att det i många länder sker en ökad integrering av olika marknader just för att

mer effektivt utnyttja de tekniska resurser som finns. Av effektivitetshänsyn bör också marknadsplatsens inneboende fördel, nämligen att aktörerna finns samlade där, kunna utnyttjas för denna handel. Härigenom kan likviditeten i de icke inregistrerade fondpapperen förbättras.

Om även andra än inregistrerade fondpapper kan inordnas i börshandeln ger detta allmänt sett börsen och emittenterna ett större mått av handlingsfrihet. Därigenom skapas möjlighet att bl.a. påbörja handel med aktier som är föremål för ansökan om inregistrering, vilket underlättar för bolaget att nå den spridning av aktierna bland allmänheten som krävs för inregistreringen. Fondbörsens O-lista fyller en sådan funktion i dag. Flera remissinstanser har också efterlyst en ersättning för denna noteringsform.

Om andra än inregistrerade aktier kan få noteras och handlas på en börs så innebär detta att möjligheterna för sådana bolag som i dag hör hemma på fondbörsens OTC- eller O-lista att ordna sin riskkapitalförsörjning inte behöver försämras. Som riksbanksfullmäktige i sitt remissvar framfört kan det ur samhällsekonomisk synvinkel vara värdefullt med en organiserad aktiehandel i företag som inte vill eller kan uppfylla inregistreringskraven. Dessutom bortfaller behovet av sådana särskilda övergångsarrangemang för OTC- och O-listenoterade aktier som kommittén föreslagit.

Jag anser således att fördelarna med att tillåta börshandel även i sådana fondpapper som inte är inregistrerade vid börsen klart överväger nackdelarna. Jag föreslår därför att handeln vid en börs skall få avse även icke inregistrerade fondpapper.

Naturligtvis kan oklarheter uppstå om det vid en börs noteras och handlas aktier, obligationer eller andra fondpapper för vilka olika krav gäller. Det kan vara svårt för investerarna att avgöra dels vilka krav som gäller, dels vilka värdepapper som är underställda högre resp. lägre krav. Sådana olägenheter är emellertid möjliga att avhjälpa. Genom att exempelvis - på sätt som nu sker vid fondbörsen - notera värdepapperen på olika listor kan de hållas åtskilda. Skillnaderna kan också tydliggöras genom karakteristiska namn på listorna eller genom olika former av rangsystem. Möjlighet finns självfallet att inom en börs skapa separata delmarknader för fondpapper som är underställda olika krav. Därvid kan handeln drivas i olikartade former och med skilda regler.

Det bör krävas att börsen på olika sätt informerar om eller på annat sätt klargör vilka skillnader som kan föreligga beträffande de värdepapper som noteras och handlas på börsen. Finansinspektionen bör vid sin auktorisationsprövning och i den löpande tillsynen beakta att börsen på ett lämpligt sätt uppfyller detta krav.

Vid en börs skall möjlighet till inregistrering av fondpapper finnas. Detta medför att en marknadsplats för fondpapper som i princip består av enbart ett handelssystem utan några inregistreringsfunktioner inte kan auktoriseras som börs.

I likhet med kommittén anser jag att det vid en börs skall kunna handlas med alla typer av finansiella instrument, således även bl.a. derivatinstrument som optioner och terminer. För derivatinstrumenten finns inte någon motsvarighet till inregistreringsförfarandet för fondpapper, som bl.a. inrymmer en prövning av om det kan ske en regelbunden handel med papperen. Någon uppdelning av derivatinstrumenten i inregistrerade och icke inregistrerade är därmed ej möjlig att göra. Emellertid kan - vad gäller optioner och terminer - en gränsdragning göras mellan sådana instrument som är standardiserade och sådana som inte är det. Standardiseringen innebär att villkoren för optionerna och terminerna görs enhetliga. Syftet härmed är att underlätta handeln med instrumenten. Vanligtvis är det den marknadsplats eller clearingorganisation som administrerar handeln som anger de standardiserade villkoren. Såvitt gäller optioner avser standardiseringen oftast den tillgång som optionen gäller för och mängden därav, lösenpriset samt avtalets giltighetstid (löptid). Vidare anges naturligtvis om det är fråga om en köp- eller säljoption. Det enda parterna normalt fritt avtalar om är priset (premien). Beträffande terminer avser standardiseringen vanligtvis den tillgång som omfattas och mängden därav samt kontraktets giltighetstid. Det parterna fritt kan avtala om är priset och huruvida leverans skall ske eller inte.

En standardisering av villkoren är i praktiken en förutsättning för att en väl fungerande handel i optioner och terminer skall kunna uppstå. Standardiseringen medför att aktörerna på marknaden hänvisas till klart definierade kontrakt, att kontrakten lätt kan omsättas, dvs. att likviditeten ökar, och att transaktionskostnaderna blir lägre eftersom nya avtal ej behöver skrivas inför varje avslut. Allmänt sett bidrar standardiseringen av villkoren till att skapa större överskådlighet i handeln.

Att det krävs en viss standardisering av villkoren torde gälla även andra finansiella instrument som inte kan hänföras till någon av kategorierna fondpapper, optioner eller terminer.

Godkännande för notering och handel

Kommittén har föreslagit att notering av och handel med ett visst finansiellt instrument inte skall få inledas förrän börsen tillåtit detta. Jag ansluter mig till det förslaget. I fråga om fondpapper kan godkännandet ske genom beslut om inregistrering av fondpapperen vid börsen. För fondpapper som inte inregistreras kan ett klartecken till notering och handel ges efter det att en prövning skett av bl.a. marknadsförhållandena för fondpapperen. Frågan om vad som skall rymmas inom en sådan prövning tar jag upp senare (avsnitt 3.1.11).

Även beträffande andra finansiella instrument måste en viss granskning göras innan de släpps fram för notering och handel vid en börs. En generell förutsättning bör vara att kurssättningen blir tillförlitlig. I nuvarande 2 kap. 1 § lagen om handel med finansiella instrument finns en regel som syftar till att motverka möjligheterna till otillbörlig

prismanipulation och främja en tillförlitlig kurssättning på optioner och terminer. Enligt bestämmelsen krävs för att optioner och terminer skall få handlas på en reglerad marknad att det förekommer en betydande handel med tillförlitlig kurssättning i den eller de tillgångar som optionen eller terminen grundas på. Denna regel bör flyttas över till den nya lagen om börs- och clearingverksamhet.

3.1.8 Inregistreringskrav och informationsskyldighet

Mitt förslag: För att fondpapper skall få inregistreras vid en börs skall fondpapperen och utgivaren av dessa uppfylla vissa minimikrav. Utgivaren av inregistrerade fondpapper skall vara skyldig att fortlöpande informera börsen om sin verksamhet och att offentliggöra sådana uppgifter.

Börsen beslutar i frågor om inregistrering.

Sakinnehållet i inregistreringsbestämmelserna anpassas till minimireglerna i EG:s första börsdirektiv.

Kommitténs förslag överensstämmer i huvudsak med mitt.

Remissinstanserna lämnar kommitténs förslag utan erinran.

Hearingsynpunkter: *Finansinspektionen* och *Stockholms fondbörs* framhåller vikten av att det utrymme för självreglering av förhållandet mellan börs och emittenter som kommitténs förslag ger inte inskränks. Liknande synpunkter framförs även av *Sveriges Försäkringsförbund* och *Sveriges Industriförbund*.

Bakgrund

Nuvarande regler

De bestämmelser som i dag gäller för inregistrering av fondpapper, dvs. väsentligen aktier och obligationer, och för börsbolagens informationsskyldighet finns i författningarna om Stockholms fondbörs och i fondbörsens inregistreringskontrakt samt i inregistreringsregler fastställda av fondbörsen.

Beslut om inregistrering av fondpapper vid Stockholms fondbörs meddelas av börsstyrelsen. Enligt lagen om Stockholms fondbörs skall vid prövning av frågan om inregistrering hänsyn tas till utgivarens ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och andra omständigheter av betydelse för en ändamålsenlig handel.

För att börsstyrelsen skall få en bild av dessa förhållanden finns i förordningen om Stockholms fondbörs föreskrifter om vilka handlingar som skall fogas till en ansökan om inregistrering. Innehållet i dessa föreskrifter varierar något beroende på om det är fråga om aktier, andelar i en värdepappersfond eller obligationer. Bestämmelserna för obligationer gäller i tillämpliga delar även för förlagsbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning.

I börsförordningen anges vissa krav på utgivaren och fondpapperen för att en inregistrering skall kunna ske. För att nämna några exempel krävs, vad gäller aktier, att bolaget skall ha ett aktiekapital på minst 2 milj.kr. och ett eget kapital på minst 4 milj.kr. För att ett obligationslån skall få inregistreras krävs t.ex. att lånet är av viss storlek, minst 10 milj.kr.

Börsförordningens bestämmelser kompletteras av inregistreringsregler som fondbörsen ställt upp. Dessa regler har ändrats under år 1991 vad gäller aktier. Efter de senaste ändringarna krävs för svenska bolag bl.a. att det finns minst 1 000 börspostägare (en börspost motsvarar i värde ungefär ett halvt basbelopp) och att minst 25 % av bolagets aktiekapital och 10 % av röstetalet är i "allmän ägo". Med aktier i "allmän ägo" avses i huvudsak aktier som inte ägs av någon som direkt eller indirekt äger mer än 10 % av aktiekapitalet. Vidare fordras att bolagets aktier har ett marknadsvärde som uppgår till minst 500 basbelopp och i normala fall att bolaget skall ha varit verksamt i minst fem år.

I inregistreringsärendet prövas om bolaget uppfyller börsmässiga krav på soliditet, likviditet och lönsamhet samt i fråga om informationsgivning, ekonomisk kontroll och styrning. Till belysning av angivna förhållanden anlitar börsstyrelsen revisorer. För vissa aktier utgivna av utländska emittenter görs dock inte den nämnda kvalitetsprövningen. Detta gäller aktier som redan är officiellt noterade på en etablerad börs eller annan likvärdig marknadsplats i utlandet. Registreringen vid fondbörsen kan i dessa fall sägas vara sekundär till den på den utländska marknadsplatsen ("hemmabörsen"). I de sist nämnda fallen begränsar fondbörsen sin inregistreringsprövning till att omfatta kraven på information till marknaden m.m. Något krav på spridning av bolagets aktier i Sverige uppställs inte. I stället krävs att det i samband med börsintroduktionen här finns tillfredsställande internationell ägarspridning och aktiehandel.

För utländska aktieemittenter i övrigt, dvs. när fondbörsen är primärmarknaden, gäller i princip samma krav och prövning som för de svenska bolagen.

För inregistrering av aktier krävs enligt 19 § lagen om Stockholms fondbörs en utfästelse av utgivaren eller den som trätt i hans ställe att offentliggöra upplysningar om verksamheten. Enligt 11 § 6 förordningen om Stockholms fondbörs skall till en ansökan om inregistrering av aktier fogas en utfästelse av bolaget att enligt formulär som fastställs av börsstyrelsen bl.a. offentliggöra upplysningar om bolaget.

Det formulär som omtalas i förordningen har kommit att kallas för inregistreringskontrakt. Kontraktet är att betrakta som ett civilrättsligt avtal mellan Stockholms fondbörs och dem som har sina värdepapper inregistrerade på fondbörsen och blir som sådant ett komplement till lagstiftningen.

Det inregistreringskontrakt som gäller fr.o.m. år 1989 består av ett baskontrakt jämte tre bilagor. Baskontraktet innehåller vissa grundläggande regler om informationsskyldighet, sekretess, delgivning och offentliggörande samt om vad som skall ske vid åsidosättande av avtalet.

Bilagorna innehåller mer detaljerade bestämmelser liksom hänvisning till Näringslivets Börskommittés rekommendationer avseende offentligt erbjudande om aktieförvärv samt offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m.m. (s.k. flaggningsregler). Till den första rekommendationen har under år 1991 gjorts vissa tillägg avseende fall då offentliga erbjudanden lämnas av ledande befattningshavare i det bolag som är föremål för uppköp (det s.k. målbolaget). Flaggningsrekommendationen har reviderats under år 1991, varvid bl.a. dess tillämpningsområde utvidgats till att avse värdepapper som i ett senare skede kan leda till aktieägande.

De nämnda förändringarna i Näringslivets Börskommittés rekommendationer har tillfogats det nya inregistreringskontraktet. Detsamma gäller fondbörsens rekommendation från år 1991 rörande vissa utköp av rörelse eller aktier från aktiemarknadsbolag m.m. (s.k. management buyouts, MBO). Denna kompletterar Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv.

Inregistreringskontraktets syfte är bl.a. att garantera en snabb och god informationsspridning. I enlighet härmed innehåller kontraktet en uppräkning av olika beslut och händelser som bolaget omedelbart skall informera börsen om och i de flesta fall även offentliggöra direkt. Detta gäller bl.a. delårsrapporter, resultatprognoser, årsbokslut, anmärkningar från revisorer, beslut om emissioner och viktigare personförändringar i bolaget. Vidare föreligger en allmän uppgiftsskyldighet för bolaget att omedelbart underrätta börsen om, och snarast offentliggöra, beslut eller inträffad händelse i övrigt som i icke oväsentlig grad kan påverka den bild av bolaget som skapats av föregående årsredovisning, delårsrapport eller annan uppgift om bolaget. Detsamma gäller om bolaget är moderbolag i en koncern och den nya omständigheten kan påverka bilden av koncernens situation. Skyldigheten att underrätta börsen och offentliggöra saken gäller även andra händelser eller beslut som kan påverka värderingen av de aktier som bolaget har inregistrerade vid börsen.

Motsvarighet till inregistreringskontraktet saknas vid inregistrering av andra fondpapper än aktier. Detta innebär att det för närvarande saknas närmare regler om informationsskyldighet när det gäller bl.a. emittenter av obligationer. Någon handel på Stockholms fondbörs i de obligationer som är inregistrerade där har dock, frånsett premieobligationslånen, inte förekommit förrän i slutet av år 1991 då en handel baserad på fondbörsens SAX-system inleddes. Denna handel avser ännu så länge främst obligationer emitterade av bostadslåneinstitut.

EG:s regler

EG:s bestämmelser motsvarande våra inregistreringsregler finns i direktiv 79/279/EEG av den 5 mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs — det s.k. första börsdirektivet, se *bilaga 11*.

Direktivet ställer upp olika minimivillkor som skall vara uppfyllda för att värdepapper skall få noteras officiellt vid fondbörs; officiell notering

motsvarar det i Sverige använda begreppet inregistrering. Dessutom föreskrivs att emittenterna skall lämna information om viktiga beslut och händelser som gäller den egna verksamheten eller värdepapperen i fråga. Också de senare kraven har formen av minimivillkor. Avsikten med minimikraven för officiell notering och informationsgivning är att ge dem som investerar i officiellt noterade värdepapper ett enhetligt grundskydd. Regelharmonisering skall också bidra till utvecklandet av en gemensam europeisk kapitalmarknad.

Direktivet är tillämpligt på värdepapper som antingen upptagits till officiell notering vid fondbörs inom EG eller är föremål för en ansökan om sådan notering.

De enskilda medlemsländerna har möjlighet att från direktivets tillämpningsområde undanta värdepapper utgivna av ett medlemsland eller dess offentliga myndigheter samt andelar i värdepappersfonder och bevis om delaktighet i liknande kollektiva investeringsformer.

Varje medlemsland skall utse en eller flera behöriga myndigheter (competent authorities) att fatta beslut i frågor om bl.a. upptagande av värdepapper till officiell notering och utföra andra uppgifter som direktivet anger. En börs kan utses till sådan behörig myndighet.

I bilagor till direktivet preciseras minimikraven för officiell notering och för emittentens informationsskyldighet m.m. Enskilda medlemsländer tillåts att ställa såväl strängare som ytterligare villkor för officiell notering än de som anges i bilagorna, under förutsättning att dessa villkor gäller generellt för samtliga emittenter eller grupper härav. Undantag från sådana hårdare eller ytterligare villkor får göras om likabehandlingsprincipen upprätthålls även vad gäller undantaget.

För officiell notering vid en fondbörs gäller i huvudsak följande villkor.

- Värdepapperen skall kunna *fritt överlåtas*.

- Värdepapper som getts ut av företag hemmahörande i ett annat EG-land skall, om papperen har *fysisk form*, överensstämma med de normer härför som uppställts i hemlandet. Värdepapper utgivna av företag från ett icke EG-land måste ha en sådan fysisk form att den innefattar ett tillräckligt skydd för investerarna.

- Det uppskattade *värdet* av aktier, för vilka officiell notering söks skall normalt motsvara minst en miljon ecu (ca 7,5 milj.kr.). Kan marknadsvärdet inte uppskattas, skall värdet i stället gälla företagets egna kapital, inkl. vinst eller förlust för det senaste räkenskapsåret. Den angivna värdegränsen får underskridas om det finns en tillräcklig marknad för aktierna. För räntebärande värdepapper, t.ex. obligationer, gäller som huvudregel att lånebeloppet inte får understiga 200 000 ecu (ca 1,5 milj.kr.).

- Företag som söker officiell notering av aktier skall enligt huvudregeln ha bedrivit *verksamhet* under minst *tre räkenskapsår*.

- Aktier skall vid tidpunkten för den officiella noteringen i tillräcklig mängd vara *spridda bland allmänheten* i ett eller flera EG-länder. Tillräcklig spridning skall alltid anses föreligga när minst 25 % av de

aktieslag som ansökan avser innehas av allmänheten; lägre spridningsandel tillåts om marknaden kan fungera utan störningar.

- Ansökan om officiell notering av aktier skall normalt avse alla utgivna aktier av *samma slag*.

- Aktier utgivna av företag i ett annat EG-land behöver inte vara officiellt noterade i hemlandet eller på annat håll. Aktier i företag utanför EG får däremot inte annat än i undantagsfall noteras inom EG om de inte är officiellt noterade antingen i hemlandet eller i det land där majoriteten av aktierna handlas.

I direktivet uppställda regler för företag och andra emittenter av officiellt noterade värdepapper innebär i huvudsak följande.

Företagen skall iaktta likabehandling av aktieägare och innehavare av andra värdepapper. Aktieägarna skall informeras om bolagsstämmor. Företagen skall också publicera förslag om utdelningar, nyemissioner m.m. Den behöriga myndigheten skall underrättas om bl.a. tilltänkta ändringar i bolagsordningar. Årsredovisningar skall offentliggöras så snart som möjligt. En allmän informationsplikt gäller beträffande verksamhetsförändringar som kan påverka företagets finansiella ställning eller värdepapperskurser. Emittenter, vars värdepapper är officiellt noterade både inom och utanför EG, skall se till att det i vederbörande EG-land offentliggörs information som är minst likvärdig med den som lämnas i icke-medlemsländer.

En behörig myndighets beslut att avslå en ansökan om officiell notering eller att avföra ett värdepapper från sådan notering skall kunna gå att få prövat av domstol. Detsamma gäller när beslut om godkännande för officiell notering inte har fattats inom sex månader från det att en fullständig ansökan härom getts in.

Personer som är eller har varit anställda vid en behörig myndighet skall vara underkastade tystnadsplikt beträffande all konfidentiell information som de fått i sin tjänst, om inte annat anges i lag. Direktivet föreskriver ett nära samarbete mellan medlemsländernas behöriga myndigheter. Tystnadsplikten hindrar inte det informationsutbyte mellan dessa myndigheter som därvid förutsätts äga rum. Den behöriga myndighet som mottar konfidentiell information skall se till att sekretessen för denna bevaras.

Ett direktiv från år 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggörs vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett bolag vars aktier är officiellt noterade vid en fondbörs (flaggningsdirektivet, se avsnitt 6) innehåller vissa tillägg till det första börsdirektivet. Dessa tillägg rör, vilket framgår redan av direktivets rubricering, bolagens informationsplikt i s.k. flaggningsfall.

Skälen för mitt förslag: Som tidigare nämnts skall inregistrering av fondpapper kunna ske vid en börs. Det dominerande syftet med inregistreringskraven är att tillförsäkra investerarna utförlig och riktig information om fondpapperen och dess utgivare. Detta uppnås genom att krav ställs på utgivarna att fortlöpande offentliggöra uppgifter om sin verksamhet och fondpapperen, att upprätta och offentliggöra prospekt i samband med inregistreringen (se avsnitt 3.1.9) och, om inregistreringen

avser aktier, upprätta och offentliggöra halvårsrapporter (se avsnitt 3.1.10). För att det skall kunna uppstå en regelbunden handel med fondpapperen ställs också vissa andra grundkrav på utgivaren och fondpapperen. Vid inregistrering av aktier krävs bl.a. att bolaget är av viss storlek och att aktierna har tillräcklig spridning. Vid inregistrering av obligationer krävs att lånet har viss minsta storlek.

Som värdepappersmarknadskommittén konstaterat överensstämmer de regler som i dag tillämpas för inregistrering av fondpapper vid Stockholms fondbörs till största delen med vad som gäller inom EG. En anpassning av sakinnehållet i dessa regler till EG:s minimikrav framstår därmed inte som särskilt komplicerad. Det är t.o.m. så att inregistreringskraven vid fondbörsen i vissa avseenden går längre än EG-direktivets. I direktivet finns t.ex. ingen motsvarighet till fondbörsens krav att aktiebolag skall uppfylla börsmässiga krav på soliditet, likviditet och lönsamhet. EG-direktivet kräver således inte någon egentlig kvalitetsprövning av utgivaren eller hans verksamhet. Å andra sidan finns det i direktivet föreskrifter som fondbörsen saknar. Fondbörsen har t.ex. inga regler om att utgivare av obligationer skall lämna information om sin verksamhet m.m. I likhet med kommittén anser jag att en anpassning av inregistreringsreglerna till EG:s minimikrav bör ske och att de nya reglerna skall gälla lika för alla börser.

Kommittén har valt att ta in fullständiga *inregistreringsvillkor* i sitt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet. Således innehåller lagförslaget inte bara de grundläggande principerna utan även sådana detaljföreskrifter som i dag återfinns i förordningen om Stockholms fondbörs. Kommitténs tanke med den ändrade ordningen är att emittenten och börsen direkt av lagen skall kunna utläsa vilka regler som gäller för att inregistrering skall få ske. Detta anser man vara särskilt viktigt med hänsyn till att även privatägda börser kommer att omfattas av bestämmelserna.

För egen del anser jag att den av kommittén valda systematiken innebär vissa olägenheter eftersom varje liten ändring i detaljreglerna måste underställas riksdagens prövning. De praktiska nackdelarna med en sådan lösning är enligt min mening större än de av kommittén angivna fördelarna med att ha samtliga inregistreringsregler samlade i lagen. Jag förordar därför att den nuvarande ordningen med allmänt hållna regler i lagen bibehålls. Således anges i mitt lagförslag den allmänna ramen för inregistreringskraven medan det överlämnas åt regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen att utforma detaljföreskrifterna. Dessa måste minst hålla den minimistandard inom detta område som EG har ställt upp. Det blir sedan en sak för varje enskild börs att avgöra om man vill tillämpa inregistreringskrav som är strängare än vad föreskrifterna anger.

De närmare bestämmelserna om *emittenternas informationsskyldighet* återfinns i dag i inregistreringskontrakten. Kommittén vill behålla denna ordning och därmed bevara den typ av självreglering som samspelet mellan börsen och emittenterna vilar på. Enligt kommitténs tolkning ger

dock inte EG:s regler utrymme för en ordning som innebär att emittenterna tillåts att påverka de informationsföreskrifter som avses i det första börsdirektivet. En sådan lösning som att informationsskyldigheten detaljregleras i författning avfärdas emellertid av kommittén. Härvid framhålls bl.a. att detaljerade regler på värdepappersmarknaden av effektivitetsskäl bör utarbetas så nära marknaden som möjligt och i samarbete med där verksamma organisationer. Också den möjligheten att börsen ensidigt får fastställa kontraktsinnehållet menar kommittén vara förenad med nackdelar.

Den lösning kommittén stannat för innebär att inspektionsmyndigheten - efter delegation - får möjlighet att medverka vid kontraktsförändringar dels för att kunna eventuellt påskynda en förändring, dels för att vid behov kunna påverka innehållet i kontraktet, om det inte skulle överensstämma med de krav som ställs upp inom EG. I ytterlighetsfall, där enighet inte kan nås mellan parterna och en ändring är angelägen, menar kommittén att inspektionen skall kunna ensidigt fastställa informationsskyldighetens innehåll.

Jag delar kommitténs uppfattning så långt, att grunden för emittenternas informationsplikt bör finnas i lagen. I fråga om detaljföreskrifterna förordar jag emellertid en annan modell än den kommittén stannat för. Här liksom i andra frågor är det viktigt att en smidig anpassning till EG:s minimivillkor kan komma till stånd. Det är också av vikt att det i detaljföreskrifterna uppställs krav som verkligen når upp till den minimistandard som EG-direktivet anger. Härom får inte råda någon tvekan. Sådan osäkerhet skulle kunna uppstå om varje enskild börs fick utforma regler som i alla enskildheter måste uppnå EG:s minimistandard. Därvid är att märka att man, som kommittén gjort, inte kan förutsätta att det kommer att finnas endast en börs för handel med aktier. Modellen måste kunna fungera även för det fall flera sådana börser etableras. För att säkerställa en smidig och tillförlitlig anpassning till EG-standarden bör därför regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen utfärda föreskrifter om informationslämnandet. Den grundläggande nivån på informationsskyldigheten, som måste iakttas vid alla börser, kommer därmed att läggas fast i dessa föreskrifter.

Med tanke på den kritik som framförts vid hearingen mot den lösning jag valt vill jag framhålla att *utrymmet för självreglering* när det gäller inregistreringsvillkor eller informationsskyldighet inte behöver bli mindre med mitt förslag än med den lösning kommittén förordat. Oavsett vilken regleringsmodell som väljs så måste EG:s minimistandard iakttas. Det är bara om föreskrifter meddelas som det sker någon inskränkning av området för självreglering jämfört med kommitténs uppläggning. Ett flertal remissinstanser har pekat på de goda erfarenheter av självreglering som vi har i Sverige och ansett att denna modell bör kunna förekomma även fortsättningsvis. Jag anser att detta är väl värt att pröva, vilket innebär att föreskrifter som meddelas med stöd av börslagstiftningen åtminstone inledningsvis bör följa EG:s minimistandard och inte mer, om inte särskilda skäl talar för strängare föreskrifter.

Utvecklingen av självregleringen bör följas noga av finansinspektionen. Om det skulle visa sig att det uppstår behov av att få till stånd en generell höjning av inregistreringskraven eller en förbättring av informationsgivning från emittenterna, bör inspektionen i första hand verka för att detta löses genom självreglering och, först om detta inte är genomförbart, ta initiativ till att föreskrifter meddelas.

Det ligger närmast till hands att finansinspektionen tilldelas uppgiften att närmare utforma *detaljföreskrifterna* både vad gäller inregistreringsvillkoren och informationsskyldigheten. Ett sådant förfarande har valts tidigare när det gällt att anpassa ett svenskt regelsystem till EG-normer med detaljerat och omfattande innehåll. Jag tänker här på den nya lagstiftning om värdepappersfonder som trädde i kraft vid årsskiftet 1990/91. Förfarandet har praktiska fördelar; bl.a. kan finansinspektionen relativt enkelt och snabbt utfärda föreskrifter. Denna flexibilitet kan visa sig värdefull framöver med den ökande internationella integreringen.

Finansinspektionen får förutsättas följa den utveckling av reglerna som kan komma att ske inom ramen för det avsedda EES-samarbetet och därvid se till att föreskrifterna fortlöpande anpassas till de regeländringar som sker.

Om inregistrerings- och informationskraven nu preciseras i föreskrifter, så hindrar detta naturligtvis inte att systemet med inregistreringskontrakt lever vidare. I kontrakten kan behöva tas in bestämmelser som kompletterar föreskrifterna eller anger högre krav än vad dessa innehåller. Det finns naturligtvis också möjlighet att i inregistreringskontrakten ta in bestämmelser i andra frågor än de nu nämnda som börsen och emittenterna kan ha intresse av att få reglerade sinsemellan såsom avgiftsuttag, sanktionsbestämmelser och hur eventuella tvister skall lösas.

Som tidigare anförts (avsnitt 3.1.7) skall varje enskild börs besluta om inregistrering av fondpapper där. I konsekvens härmed bör även beslut om *avregistrering* fattas av börsen. Även i fråga om *sanktioner* mot emittenter som bryter mot informationsskyldigheten bör börsen ha beslutanderätten. Denna fråga behandlas närmare i ett senare avsnitt (3.6)

En anpassning av den svenska börslagstiftningen till EG:s regler kräver att det införs en rätt att få börsers beslut om avslag på ansökan om inregistrering och om avregistrering domstolsprövade. En regel härom bör tas in i börslagstiftningen.

Ett vanligt förekommande *villkor vid obligationslån* som tas upp på den allmänna marknaden, bl.a. av bostadsfinansieringsinstituten, är att obligationerna skall inregistreras vid Stockholms fondbörs. Villkoret har sin grund i att vissa placerare får förvärva obligationerna endast om de är inregistrerade vid fondbörsen. Inregistrering kan också utgöra en förutsättning för att obligationerna skall vara möjliga att pantsätta. I en skrivelse till finansdepartementet den 21 december 1990 (dnr 6855/89) har Svenska Bankföreningen - med hänvisning till att börsmonopolet upphävs och möjlighet skapas för etablering av nya börser - hemställt att

det i den nya börslagstiftningen tas in en övergångsregel som gör det möjligt för emittenter av obligationslån med angivet villkor att i stället inregistrera obligationerna vid annan svensk börs än Stockholms fondbörs, om detta skulle vara mer fördelaktigt från ekonomiska och marknadsmässiga synpunkter. Härigenom skulle också, enligt föreningen, kvardröjande effekter av börsmonopolet undvikas. OM har anslutit sig till bankföreningens förslag. I övrigt har ingen yttrat sig över detta.

Obligationsvillkoren utgör ett privaträttsligt avtal mellan emittenten och långivarna, dvs. köpare av obligationerna. Ändring av villkoren kräver normalt godkännande från samtliga obligationsinnehavare. En lagregel av det slag som bankföreningen önskar skulle innebära att ingrepp gjordes i avtalsförhållandet mellan emittenten och obligationsinnehavarna. I och för sig kan den nya börslagstiftningen medföra att förutsättningarna för det ifrågavarande villkoret om inregistrering vid Stockholms fondbörs ändras, om nya börser etableras. Frågan är dock om dessa omständigheter verkligen kan motivera att lagstiftaren griper in i enskilda avtalsförhållanden, särskilt som det inte kan uteslutas att den efterfrågade ändringen, om den genomförs, riskerar att medföra försämringar för obligationsinnehavarna. Inregistrering vid en "mindre" börs än fondbörsen skulle kunna innebära minskad likviditet i handeln med obligationerna, vilket betyder att de som innehar obligationerna får svårare att omsätta dem och att prisbildningen blir mer osäker. Detta skulle visserligen också drabba emittenten på så sätt att det kan bli svårare för honom att finna avnämare till nya obligationslån om det visar sig att andrahandsmarknaden för tidigare lån inte fungerar tillfredsställande. Å andra sidan kan emittenten välja inregistrering på en annan mer likvid marknad för de nya lånen. Härtill kommer att möjlighet alltid finns för emittenten att inhämta godkännande från obligationsinnehavarna till en ändring av det aktuella lånevillkoret, även om det beträffande vissa lån med större spridning, skulle innebära en del administrativa problem.

Enligt min mening föreligger det inte tillräckligt starka skäl för att ta in en sådan övergångsregel som bankföreningen förordat.

Börsverksamhet skall enligt mitt förslag kunna drivas av bl.a. aktiebolag. En fråga som följer härav är om *aktierna i ett börsdrivande bolag* skall kunna inregistreras vid en börs och därmed bli föremål för handel där. Ur bolagets synvinkel kan det finnas flera väsentliga fördelar med en inregistrering av aktierna, bl.a. kan detta underlätta bolagets kapitalförsörjning och bidra till en ökad spridning av ägandet i bolaget. Jag ser heller inte några hinder av allmän karaktär mot att en inregistrering av och börshandel med ett börsdrivande bolags aktier sker. Dock uppstår speciella problem om inregistrering skulle göras vid den egna börsen. Av vad som tidigare anförts framgår att det skall åligga börsen att bl.a. besluta om avregistrering av aktier och om sanktioner mot bolag som inte iakttar inregistreringsvillkoren. Om det börsdrivande bolagets egna aktier fick inregistreras vid börsen så skulle det innebära att börsen fick besluta i nämnda frågor rörande de egna aktierna. Detta vore enligt min mening

uppenbart olämpligt. Detsamma gäller om aktier i det börsdrivande bolaget, utan inregistrering, skulle noteras vid den egna börsen. Däremot torde den här typen av intressekonflikter inte uppstå om börsens aktier noteras vid en annan marknadsplats här i landet eller i utlandet.

Aktiebolagskommittén har bl.a. mot bakgrund av kravet i EG:s första börsdirektiv på att officiellt noterade värdepapper skall kunna *fritt överlåtas* föreslagit att systemet med bundna aktier avskaffas (SOU 1992:13).

3.1.9 Börsprospekt

Mitt förslag: Skyldigheten för en emittent att vid inregistrering av värdepapper upprätta och offentliggöra en särskild redogörelse för sina förhållanden, s.k. prospekt, utvidgas till att omfatta samtliga emittenter av fondpapper utom staten. Prospekt behöver inte heller upprättas vid inregistrering av andelar i en värdepappersfond.

Inregistrering av fondpapperen vid börsen får inte ske förrän prospektet har godkänts av börsen och därefter offentliggjorts.

Sakinnehållet i prospektbestämmelserna anpassas till minimireglerna i EG:s andra börsdirektiv.

Kommitténs förslag överensstämmer i princip med mitt.
Remissinstanserna lämnar kommitténs förslag utan erinran.

Bakgrund

Nuvarande regler

Enligt 13 § förordningen om Stockholms fondbörs skall aktiebolag i samband med ansökan om inregistrering av bolagets aktier vid fondbörsen offentliggöra en särskild redogörelse för bolagets förhållanden. Denna redogörelse kallas introduktionsprospekt. Ett prospekt behöver bara lämnas om börsstyrelsen finner skäl till det.

Introduktionsprospektet skall innehålla de uppgifter som skall finnas i ett emissionsprospekt enligt 4 kap. 20-22 och 24 §§ aktiebolagslagen. Detta betyder i korthet att prospektet skall innehålla bl.a. balansräkningar för de tre senaste åren, koncernresultat, upplysningar av betydelse för en bedömning av bolagets verksamhetsresultat, uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer, och ledande befattningshavare samt redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier. Uppgifterna skall granskas av bolagets revisorer och deras berättelser över granskningen skall tas in i prospektet. Vid utformningen av ett introduktionsprospekt beaktas också regelmässigt Näringslivets Börskommittés rekommendation från år 1986 om utformning av prospekt. Styrelsen för börsen har möjlighet att medge partiell befrielse från skyldigheten att lämna uppgifter och kan också kräva ytterligare upp-

gifter. För utländska bolag vilkas aktier redan är officiellt noterade vid en etablerad börs eller annan likvärdig marknadsplats i utlandet tillämpar fondbörsen något flexiblare regler.

EG:s regler

Inom EG antogs år 1980 ett andra börsdirektiv, dvs. direktiv 80/390/EEG av den 17 mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs, se *bilaga 12*.

Det andra börsdirektivet syftar till att underlätta för företag inom EG att notera sina värdepapper vid börser i flera medlemsländer. De aktuella kraven syftar också till att garantera att investerarna i de olika medlemsländerna får tillgång till likvärdig information om företagen och dess värdepapper. Denna information skall hålla viss standard och vara så objektiv som möjligt.

Direktivet är tillämpligt på värdepapper som är föremål för ansökan om officiell notering vid en fondbörs i ett EG-land. Undantagna är dock statspapper samt andelar i värdepappersfonder och bevis om delaktighet i likartade kollektiva investeringsformer.

Varje EG-land skall utse en eller flera behöriga myndigheter (competent authorities) med uppgift att granska de ifrågavarande prospekten. En börs kan utses till behörig myndighet.

Ansökan om officiell notering får inte bifallas förrän ett prospekt har godkänts av den behöriga myndigheten och offentliggjorts. Godkännande får endast lämnas om prospektet innehåller minst de uppgifter som anges i direktivet. Om revisionsberättelse skall ingå i prospektet skall även den granskas.

Enligt direktivets allmänna regel skall prospektet innehålla den information som allt efter slaget av utgivare och arten av de värdepapper för vilka inregistrering söks, fordras för att investerare och deras rådgivare skall kunna bilda sig en välgrundad uppfattning om utgivarens tillgångar och skulder, finansiella ställning, vinster och förluster och framtidsutsikter. Generellt gäller att prospektets innehåll skall vara lätt analyserbart och så utförligt som möjligt. I särskilda bilagor till direktivet redovisas i detalj de uppgifter som skall finnas med i ett prospekt. Separata uppräkningar görs däri för aktier, skuldebrev (obligationer m.m.) och bevis som representerar aktier. Bl.a. skall prospektet innehålla uppgifter om vilka som är ansvariga för introduktionen och för revisionen av utgivaren, allmänna upplysningar om utgivaren och hans ekonomiska ställning och verksamhet samt mer ingående uppgifter om de ekonomiska förhållandena under de tre senaste åren.

Ett medlemsland har möjlighet att ge den behöriga myndigheten befogenhet att medge undantag från prospektskyldigheten, helt eller delvis, i vissa särskilt angivna fall.

En behörig myndighet kan tillåta att viss information inte redovisas. Bl.a. gäller detta upplysningar som är av ringa betydelse och information vars offentliggörande skulle strida mot allmänna intressen eller skada utgivaren. I det senare fallet får dock utelämnande inte ske om detta kan antas vilseleda allmänheten rörande förhållanden som är nödvändiga att känna till vid en uppskattning av de ifrågavarande värdepapperens värde.

Direktivet lämnar också utrymme för de behöriga myndigheterna att i särskilda fall medge att prospektets innehåll görs mindre omfattande.

Prospekten skall, som nämnts, normalt offentliggöras innan officiell notering kan ske. I vilka former offentliggörandet skall ske regleras i direktivet.

Innehållet i det andra börsdirektivet har ändrats genom två senare direktiv. Det första är direktiv 87/345/EEG av den 22 juni 1987 om ändring av direktiv 80/390/EEG om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs, se *bilaga 13*, innehåller regler om ömsesidigt godtagande av börsprospekt mellan medlemsländer. Vidare finns bestämmelser som anger vilket lands behöriga myndighet som skall granska och godkänna ett prospekt i de fall ansökan om officiell notering vid fondbörs görs samtidigt i flera EG-länder. Här finns också regler om sekretess hos de behöriga myndigheterna och om överenskommelser med icke EG-länder om ömsesidigt godtagande av prospekt.

Det andra ändringsdirektivet är direktiv 90/211/EEG av den 23 april 1990 om ändring av direktiv 80/390/EEG såvitt avser ömsesidigt godtagande av prospekt för erbjudande till allmänheten som prospekt för notering av värdepapper vid fondbörs, se *bilaga 14*. Syftet med direktivet är att prospekt vid erbjudanden av värdepapper till allmänheten, som uppfyller fordringarna enligt 1989 års prospektdirektiv (se avsnitt 5), skall kunna godtas som prospekt vid ansökan om officiell notering vid fondbörs.

Prospekt över värdepapper som bjuds ut till allmänheten (public-offer prospectus) och som är högst tre månader gammalt skall godtas som börsprospekt (listing particulars) i övriga EG-länder, oavsett i vilket medlemsland prospektet godkänts som prospekt vid offentligt erbjudande. Dock kan den behöriga myndigheten kräva att prospektet översätts och även kompletteras med viss information som är specifik för det land där den officiella noteringen skall ske.

Skälen för mitt förslag: En anpassning till EG:s regler kräver att skyldigheten att upprätta prospekt vid inregistrering av värdepapper vid börs utvidgas till att avse alla typer av fondpapper. I överensstämmelse med EG:s regler undantas dock staten från denna skyldighet. Detsamma gäller i fråga om sådana fondpapper som utgör andelar i en värdepappersfond; behovet av information om värdepappersfonder och andelar i dessa är redan tillgodosett genom de bestämmelser som finns i lagen om värdepappersfonder.

I övrigt bör bestämmelserna om prospektet anpassas till föreskrifterna i EG:s andra börsdirektiv. Enligt dessa skall prospektet granskas och godkännas samt därefter offentliggöras innan inregistrering får ske. Granskningen och godkännandet skall avse att prospektet innehåller de uppgifter som krävs. Det är således inte fråga om att kontrollera huruvida sakuppgifterna är riktiga. Som nämnts skall börsen besluta om inregistrering av fondpapper vid börsen. Uppgiften att granska och godkänna prospekt bör därför tilldelas börsen.

I den nuvarande lagstiftningen har den aktuella typen av prospekt åsatts beteckningen introduktionsprospekt. För att lättare skilja dessa prospekt från dels sådana som skall upprättas enligt bestämmelserna i aktiebolagslagen (emissionsprospekt), dels sådana som, enligt vad som nedan framgår, föreslås bli obligatoriska vid erbjudanden till allmänheten, anser jag att ifrågavarande prospekt i stället bör benämnas börsprospekt. Härigenom framgår också tydligare sambandet med inregistreringen av värdepapperen vid börs, vilket otvivelaktigt är en väsentlig information. Det finns även anledning att undvika ordet introduktion i prospektnamnet eftersom skyldigheten att upprätta prospekt inte endast gäller då en emittent för första gången (introduktionen) låter inregistrera värdepapper vid en börs utan även vid senare inregistreringar av nyemitterade fondpapper.

I överensstämmelse med den ordning som förespråkats beträffande inregistreringsreglerna bör lagen innehålla enbart den grundläggande ramen för skyldigheten att upprätta prospekt vid inregistrering och för innehållet i sådant prospekt. När det gäller detaljföreskrifterna bör regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen utfärda sådana.

Det ligger närmast till hands att finansinspektionen också på det här området får uppgiften att närmare utforma föreskrifterna, vilka minst skall vara i nivå med minimikraven i EG:s andra börsdirektiv.

Kommittén har, bl.a. för sådana fall där emission av fondpapper sker i samband ansökan om inregistrering vid börs, föreslagit att det prospekt som skall offentliggöras vid inregistreringen också skall innehålla en presentation av underlaget för kursens bestämmande och uppgift om vilka principer som gäller för fördelningen av fondpapperen (se 36 § andra stycket i kommitténs förslag till lag om börs- och clearingverksamhet). Förslaget är inte påkallat av EG-anpassningen av prospektreglerna. Om det skulle visa sig att sådana upplysningar behövs i ett börsprospekt, kan ett krav på detta lämpligen tas in i detaljföreskrifterna om prospektinnehållet.

Mitt förslag: Aktiebolag vilkas aktier är inregistrerade vid en börs skall avge halvårsrapporter om verksamheten och resultatet avseende de första sex månaderna av varje räkenskapsår.

Sakinnehållet i reglerna anpassas till minimireglerna i EG:s tredje börsdirektiv.

Kommitténs förslag: Kommittén föreslår att bolag vilkas aktier är inregistrerade vid en börs skall följa aktiebolagslagens regler om delårsrapporter.

Remissinstanserna lämnar kommitténs förslag utan erinran.

Hearingsynpunkter: *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* invänder mot kravet på halvårsrapporter, och menar att två delårsrapporter bör kunna ersätta en halvårsrapport, samt mot att en börs skall få medge anstånd i vissa fall.

Bakgrund

Nuvarande regler

Enligt 11 kap. 12 § första stycket aktiebolagslagen skall aktiebolag som är skyldiga att ha en auktoriserad revisor - dvs. större aktiebolag, däribland de bolag som har aktier eller skuldebrev noterade vid Stockholms fondbörs - avge minst en delårsrapport under räkenskapsår som omfattar mer än tio månader. Skyldigheten att avge delårsrapporter har införts därför att en rapportering av de större bolagens verksamhet endast en gång per år inte ansetts tillgodose behovet av information i tillräcklig grad.

Delårsrapporterna skall avse bolagets verksamhet från räkenskapsårets början. Minst en av delårsrapporterna skall omfatta minst 1/2 och högst 2/3 av räkenskapsåret.

I delårsrapporten skall översiktligt redogöras för verksamheten och resultatutvecklingen i denna samt för investeringar och förändringar i likviditetet och finansiering sedan det föregående räkenskapsårets utgång. Vidare skall lämnas beloppsuppgift om omsättningen och resultatet före bokslutsdispositioner och skatt under rapporttiden. Om särskilda skäl föreligger, får en ungefärlig beloppsuppgift beträffande resultatet lämnas. Motsvarande uppgifter för samma rapportperiod under föregående räkenskapsår skall lämnas om inte särskilda hinder möter mot detta. Rapporten skall sändas till de aktieägare som begär det.

För bankaktiebolag finns bestämmelser om delårsrapport i 4 kap. 12-14 §§ bankrörelselagen (1987:617). Dessa bestämmelser överensstämmer i stort med aktiebolagslagens regler.

EG:s tredje börsdirektiv, dvs. direktiv 82/121/EEG av den 15 februari 1982 om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs, se *bilaga 15*, innehåller bestämmelser om halvårsrapporter. Reglerna syftar till att säkerställa att investerare i aktier får en korrekt och regelbunden information från bolag vars aktier är börsnoterade.

Direktivet föreskriver att bolag vilkas aktier är officiellt noterade vid fondbörs skall offentliggöra halvårsrapporter som innehåller uppgifter om verksamheten och resultatet under de första sex månaderna av räkenskapsåret. De krav som ställs beträffande offentliggörande och innehåll i rapporterna har formen av minimikrav, vilket innebär att medlemsländerna kan besluta om bestämmelser som är strängare förutsatt att de tillämpas generellt.

Halvårsrapporten skall avse det första halvåret av varje räkenskapsår. Den skall innehålla siffermaterial och en förklarande redogörelse för bolagets verksamhet samt rörelseresultat. I tabellform skall redovisas bolagets nettoomsättning samt rörelseresultat före eller efter skatt.

Varje medlemsland skall utse en eller flera behöriga myndigheter (competent authorities) att handlägga frågor som direktivet föreskriver.

Medlemsländerna får medge att deras egna behöriga myndigheter tillåter bolag att lämna endast uppskattade belopp för rörelseresultatet. Detta är dock tillåtet endast i de fall då värdepapperen inte är officiellt börsnoterade i fler än ett EG-land.

För varje sifferuppgift skall redovisas motsvarande siffror för samma period under det föregående räkenskapsåret. Rapporten skall i förekommande fall innehålla uppgifter om interimistisk utdelning. Vidare skall en prognos lämnas för företagets utveckling under det pågående räkenskapsåret.

I fall då den redovisade informationen varit föremål för revision skall revisionsberättelsen med eventuella anmärkningar i sin helhet tas in i halvårsrapporten.

Efter medgivande av den behöriga myndigheten får ett bolag utelämna vissa annars obligatoriska uppgifter i halvårsrapporten. Sådan dispens får ges endast om ett offentliggörande av uppgifterna bedöms strida mot allmänna intressen eller allvarligt skada bolaget. I det senare fallet får dock information inte undanhållas, om detta skulle kunna vilseleda allmänheten rörande förhållanden som är viktiga att känna till vid en uppskattning av värdet på bolagets aktier.

Halvårsrapporten skall offentliggöras i varje EG-land där aktierna är börsnoterade. Detta skall ske i någon av de former som beskrivs i direktivet. En kopia av rapporten skall samtidigt sändas in till den behöriga myndigheten i avsedda länder. Offentliggörandet skall ske inom fyra månader från utgången av den aktuella halvårsperioden.

Om ett företag från ett icke EG-land offentliggör en halvårsrapport i ett land utanför EG får den behöriga myndigheten i ett EG-land där företagets aktier är noterade tillåta företaget att offentliggöra denna rapport i stället för den halvårsrapport som direktivet föreskriver. Detta

gäller dock endast under förutsättning att informationen är likvärdig med den som skulle ha presenterats ifall direktivets regler följts.

Bolag som lämnar koncernredovisning får offentliggöra sina halvårsrapporter antingen i konsoliderad eller icke-konsoliderad form, dvs. avseende koncernen eller enbart bolaget.

Skälen för mitt förslag: I fråga om detaljinnehållet i delårsrapporter överensstämmer aktiebolagslagens krav i huvudsak med EG-direktivets. Till skillnad mot aktiebolagslagen ger EG-direktivet ingen möjlighet att variera den tidsperiod som rapporten avser, utan rapporten skall alltid avse de första sex månaderna av räkenskapsåret. En fördel med att rapporterna avser samma tidsperiod är att det blir lättare för investerarna att jämföra olika bolags resultat.

Reglerna i den nya börslagstiftningen bör även på denna punkt anpassas fullständigt till vad som gäller inom EG. Det kan noteras att de svenska bolag vilkas aktier är officiellt börsnoterade inom EG-området redan i dag är skyldiga att avge halvårsrapporter som uppfyller EG-direktivets krav, eftersom skyldigheten omfattar inte bara bolag från EG-länderna utan även bolag från ett icke-medlemsland. Att, som Sveriges Aktiesparares Riksförbund föreslår, ersätta halvårsrapporten med två delårsrapporter är med andra ord inte möjligt. Anledning att helt avhända en börs möjligheten att medge anstånd med offentliggörande av en halvårsrapport i särskilda fall, vilket EG:s direktiv ger utrymme för, finns enligt min mening inte. Inte heller i det avseendet bör därför förbundets önskemål villfaras.

Att skyldigheten att avge halvårsrapporter enligt lagen begränsas till bolag vilkas aktier är *inregistrerade* vid en börs bör inte avhålla börsen från att ställa samma krav även beträffande andra bolag vilkas aktier noteras där. Om samma krav gäller för alla noterade bolag så underlättar det för investerarna att göra jämförelser mellan bolagens rapporter.

I likhet med den lagstiftningsteknik som valts beträffande bestämmelserna om inregistrering och börsprospekt bör i lagen endast finnas en allmänt hållen regel om skyldighet att avge halvårsrapporter. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen bör utforma de detaljföreskrifter som behövs för en harmonisering med EG-direktivets regler. Även på det här området ligger det närmast till hands att lägga uppgiften att utforma detaljföreskrifterna på finansinspektionen.

3.1.11 Förutsättningar för notering och handel med ej inregistrerade fondpapper

Mitt förslag: En börs får tillåta notering och handel vid börsen med fondpapper som inte inregistreras endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för fondpapperen i fråga och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med dessa.

Utgivaren av fondpapperen skall fortlöpande informera börsen om sin verksamhet och offentliggöra upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

Kommittén har inget förslag i denna del.

Remissinstanserna uttalar sig inte i frågan.

Hearingsynpunkter: *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* hävdar att kraven för fondpapper som inte inregistreras bör vara högre än de som gäller för sådana som inregistreras. Som motiv härför anger förbundet att det är just beträffande företag som emitterar fondpapper som inte inregistreras som problem uppkommer.

Skälen för mitt förslag: Kvalitet i börshandeln kretsar i hög grad kring frågan om likviditetsaspekten, dvs. frågan om värdepapperens omsättningsbarhet. En god likviditet - tillsammans med fullödig information - utgör förutsättningar för att den prisbild som lämnas av börsen är rimligt tillförlitlig. Beträffande sådana fondpapper som inregistreras vid börsen fungerar det tidigare avhandlade inregistreringsförfarandet som en kontroll där de nämnda aspekterna vägs in.

En sund börsverksamhet kräver enligt min mening att det även beträffande fondpapper som ej blir föremål för inregistrering görs en viss prövning av om förutsättningar föreligger för att det skall kunna utvecklas en regelbunden handel i fondpapperen. Denna prövning måste göras innan börsen ger tillåtelse att fondpapperen får upptas till notering.

Den avsedda prövningen skall utgå från samma grunder som den prövning som görs vid en inregistrering. Det kan därför vara lämpligt att ramen för dessa prövningar anges på liknande sätt. Således bör vid prövningen av fondpapper som ej är föremål för inregistrering hänsyn tas till marknadsförhållandena för det fondpapper som avses och andra omständigheter av betydelse för en ändamålsenlig handel. Den huvudsakliga skillnaden mellan inregistrerade och icke-inregistrerade fondpapper torde komma att avse storleken på företaget som gett ut fondpapperen och spridningen av dessa. Beträffande krav på information från utgivaren av fondpapperen bör i huvudsak samma krav kunna ställas som för utgivare av inregistrerade fondpapper.

Det bör överlämnas åt varje enskild börs att - med utgångspunkt i den angivna ramen - närmare ange vilka krav som skall vara uppfyllda för att fondpapperen skall upptas till notering och meddela bestämmelser om utgivarens informationsskyldighet. På finansinspektionen får ankomma att

vid auktorisationsprövningen och den löpande tillsynen av börsen kontrollera att dessa krav är tillfredsställande utformade och att de sedan också efterlevs.

3.1.12 Rapporteringsskyldighet och information om handeln

Mitt förslag: Varje börsmedlem skall till börsen rapportera avslut i vid börsen noterade finansiella instrument som han har gjort utanför börsen för egen eller annans räkning. I fråga om inregistrerade fondpapper skall samma skyldighet gälla även för värdepappersinstitut som inte är medlemmar vid den börs där fondpapperen är inregistrerade.

Om det vid en auktoriserad marknadsplats förekommer handel med fondpapper som är inregistrerade vid en börs, skall marknadsplatsen till börsen rapportera avslut i dessa fondpapper som gjorts vid marknadsplatsen eller som anmälts dit.

En börs skall offentliggöra information om köpanbud, säljanbud, betalkurser och omsättning beträffande de finansiella instrument som noteras vid börsen.

Kommitténs förslag överensstämmer, frånsett rapporteringsskyldigheten för auktoriserad marknadsplats, med mitt.

Remissinstanserna: Några invändningar mot kommitténs förslag i denna fråga framförs inte.

Skälen för mitt förslag: Handel med fondpapper som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs kan ske också utanför fondbörsen. Detta gäller även de aktier som inte är officiellt noterade vid fondbörsen, dvs. OTC- och O-listeaktierna. Som tidigare nämnts sker all aktiehandel vid fondbörsen i dess datorbaserade system för automatiskt sammanförande av köp- och säljorder till avslut (SAX-systemet). Övergången till handel i SAX-systemet innebär att en viss form av börstvång kan sägas ha blivit införd vid fondbörsen. Med börstvång avses skyldighet att genomföra värdepappersaffärer över börsen. Enligt de handelsregler som gäller för SAX-systemet är den som är ansluten till detta och vill göra affärer som volymmässigt understiger 100 börsposter skyldig att lägga in ordern i det automatiska handelssystemet. Vidare gäller att avslut som avser affärer på mellan 100 och 500 börsposter får göras utanför systemet men priset får inte ligga utanför kursintervallet, dvs. fr.o.m. den högsta köpkurs t.o.m. den lägsta säljkurs som vid var tid finns registrerad i SAX orderbok för visst aktieslag. Avslut som rör affärer överstigande 500 börsposter får ske utanför systemet och till vilka priser som helst. För mindre bolag gäller lägre börspostnivåer än de här angivna. Rapportering av den handel som sker utanför SAX-systemet måste - under tid då systemet är öppet för handel - ske inom fem minuter från det att avslut skett. Rapportering av avslut som skett under tid då SAX är stängt skall ske inom 30 minuter från marknadens öppnande närmast följande börsdag.

Handel utanför marknadsplatsen är också tillåten vid OM. De avslut som görs utanför marknadsplatsen rapporteras till clearingorganisationen under dagen eller kvällen. Alla avslut registreras i det elektroniska informationssystemet och blir därmed kända för marknaden samma dag. Sådana efteranmälda affärer får i regel inte avvika från aktuella köp- resp. säljkurser.

Kommittén har övervägt frågan om införande av börstvång men stannat för att inte lägga fram något förslag härom. Nackdelarna med ett sådant system har ansetts väga över fördelarna. Detta är också min uppfattning. Emellertid finns starka skäl att försöka skapa en ordning som ökar genomlysningen av handeln med börsnoterade värdepapper eftersom information om handeln, som jag inledningsvis anförde, är av stor betydelse för aktörernas investeringsbeslut. I likhet med kommittén anser jag att ansträngningarna i stället för börstvång bör inriktas på att förbättra informationen om den handel som äger rum utanför börserna. Detta kan ske genom föreskrifter om skyldighet att till börsen rapportera de avslut som skett utanför denna. En sådan rapporteringsskyldighet underlättas av att rapporteringen i regel torde kunna ske på elektronisk väg till börsens handels- eller informationssystem. Eftersom börsinformationen i dag sprids via olika data- och kommunikationssystem finns förutsättningar för att den också snabbt kan göras allmänt känd.

Jag föreslår därför att börsmedlemmar skall vara skyldiga att till börsen rapportera avslut i finansiella instrument som gjorts utanför börsen för egen eller annans räkning och som avser sådana finansiella instrument som noteras vid börsen.

Fråga är om rapporteringsplikt också bör åläggas den som inte är börsmedlem. En emittent som låter inregistrera sina fondpapper vid en börs har ett intresse av att få kunskap om handeln med dessa, eftersom handeln, både pris- och volymmässigt, speglar marknadens uppfattning om emittenten i olika avseenden. Samma intresse har naturligtvis marknaden i övrigt. För fondpapper som är inregistrerade vid en börs bör därför enligt min mening högsta möjliga genomlysning eftersträvas. För att detta skall kunna åstadkommas bör även värdepappersinstitut som inte är börsmedlemmar inrapportera avslut i sådana fondpapper till den eller de börser där fondpapperen är inregistrerade.

Som jag senare kommer till (avsnitt 3.2.1) skall notering och handel vid en auktoriserad marknadsplats kunna avse även sådana fondpapper som samtidigt är noterade vid en börs. För att säkerställa intresset av att informationen om handeln i inregistrerade fondpapper blir så koncentrerad och fullständig som möjligt, bör även avslut i sådana fondpapper som sker vid en auktoriserad marknadsplats eller som anmälts dit inrapporteras till börsen. Denna rapportering bör ombesörjas av marknadsplatsen.

Som huvudprincip för börsmedlemmars rapportering till börsen av värdepappersaffärer som ägt rum utanför denna bör gälla att rapporteringen skall ske omedelbart eller inom viss kortare tid. Hur lång tid som kan tillåtas att förflyta mellan avslutet och inrapporteringen kan variera beroende på hur handeln är organiserad och vilka tekniska hjälpmedel

som börsen och medlemmarna disponerar. Självfallet har det också betydelse när under dygnet som sidoaffären genomförs. Det får ankomma på varje börs att ställa upp de regler för rapporteringen som behövs. En uppgift för finansinspektionen är att vid auktorisationsprövning och tillsyn av börserna kontrollera att rapporteringsrutinerna är tillfredsställande ur marknadssynpunkt.

Av värdepappersinstitut som inte är börsmedlemmar kan inte krävas samma omedelbarhet i rapportering som för börsmedlemmar, eftersom dessa värdepappersinstitut i allmänhet inte torde ha lika effektiva kommunikationsvägar med börsen.

Inrapportering av avslut från auktoriserad marknadsplats till börs bör ske vid åtminstone ett eller ett par tillfällen per dag. En grund för att kräva tätare inrapportering än så kan vara att handeln vid en auktoriserad marknadsplats i inregistrerade fondpapper är omfattande. Om datorförbindelser eller liknande kommunikationer finns mellan marknadsplatsen och börsen bör t.o.m. en i princip löpande rapportering kunna fordras.

Inrapporteringsskyldigheten bör vad gäller börsmedlemmar och auktoriserade marknadsplatser framgå av börslagstiftningen, medan skyldigheten för värdepappersinstitut som inte är börsmedlemmar bör tas in i lagen om värdepappersrörelse.

Till en börs centrala uppgifter hör att sprida information i olika avseenden om handeln vid börsen. Den avslutsinformation som här är av intresse är betalkurser och omsättningsuppgifter, men även köp- och säljkurser för de finansiella instrument som är föremål för handel vid börsen är av intresse för alla aktörer på marknaden. Som Sveriges Försäkringsförbund framhållit är det lika viktigt för stora placerare som för små placerare att handeln präglas av god genomlysning. Den nämnda informationen bör således lämnas till såväl börsmedlemmar som marknaden i övrigt. Som huvudregel bör gälla att informationen skall lämnas omedelbart, dvs. så snart den finns tillgänglig för börsen. Är handeln vid en börs organiserad som orderdriven marknad, t.ex. i datorsystem med automatisk avslutsfunktion, torde informationen kunna lämnas i princip omedelbart.

Avvikelser från huvudregeln om en omedelbar redovisning av information om handeln kan dock tänkas om kravet på omedelbarhet skulle minska handelns effektivitet. Handel som är organiserad som en marknadsgarantsmarknad förutsätter i regel en viss tidsförskjutning av avslutsinformationen för att det skall finnas tillräckligt incitament för deltagande marknadsgaranter att förbinda sig att köpa och sälja värdepapper för egen räkning. En omedelbar redovisning av betalkurser och omsättningsuppgifter skulle försämra eller rent av omöjliggöra handeln för marknadsgaranter. Handeln vid en börs bör kunna organiseras på många olika sätt och jag ser inget skäl att lagstiftningen skall sätta onödiga hinder för t.ex. marknadsgarantshandel vid en börs, om den typen av handel kan bedrivas under effektiva former. Kravet på god genomlysning får därför vägas mot intresset av att börshandel skall kunna bedrivas effektivt och i olika former.

Med vilken tidsfördröjning avslutsinformationen kan lämnas till övriga aktörer och allmänheten är något som varje börs får avgöra. Vid såväl auktorisationsprövning som tillsyn bör finansinspektionen förvissa sig om att genomlysningen av handeln vid varje enskild börs är så god som det kan krävas med hänsyn till hur handeln är organiserad.

Information om handeln, utöver kurser och volymer, som börsen lämnar till medlemmarna behöver inte nödvändigtvis spridas också till en vidare krets. Det är enligt min mening tillräckligt att det krav på offentliggörande av information om handeln som bör ställas på en börs begränsas till nämnda förhållanden. Således bör det t.ex. tillåtas att information om vilka börsmedlemmar som står bakom avgivna köp- och säljanbud (kontrahentinformationen) förbehålls medlemmarna. En sådan selektiv destinering av informationen förekommer i dag vid Stockholms fondbörs.

3.2 Auktoriserad marknadsplats

3.2.1 Auktorisationskrav m.m.

Mitt förslag: På en auktoriserad marknadsplats får finansiella instrument noteras och handlas. Inregistrering av fondpapper kan dock inte ske där. För att få auktorisation som marknadsplats skall det företag som driver marknadsplatsen, liksom dess verksamhet, uppfylla vissa grundläggande kvalitets- och sundhetskrav. Bl.a. skall det finnas ändamålsenliga regler för hur handeln på marknadsplatsen skall gå till och tillfredsställande säkerhets- och kontrollsystem för handeln.

Notering av och handel med finansiella instrument vid en auktoriserad marknadsplats får inte ske förrän marknadsplatsen gett sitt tillstånd till detta. Notering av och handel med fondpapper får endast tillåtas om det med hänsyn till marknadsförhållandena för fondpapperen i fråga och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig handel med dessa. Utgivaren av fondpapperen skall fortlöpande informera marknadsplatsen om sin verksamhet och offentliggöra upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för en bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

Kommitténs förslag innehåller inte någon annan auktorisationsform än börs.

Remissinstanserna berör inte frågan.

Hearingsynpunkter: *Finansinspektionen*, *Stockholms fondbörs*, *Svenska Fondhandlareföreningen* och *Svenska Bankföreningen* ifrågasätter om det finns behov av en ytterligare auktorisationsform jämte börs. Stockholms fondbörs invänder mot att reglerna för de båda auktorisationsformerna ej är konkurrensneutrala och framhåller därvid bl.a. att det vid en auktoriserad marknadsplats inte bör få förekomma handel med värdepapper som är inregistrerade vid en börs. Svenska Fondhandlare-

föreningen och Svenska Bankföreningen efterlyser ytterligare anpassning av verksamhetskraven till penningmarknadens behov. *Riksbanken*, *Sveriges Industriförbund*, *Stockholms Handelskammare*, *OM* och *Transvik Ltd* uttalar sig i positiva ordalag om en alternativ auktorisationsform. Därvid framhålls bl.a. fördelen av att kunna pröva handel i olika former. Emellertid anmärks från flera håll att skillnaderna mellan de båda auktorisationsformerna bör tydliggöras ytterligare. Enligt *Sveriges Försäkringsförbunds* uppfattning saknas skäl att motsätta sig att lagstiftaren skapar möjlighet till auktoriserade marknadsplatser på sätt som föreslås. Som förutsättning bör enligt förbundet gälla att de grundläggande kraven för handel med finansiella instrument iakttas också vad avser en auktoriserad marknadsplats.

Skälen för mitt förslag: Den nya börslagstiftningen bör utgå från etableringsfrihet och präglas av flexibilitet när det gäller de närmare formerna för verksamhetens bedrivande. Flexibilitet är nödvändig dels för att inte sätta omotiverad hämsko på verksamheter som förekommer redan i dag, dels för att hålla regelsystemet öppet även för nya, framtida verksamhetsformer. Enligt min mening ger en börsauktorisation med de krav som i olika avseenden är nödvändiga att ställa på en sådan inte ett tillräckligt mått av flexibilitet. Bl.a. kan inte handelssystem som NASDAQ i USA (se bilaga 8 avsnitten 1.2.2 och 1.2.3) bli föremål för auktorisation som börs. Börsformen kan inte heller sägas passa speciellt väl in på handel som sker efter den modell som tillämpas på den svenska penningmarknaden.

En i och för sig tänkbar metod att uppnå större flexibilitet i lagstiftningen vore att öppna möjlighet för partiella undantag från de krav som, i enlighet med vad jag tidigare redovisat, bör ställas på företag med börsauktorisation. Resultatet av detta kan bli olika börser där vissa grundläggande regler skulle skilja sig avsevärt från varandra. Min bedömning är emellertid att två auktorisationsformer med skilda beteckningar innebär en klarare ordning. Sett ur ett internationellt perspektiv finns också fördelar med att formen börs reserveras, dels för verksamhet med deltagare (medlemmar) som tillhör den kategori av aktörer som accepteras vid börser i andra länder, dels för verksamhet som enligt lag omfattas av EG:s samtliga regler inom börsområdet. Jag ser det heller inte som någon tillfredsställande lösning att den som vill driva marknadsplatsverksamhet och som inte kan uppfylla kraven för börs hänvisas till att driva verksamheten med stöd av tillstånd för förmedlingsverksamhet enligt 1 kap. 3 § 2 lagen om värdepappersrörelse. Den lagen innehåller inte några regler som är avpassade för en regelbunden och varaktig börsverksamhet ens i mindre omfattning. Samtidigt kan det finnas intresse från den som driver sådan verksamhet att få en officiell stämpel som marknadsplats för värdepappershandel, vilket ett tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse inte kan ge.

En invändning som framförts från flera håll är att det inte skulle finnas något dokumenterat behov av ytterligare en auktorisationsform. Det kan visserligen vara sant att det inte framförts några krav på inrättande av en sådan auktorisationsform, men jag kan samtidigt konstatera att andra

ser positivt på att lagstiftningen öppnar möjlighet för olika, valfria alternativ. En omständighet som talar för att behov kan finnas är den utveckling mot ökad handel utanför de traditionella börserna som kan iakttas i flera länder. En annan viktig faktor är att lagstiftningen i sig kan ha en viss dynamisk effekt och ge incitament till att anordna handel i former som ännu inte prövats här i landet. En sådan utveckling ter sig alls inte främmande mot bakgrund av att det rådande börsmonopolet säkert haft en återhållande verkan på innovativa krafter. Under alla förhållanden behöver knappast befaras att en friare auktorisationsform som alternativ till börs skulle ha en negativ verkan på utvecklingen av den svenska värdepappersmarknaden. Jag anser därför att lagstiftningen inte bör lägga hinder i vägen för ett system där även andra marknadsplatser än traditionella börser kan auktoriseras.

I enlighet med vad jag anfört bör det alltså skapas en alternativ auktorisationsform till börs för företag som driver verksamhet som syftar till att åstadkomma handel med finansiella instrument mellan andra. Även denna verksamhetsform skall vara underkastad offentlig tillsyn. Meningen är emellertid att den skall vara underställd en mindre omfattande författningsreglering och därigenom ha utrymme för ett större mått av självbestämmande. Som redan framgått har för den mindre krävande auktorisationsformen valts beteckningen auktoriserad marknadsplats.

Prövningen av om ett företag skall kunna få *auktorisation* som marknadsplats bör ske enligt det mönster som utvecklats beträffande börsverksamhet (avsnitt 3.1.3). Liksom för börser bör frågor om auktorisation hanteras av finansinspektionen. Även tillsynen över auktoriserade marknadsplatser bör skötas av inspektionen.

Av samma skäl som anförts beträffande börsverksamhet bör en auktoriserad marknadsplats drivas i någon av associationsformerna aktiebolag eller ekonomisk förening.

Även hos en auktoriserad marknadsplats måste finnas *finansiella resurser* som ger stadga åt verksamheten. Det saknas anledning att anlägga något annat synsätt i fråga om en auktoriserad marknadsplats kapitalstyrka än vad som anförts beträffande börser i detta avseende. Därmed ges även i fråga om auktoriserade marknadsplatser möjlighet att göra en individuell bedömning av detta krav utifrån omfattningen och arten av den aktuella verksamheten. Större flexibilitet än så kan knappast uppnås.

För en auktoriserad marknadsplats bör tillämpas samma principer som för börs vad gäller *sidoverksamhet* och förvärv av *organisationsaktier m.m.* (se avsnitt 3.1.5).

Liksom för börs bör handel med alla typer av *finansiella instrument* kunna förekomma på en auktoriserad marknadsplats. Någon inregistrering av fondpapper skall dock inte kunna ske där. En auktoriserad marknadsplats blir därmed inte att betrakta som fondbörs i den mening som avses i EG-direktiven och kan därför inte ingå i det system med bl.a. samarbete och ömsesidigt godtagande av prospekt som kan ske mellan börser inom EG- och EFTA-områdena på grundval av ett EES-avtal.

Beträffande fondpapper som skall noteras vid en auktoriserad marknadsplats bör göras en prövning av om förutsättningar föreligger för att det skall kunna utvecklas en regelbunden handel med fondpapperen, innan notering får påbörjas. För denna prövning svarar marknadsplatsen själv. Prövningen bör ha samma inriktning som den prövning som en börs skall göra beträffande sådana fondpapper som inte är föremål för inregistrering (se avsnitt 3.1.11). Generellt sett bör dock något lägre krav i fråga om exempelvis spridning och likviditet kunna accepteras för fondpapper som förekommer på en auktoriserad marknadsplats. Detta kan vara aktuellt t.ex. för lokala bolag och medelstora företag som ändå önskar en marknadsnotering av aktier eller andra fondpapper som de ger ut. I samband med ansökan om auktorisation som marknadsplats bör redovisas vilka krav som företaget avser att tillämpa. Förändringar i de krav som marknadsplatsen sätter upp som villkor för notering och handel bör anmälas till finansinspektionen.

Det är viktigt att tillfredsställande information lämnas även beträffande fondpapper som noteras vid en auktoriserad marknadsplats. Utgivare av sådana fondpapper skall därför fortlöpande informera marknadsplatsen om sin verksamhet och offentliggöra upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för en bedömning av kursvärdet på fondpapperen. Marknadsplatsen får bestämma det närmare innehållet i informationsskyldigheten. Liksom noteringskraven bör informationsreglerna granskas av finansinspektionen.

Även handeln vid en auktoriserad marknadsplats bör präglas av god genomlysning. Vad som tidigare anförts (se avsnitt 3.1.12) i fråga om offentliggörande av kurser och omsättningsuppgifter är i princip gällande även beträffande en auktoriserad marknadsplats. Med tanke på att den auktorisationsformen skall ges något friare former för verksamheten bör emellertid i lagen ställas upp ett krav på att information om kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras. När offentliggörandet skall ske får bedömas från fall till fall beroende på hur handeln är organiserad. Ytterst är detta en fråga som finansinspektionen får avgöra vid auktorisationsprövningen och tillsynen.

Det har gjorts gällande att det inte skulle vara konkurrensneutralt att tillåta handel vid auktoriserad marknadsplats med fondpapper som är inregistrerade vid en börs. Därvid har framförts farhågor för att en auktoriserad marknadsplats, som inte belastas med kostnader för den organisation som inregistreringsfunktionen kräver, skulle kunna konkurrera ut börsen i fråga om handeln och dessutom att likviditeten i dessa fondpapper skulle försämras om handeln på så sätt splittrades mellan börs och auktoriserad marknadsplats.

Låt mig först konstatera att konkurrensneutralitet i den meningen att samma regler skall gälla för alla företag som organiserar handel med finansiella instrument skulle, om principen tillämpades strikt, innebära att en ordning med fler än en enhetlig auktorisationsform skulle vara utesluten. Detta är enligt min mening inte rimligt, särskilt inte som det föreslagna auktorisationssystemet bygger på frivillighet och innebär att

ett företag i princip kan välja vilken auktorisationsform som verksamheten skall bedrivas i. Den som finner att endera av de bägge formerna, från egna utgångspunkter, skulle vara mer fördelaktig än den andra har alltså möjlighet att välja just denna form.

Inregistreringsfunktionen hos en börs kan, om man så vill, ses som en separat del av verksamheten som är skild från börsens handelssystem. Det är fullt möjligt för börsen att av de emittenter som söker inregistrering ta ut de kostnader som är direkt hänförliga till inregistreringen. Således behöver börsens kostnader för att upprätthålla inregistreringsfunktionen inte alls belasta handelsdelen av rörelsen. Förutsättningar för en börs att med sitt handelssystem kostnadsmässigt konkurrera med handeln vid en auktoriserad marknadsplats finns därmed. Om Svenska Bankföreningens ståndpunkt, att börsens kostnader för inregistreringsfunktionen bör belasta handelsfunktionen, bygger på rådande förhållanden kan det t.o.m. ifrågasättas om det inte från placerarnas sida är önskvärt med en reglering som eventuellt leder till att de rena transaktionskostnaderna vid börshandel kan minskas.

Jag ser det inte som en uppgift för lagstiftaren att styra likviditeten i handeln med fondpapper, eller andra finansiella instrument, till just börs. Det medel som i så fall skulle behöva tillgripas vore ett lagstadgat monopol för börser, eller rent av en enda börs, att organisera handel med inregistrerade fondpapper. Det skulle strida mot en av grundtankarna med den nya lagstiftningen, nämligen att öka förutsättningarna för konkurrens på börsområdet. Enligt min mening bör det ligga på marknaden och dess aktörer att avgöra var de vill förlägga sina värdepapperstransaktioner, vilket borgar för att handeln bedrivs i former som är kostnadseffektiva och fungerar väl. Detta kan mycket väl vara via en börs. Det får heller inte glömmas bort att det ytterst är utgivaren av värdepapperen som avgör om de skall noteras på flera ställen. I utgivarens intresse ligger naturligtvis att likviditeten i värdepapperen inte försämras.

Om auktoriserade marknadsplatser förbjöds att organisera handel med fondpapper som är inregistrerade vid en börs, så skulle det innebära en sorts börstvång. Jag har tidigare avvisat tanken på att i lagstiftningen införa en sådan ordning (se avsnitt 3.1.12). Om handeln med inregistrerade fondpapper reserverades för börser skulle också en viss komplikation uppstå om penningmarknaden lät auktorisera sig som marknadsplats. Detta skulle i så fall innebära att handeln med obligationer på penningmarknaden riskerade att lamslås, eftersom alla obligationslån som för närvarande handlas på penningmarknaden är inregistrerade vid Stockholms fondbörs.

Även om ett förbud mot handel med inregistrerade fondpapper vid auktoriserad marknadsplats skulle införas så innebär detta ändock ingen som helst garanti för att börsen skulle få all handel i dessa papper. Handeln kan ändå komma att söka sig andra vägar, såväl inom som utom landet, om affärer över börsen inte kan genomföras effektivt och till priser som är konkurrenskraftiga. Den internationella konkurrensen inom börsområdet ökar ständigt och kan förväntas skärpas än mer när Sverige får delta i EG:s gemensamma marknad för finansiella tjänster. Redan nu

förekommer betydande handel med svenska värdepapper vid utländska börser och närmandet till EG kommer att avsevärt underlätta kapitalrörelser inom EG- och EES-området och därmed även för svenska bolag att låta notera sina aktier utomlands. För att kunna möta konkurrensen från utländska marknadsplatser och handelssystem fordras enligt min uppfattning att det föreligger konkurrens, åtminstone en potentiell sådan, även på den inhemska, svenska marknaden. Detta är ytterligare ett skäl mot att lagstiftningsvägen låsa handeln med fondpapper till den börs där inregistrering av papperen skett.

Om det på marknaden finns intresse av att samla handeln i fondpapper till den börs där fondpapperen inregistrerats, kan börsen i och för sig genom avtal med emittenterna tillförsäkra sig att notering inte kommer att ske på annan marknadsplats eller genom avtal med börsmedlemmarna få dem att förbinda sig att inte handla med inregistrerade fondpapper utanför börsen. Anmärkas bör dock att sådana exklusivitetsavtal kan komma att bedömas som konkurrensbegränsning med skadlig verkan enligt generalklausulen i 2 § konkurrenslagen (1982:729).

En god genomlysning av handeln i inregistrerade fondpapper skall kunna upprätthållas - även om denna skulle komma att spridas mellan börs och auktoriserad marknadsplats - i och med att auktoriserad marknadsplats, enligt mitt förslag (avsnitt 3.1.12), skall vara skyldig att inrapportera avslut i sådana fondpapper till börsen.

3.2.2 Deltagande i handeln

Mitt förslag: För deltagande i handeln vid en auktoriserad marknadsplats ställs ej - i lagen - krav på medlemskap eller särskilda kvalifikationer. Vilka som skall få delta i handeln avgörs av marknadsplatsen utifrån av denna uppställda krav.

Kommittén behandlar inte frågan.

Remissinstanserna behandlar inte frågan.

Hearingsynpunkter: *Stockholms fondbörs* hävdar — med instämmande av *Svenska Fondhandlareföreningen* och *Svenska Bankföreningen* — att andra aktörer än de som kan bli börsmedlemmar ej bör få delta i handeln vid auktoriserad marknadsplats. Bankföreningen anför som skäl bl.a. att det är en konkurrensfördel om de stora aktörerna får handla utan mellanhand.

Skälen för mitt förslag: Som framgått (avsnitt 3.1.6) skall det krävas medlemskap för att få delta i handeln vid en börs. Som medlemmar skall kunna antas riksbanken och vissa värdepappersinstitut samt sådana utländska företag som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel av liknande slag och som där står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ. Av avgörande betydelse för att börsmedlemskretsen begränsats till nämnda aktörer har varit hänsynen till internationella förhållanden. Denna gör sig inte lika starkt gällande i fråga om andra typer av reglerade marknader. Vid en auktoriserad marknadsplats bör

därför även andra än de uppräknade aktörerna kunna delta. Härigenom öppnas möjlighet för t.ex. institutionella placerare att utföra sina värdepappersaffärer utan anlitande av mellanhänder. Det kan enligt min mening inte vara lagstiftarens uppgift att tvinga alla aktörer att handla genom mellanhand. Tvärtom anser jag att en frihet i detta avseende kan vara ett viktigt inslag i den framtida strukturutvecklingen inom värdepappershandeln. Det bör påpekas att aktörerna i fråga får handla endast för egen räkning; allt annat kräver tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse. Jag ser heller ingen anledning att i lagstiftningen kräva att de som får handla vid en auktoriserad marknadsplats måste vara anslutna till denna genom medlemskap.

Marknadsplatsen bör själv få bestämma vilka förutsättningar som skall gälla för att få delta i handeln där. De kriterier för deltagande som ställs upp måste bygga på sakliga och objektiva grunder. Den som uppfyller de villkor som har bestämts skall accepteras av marknadsplatsen. Detta följer av att principen om fritt tillträde också skall iakttas av en auktoriserad marknadsplats. Det är inte meningen att en marknadsplats med statlig auktorisation skall vara tillgänglig enbart för vissa i förväg utvalda personer.

Även om det i lagen ej ställs krav på medlemskap kan detta ändå, beroende på hur handeln vid marknadsplatsen är organiserad, vara en lämplig ordning. I sådana fall kan naturligtvis förhållandena mellan marknadsplatsen och medlemmarna behöva regleras i särskilda avtal (anslutningsavtal). Exempel på sådana frågor som kan behöva regleras närmare är medlemmarnas upplysningsskyldighet gentemot marknadsplatsen, avgiftsuttag, förutsättningarna för vidtagande av disciplinära åtgärder och sanktioner mot medlemmar och deras ombud och hur eventuella tvister skall lösas.

3.2.3 Skillnader mellan auktoriserad marknadsplats och börs

Som framgått skall huvuddelen av de grundläggande regler och principer som skall gälla för börser också tillämpas beträffande auktoriserade marknadsplatser. I flera viktiga avseenden finns emellertid skillnader.

Inregistrering av fondpapper skall endast kunna ske vid börser. Detta innebär, som jag tidigare förklarat (se avsnitt 3.2.1), att EG:s regelsystem för börser (stock exchanges) inte kan tillämpas på auktoriserade marknadsplatser. Det spelar härvid ingen roll om en auktoriserad marknadsplats självmant skulle använda sig av samma inregistreringsregler som avses gälla för börser. En auktoriserad marknadsplats kan inte uppnå "EG:s börsstatus" på annat sätt än genom att söka auktorisation som börs.

De till inregistreringssystemet hörande reglerna om *börsprospekt* och *halvårsrapporter* gäller inte vid notering av fondpapper vid en auktoriserad marknadsplats.

För börser krävs att de som deltar i handeln är *medlemmar* där. Till medlemmar får antas endast vissa angivna aktörer, nämligen riksbanken, värdepappersinstitut och utländska företag med börstillträde i hemlandet. För deltagande i handeln vid auktoriserad marknadsplats ställs ej i

lagstiftningen något krav på medlemskap där. Ej heller behöver den som deltar tillhöra den begränsade krets av aktörer som kan bli börsmedlemmar.

Auktoriserade marknadsplatser medges större frihet än börser när det gäller *kraven för notering* av fondpapper och tidpunkten för *offentliggörande* av uppgifter om handeln.

Ett börsdrivande företag skall ha minst fem *styrelseledamöter*. Ett sådant krav uppställs inte för företag som driver en auktoriserad marknadsplats, utan för dessa kommer den minsta styrelsestorlek som föreskrivs i aktiebolagslagen eller lagen om ekonomiska föreningar att gälla.

3.2.4 Penningmarknaden

En naturlig målsättning med den nya börslagstiftningen är att den skall kunna vara möjlig att applicera på var och en de tre delmarknader som den svenska värdepappersmarknaden för närvarande består av. Stockholms fondbörs kan förväntas söka auktorisation som börs. Detta skulle i så fall medföra - förutsatt att auktorisation beviljas - att vi för aktiehandeln och en del av obligationshandeln får åtminstone en börs som kan omfattas av EG:s regelsystem inom börsområdet. Mycket talar för att det på derivatmarknaden genom OM också blir en auktoriserad börs. OM har regelmässigt vid sina utlandsetableringar strävat efter att få auktorisation som börs, t.ex. OM London Ltd. OM kan därför förmodas vilja ha sådan auktorisation i Sverige, när det blir möjligt.

I fråga om penningmarknaden ter sig förhållandena måhända inte lika förutsägbara. Redan i anledning av värdepappersmarknadskommitténs förslag framfördes invändningar av grundläggande karaktär mot att låta penningmarknaden inordnas under en generell börslagstiftning som, enligt de kritiska remissinstanserna, i alltför hög grad dikterats av förhållandena på aktiemarknaden. Farhågor har också uttryckts över mitt förslag, varvid bl.a. framförts att det allvarligt skulle försämra förutsättningarna för en väl fungerande penningmarknad i Sverige. Med anledning av den icke obetydliga kritik som förts fram vill jag ge en samlad och mer utförlig beskrivning av penningmarknadens organisation, dess funktion och vilka skyddsintressen som gör sig gällande där. Avslutningsvis avser jag att kommentera vad den föreslagna auktorisationsmodellen kan innebära för den handel som i dag förekommer på penningmarknaden.

Penningmarknaden har kommit att bli den samlande benämningen för vad som egentligen är två marknader; penningmarknaden och obligationsmarknaden. Skillnaden mellan dessa två är i huvudsak löptiderna på de räntebärande värdepapper som är föremål för handel. På penningmarknaden förekommer handel med värdepapper som har en löptid på upp till ett år, t.ex. statsskuldväxlar och certifikat av olika slag. På obligationsmarknaden är löptiderna längre än ett år. Samma gränsdragning görs i många andra länder där man skiljer mellan "money market" och "bond market". På penning- och obligationsmarknaden förekommer också handel med derivativa instrument, främst terminer. Något som ibland brukar förknippas med penningmarknaden är den s.k. "deposit-

marknaden". Deposit är det engelska ordet för inlåning. På "deposit-marknaden" förekommer vanlig in- och utlåning från en dag upp till ett år, men på standardiserade villkor. "Deposit-marknaden" är alltså ingen värdepappersmarknad.

Emittenterna på penningmarknaden är - sett till andel av uteliggande lån - huvudsakligen staten (50 %), bostadsinstitut (25 %), företag (11 %), finansbolag (6 %), banker (3 %) och övriga (5 %). På obligationsmarknaden utgör bostadsobligationer den största delen (63 %), därefter följer statsobligationer (25 %) och övriga obligationer (12 %).

Själva handeln med räntebärande värdepapper skiljer sig inte nämnvärt åt mellan penning- och obligationsmarknaden. Den svenska penningmarknaden, som en gemensam benämning, är en marknadsgarantsmarknad där köp och försäljning görs upp på telefon mellan marknadens aktörer. Dessa aktörer utgörs av dels banker och värdepappersbolag som har tillstånd enligt 1 kap. 3 § 3 lagen om värdepappersrörelse att handla med finansiella instrument för egen räkning, vilket tillstånd inbegriper verksamhet som marknadsgarant (på engelska market maker), dels stora placerare såsom allmänna pensionsfonden, värdepappersfonder, försäkringsbolag och andra företag. Handeln på penningmarknaden brukar delas upp mellan interbank-handel, dvs. handel mellan marknadsgaranter, och kundhandel, dvs. affärer där den ena parten är en "slutlig" placerare. Denna uppdelning brukar de som är marknadsgaranter också göra av sin egen organisation, innebärande att vissa anställda bara handlar interbank och andra bara med "slutliga" placerare, dvs. kunder. En marknadsgarant måste också göra samma uppdelning av sitt eget innehav av värdepapper; en del för handel som marknadsgarant, den s.k. trading-portföljen, och en annan för egna placeringar.

Information om prisläget på penningmarknaden sker sedan hösten 1989 bl.a. genom det s.k. PMI-systemet, i vilket varje marknadsgarant anger till vilka priser han är beredd att köpa eller sälja ett värdepapper. Dessa priser är endast indikativa och är således inte förpliktande för marknadsgaranten. Priset anges som ränta, och inte som kurs. Någon information om avslutspriser finns inte i PMI-systemet, vilket är den främsta anledningen till att denna handel har ansetts falla utanför gällande börsdefinition. Handeln sker som regel i poster från 10 milj.kr. och uppåt. Varje dag genomförs omkring 1 000 affärer. Den dagliga omsättningen i statspapper uppgick under år 1991 till i genomsnitt ca 30 miljarder kronor. Betalning för och leverans av värdepapper sker fortfarande manuellt genom att banker och värdepappersbolag träffas en gång per dag och avvecklar gjorda affärer.

En generell förutsättning för en marknadsgarantsmarknad är att de som agerar som marknadsgarant kan tjäna pengar på att köpa till ett lägre pris (billigt) och sälja till ett högre (dyrt), vilket är resultatet av olika uppfattningar om dels den framtida prisutvecklingen (ränteläget), dels kreditrisken med en viss placering. Genom att köpa och sälja värdepapper tar marknadsgaranten ofta en inte obetydlig risk, i avvaktan på att positionen neutraliseras genom att ett värdepapper säljs vidare eller andra värdepapper köps. Om en marknadsgarant skall vara beredd att ta dessa

positioner, vilket gynnar likviditeten i marknaden, kan det inte krävas att han skall offentliggöra sina egna affärer omedelbart. Ju mindre kreditrisken är desto större betydelse för prissättningen har uppfattningen om den framtida prisutvecklingen. Om samtliga marknadsgaranter skulle ha tillgång till exakt samma information och tolka den på samma sätt saknas det huvudsakliga incitamentet för dessa att köpa och sälja värdepapper sinsemellan. Förutsättningen för en renodlad marknadsgarantsmarknad har då upphört.

Penningmarknaden, liksom värdepappersmarknaden i övrigt, fyller flera viktiga funktioner i samhällsekonomin: att omfördela sparande och risk, att erbjuda likviditet och att tillhandahålla information (se avsnitt 2). Penningmarknaden svarar därutöver för en annan mycket viktig funktion, nämligen att möjliggöra för riksbanken att bedriva en effektiv penningpolitik. Förenklat kan den beskrivas som att riksbanken genom att påverka det svenska ränteläget försvarar den svenska valutans fasta växelkurs. Riksbanken påverkar ränteläget genom att på penningmarknaden köpa och sälja av staten - genom riksgäldskontoret -emitterade värdepapper, varvid riksbanken i princip agerar under samma förutsättningar som övriga aktörer. Således föreligger ett betydande samhällsekonomiskt intresse av att det existerar en väl fungerande penningmarknad.

Ju mer information som lämnas om ett värdepapper och dess emittent desto säkrare kan marknaden åsätta värdepapperet "rätt" marknadsvärde. Tillgång till utförlig och relevant information utgör en del av skyddet för dem som placerar sitt kapital i värdepapper. Detta gäller också penningmarknaden, även om informationsbehovet för de finansiella instrument som omsätts där inte kan anses vara fullt lika omfattande som för aktier. För att kunna bedöma ett penningmarknadsinstruments värde räcker det oftast med att känna till avkastningen på alternativa placeringar under instrumentets löptid och riskerna för att emittenten inte skall kunna uppfylla sina skyldigheter gentemot instrumentets innehavare. En aktie innebär rätt till andel i all framtida avkastning på ett företags tillgångar, efter det att andra kontrahenter fått sina avtal med företaget uppfyllda. Värdet av andelsrätten blir därmed beroende av en mångfald av faktorer i och kring företagets verksamhet. Informationsbehovet beträffande aktier kan därför i princip karaktäriseras som obegränsat.

Värdepapper emitterade av staten anses inte vara förenade med någon kreditrisk och därför speglar prissättningen av statspapper ganska väl marknadens bedömning av det allmänna ränteläget. Bristande information från penningmarknaden om handeln kan medföra att de bedömningar av ränteläget som görs på värdepappersmarknaden i övrigt blir osäkra. Detta kan innebära att kostnaden för att låna kapital blir högre än vad den annars kunde ha blivit. Om så blir fallet påverkas i sin tur t.ex. statens kostnad för statsskulden, kostnaden för bostadsbyggande och industriella investeringar. Riksbanksfullmäktige, riksgäldskontoret, styrelsen för Stockholms fondbörs, Stadshypotekskassan och dåvarande Svenska Försäkringsbolags Riksförbund har i sina remissvar på kommitténs betänkande framhållit behovet av ökad genomlysning av penningmarknaden, särskilt vad avser avslutsinformation.

Som nämnts har staten ett starkt intresse av en väl fungerande penningmarknad för att kunna finansiera statsskulden genom lån på marknaden och för att bedriva penningpolitik. Samtidigt finns krav på en väl genomlyst marknad för att minimera såväl statens som andra emittenters upplåningskostnad. Jag kan inte se att dessa olika intressen skulle vara oförenliga. Enligt min mening ligger i kravet på information från själva penningmarknaden att ränteläget på marknaden blir allmänt känt. Detta kan uppnås genom att även uppgifter från marknadsplatsen om avslutspriser och omsatt volym blir offentliga. Något krav på att det även skall redovisas vilka parterna är i det enskilda transaktionerna avses ej att ställas i lagstiftningen (se avsnitt 3.1.12). Sådan information skulle i och för sig kunna vara av intresse och eventuellt ge en tydligare bild av marknadsförhållandena, men om den typen av information offentliggörs riskerar grunden för en marknadsgarantsmarknad att ryckas undan.

I flera av remissvaren på kommitténs betänkande anförs som en grund för betänkligheterna mot en lagreglering av penningmarknaden att denna - till skillnad från aktiemarknaden - enbart är en grosshandelsinriktad marknad och att handeln bedrivs av professionella aktörer som själva kan tillvarata sina intressen. Detta är förvisso riktigt. Emellertid är intresset kring penningmarknaden, som framgått, inte koncentrerat till enbart aktörerna på denna marknad. Vad som sker på penningmarknaden styr i stor utsträckning det allmänna ränteläget i den svenska ekonomin. Marknaden får därmed - åtminstone indirekt - betydelse för praktiskt taget samtliga personer i landet. Detta förhållande talar i sig för en större genomlysning av penningmarknaden, särskilt som denna enligt min mening kan förverkligas utan att marknadens funktion skall behöva försämras.

Den typ av informationsgivning som förekommer på penningmarknaden genom PMI utgör enligt min mening inte en sådan förmedlingsverksamhet som kräver tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse. Detta grundas på att PMI är ett rent informationssystem. Om den nuvarande organisationen av penningmarknaden behölls skulle den alltså inte träffas eller omfattas av tillståndsplikt enligt nämnda lag.

Den föreslagna börslagstiftningen ger möjlighet att söka auktorisation som börs eller marknadsplats. Penningmarknaden borde, om det finns önskemål om detta, med vissa förändringar kunna bli möjlig att auktorisera som marknadsplats. De viktigaste förändringarna som måste vidtas är följande. För att kunna få en auktorisation som marknadsplats måste det till att börja med finnas *ett företag* som kan stå som organisatör av marknaden och som därmed kan söka auktorisation. Detta skulle exempelvis kunna vara PMI som i dag svarar för ett väl fungerande informationssystem på penningmarknaden. Möjlighet finns naturligtvis också att bilda ett nytt företag för ändamålet. Aktörer vid marknadsplatsen skulle, med hänsyn till principen om *fritt tillträde*, de som uppfyller av marknadsplatsen uppställda generella krav kunna bli. Det innebär för penningmarknaden att det kan bli nödvändigt att utvidga kretsen av aktörer på marknaden. Auktorisation som marknadsplats innebär också

att mer utförlig *information om handeln* måste lämnas. Utöver uppgifter om köp- och säljpris som för närvarande lämnas, måste avslutspriser och omsättningsuppgifter, avseende marknaden som helhet, offentliggöras av marknadsplatsen inom viss tid. Vidare kommer det krävas att marknadsplatsen upprättar *skriftliga regler* om hur handeln är organiserad och avsedd att bedrivas. Sådana regler kan mycket väl upprättas i samråd med på marknadsplatsen verksamma aktörer, eller deras branschorganisationer. På aktiemarknaden fyller Aktiemarknadsbolagens Förening en liknande uppgift vid förhandlingar om inregistreringskontraktet vid Stockholms fondbörs. Marknadsplatsen skall också se till att dessa regler följs och samtidigt ha en viss *kontroll av prisutvecklingen* för att kunna upptäcka onormala prisförändringar som kan vara resultat av otillåten insiderhandel.

Min bedömning är att de förändringar av penningmarknaden som krävs för auktorisation som marknadsplats inte är av så genomgripande slag att dess funktion och nytta på den svenska värdepappersmarknaden skulle komma att äventyras. Tvärtom bör det med föreslagen reglering vara förhållandevis enkelt att inlemma penningmarknaden i regelsystemet utan att man över huvud taget påverkar den existerande strukturen på marknaden. Regelverket är därför enligt min mening snarare en möjlighet än ett hot när det gäller marknadens framtida utveckling.

Här har angetts vilka förändringar som är nödvändiga för att penningmarknaden skall kunna auktoriseras som marknadsplats. Avsikten härmed har inte varit att utesluta auktorisationsformen börs för penningmarknaden. För en sådan auktorisation krävs emellertid en del ytterligare förändringar utöver de nu redovisade.

En fråga som jag vill beröra i detta sammanhang är själva auktorisationsförfarandet. Som framgått ovan bedriver riksbanken penningpolitiken bl.a. genom att på penningmarknaden köpa och sälja av staten utgivna värdepapper. Det finns därför ett starkt intresse av en väl fungerande marknad för statspapper, som naturligtvis också bör tillgodose de övriga samhällsintressen jag tidigare nämnt. Staten är också som emittent mån om att det finns klara regler för hur handeln med statspapper går till och att handeln sker i sådana former att förtroendet för dessa värdepapper kan upprätthållas. Jag anser därför att finansinspektionen vid auktorisation av en börs eller marknadsplats, där avsikten är att notera och handla med statspapper, bör samråda med riksbanken, som därvid kan granska handelsregler och andra förhållanden som kan vara av betydelse för möjligheten för banken att bedriva penningpolitik. Vidare har riksbanken möjlighet att fortlöpande hos finansinspektionen påtala förhållanden på marknaden som med hänsyn till riksbankens krav på en väl fungerande marknad behöver åtgärdas. Jag vill dock poängtera att det på en marknad för statspapper även kan förekomma handel med andra räntebärande instrument, t.ex. bostadsobligationer och olika typer av certifikat, men det förutsätter naturligtvis medverkan av emittenterna av dessa värdepapper.

Frågan om penningmarknadens framtida status har omedelbar relevans vad gäller möjligheten för värdepappersfonder att placera sina tillgångar i sådana finansiella instrument som förekommer på denna marknad. Värdepappersfonder får nämligen till största delen placera sina tillgångar enbart i finansiella instrument som är eller avses bli inregistrerade vid en fondbörs eller föremål för handel vid någon annan reglerad marknad som är öppen för allmänheten (18 § lagen om värdepappersfonder). Denna regel, som överensstämmer med EG:s direktiv på området, innebär att penningmarknadsinstrument skulle falla utanför en värdepappersfonds placeringsalternativ om inte penningmarknaden anses som "annan reglerad marknad" — frånsett högst 10 % av fondens tillgångar som får placeras fritt. I motiven till lagen om värdepappersfonder behandlades frågan om handeln på penningmarknaden kunde anses ske på en reglerad marknad (prop. 1989/90:153 s. 62 och 63). Mot bakgrund av ett resonemang som utmynnade i att handeln på penningmarknaden omgärdas av regler, både direkt genom avtal och indirekt genom inspektionens tillsyn, konstaterade föredragande statsrådet att det fanns fog för att hävda att penningmarknaden i detta sammanhang var att anse som en reglerad marknad. Föredraganden underströk dock att därmed inte tagits ställning till värdepappersmarknadskommitténs förslag om en eventuell reglering av penningmarknaden, utan den frågan skulle tas upp vid beredningen av kommitténs förslag.

Vid hearingen har det framförts att bedömningen att penningmarknaden är att anse som reglerad inte kan förändras enbart på grund av den lagstiftning som nu föreslås. Enligt min mening har det mindre betydelse vilken bedömning ett enskilt land gör, utan den avgörande frågan är vad man inom EG lägger i begreppet "another regulated market ... which operates regulary and is recognized and open to the public" (artikel 19 i EG:s Ucits-direktiv) vilket i den svenska lagen om värdepappersfonder motsvaras av "reglerad marknad som är öppen för allmänheten". Syftet med begränsningen för värdepappersfonderna till sådan marknad är att fonden dels omedelbart skall kunna sälja värdepapper, för vilket behövs en likvid marknad, dels att värdet på fondens tillgångar lätt skall kunna fastställas med ledning av noteringar på en marknad. Enligt vad jag har inhämtat innebär uttrycket "öppen för allmänheten" att en marknad måste vara bredare än att bara bestå av transaktioner mellan centralbank och särskilt utvalda institut. Vidare anses det uteslutet att en självreglerad marknad ryms inom begreppet "reglerad marknad"; marknaden måste vara föremål för en offentlig reglering.

Slutsatsen i nämnda proposition att penningmarknaden var att betrakta som reglerad byggde på att en av aktörerna, riksgäldskontoret, tecknade återförsäljaravtal med marknadsgaranter i statsskuldväxlar och att inspektionen har tillsyn över vissa av aktörerna på marknaden. Detta måste närmast ses som en självreglering. Dessutom begränsas regleringen till dels institut under tillsyn, dels marknadsgaranter med återförsäljaravtal. Mot bakgrund av vad som tycks vara tolkningen inom EG kan jag inte komma till annan slutsats, oberoende av vad som sagts tidigare, än att

penningmarknaden i nuvarande form inte kan anses som en sådan "reglerad marknad som är öppen för allmänheten" som föreskrivs i Ucits-direktivet. Detta betyder att värdepappersfonder som önskar tillträde till EG:s marknad och därför måste uppfylla 18 § lagen om värdepappersfonder, och därmed Ucits-direktivet, inte får placera i penningmarknadsinstrument, om man bortser från fria kvoten på 10 % av fondens värde och obligationer som är inregistrerade på börs. Däremot torde det vara möjligt för ett företag som har en värdepappersfond som t.ex. placerar övervägande del av sina tillgångar på den svenska penningmarknaden, att söka särskilt tillstånd med stöd av 3 § lagen om värdepappersfonder. Detta förutsätter att företaget står under tillsyn och att placeringsbestämmelserna i mer väsentlig omfattning skiljer sig från vad som gäller enligt 17-25 §§ nämnda lag (se prop. 1989/90:153 s. 37 och 38).

Svenska Bankföreningen har i en skrivelse till lagrådet (Lagrådets dnr 16/92) framfört synpunkter på regeringens ställningstagande i frågan om penningmarknaden skall anses som en reglerad marknad i den mening som avses i 18 § lagen om värdepappersfonder. Bankföreningen har därvid bl.a. hänvisat till två yttranden som getts in till finansdepartementet under lagstiftningsarbetet. Det ena av dessa yttranden har avlämnats gemensamt med Svenska Fondhandlareföreningen och Fondbolagens Förening. Jag vill här ge några kommentarer till skrivelsen.

Som även framgick av lagrådsremissen är ändringen i den nämnda paragrafen en följd av att det i Sverige vid sidan av börs införs en annan form av reglerad marknad, auktoriserad marknadsplats. Ändringen i 18 § är således inte, såsom bankföreningen i skrivelsen till lagrådet påstår, föranledd av regeringens bedömning i frågan om penningmarknaden kan anses vara en sådan reglerad marknad som avses i paragrafen. Denna bedömning bygger på uppgifter som inhämtats från EG-kommissionen om innebörden av begreppet reglerad marknad i EG:s Ucits-direktiv. Bl.a. på grundval av dessa uppgifter har regeringen, som också framgick av lagrådsremissen, kommit till slutsatsen att marknaden för att uppfylla direktivets krav måste vara föremål för en offentlig reglering på ett sätt som inte är fallet nu. Föreningarna delar inte den angivna bedömningen utan menar att penningmarknaden innehåller tillräckliga element av offentlig reglering.

Föreningarna efterlyser härutöver besked om vilka förändringar av penningmarknaden som måste till för att den skall uppfylla kraven på en reglerad marknad. Den nya börslagstiftningen kommer som framgått att erbjuda två former av offentligt reglerade marknader i Sverige och det har ansetts att båda dessa former bör anges uttryckligen i 18 § lagen om värdepappersfonder. Liknande följdändringar görs för övrigt även i andra lagar, se t.ex. 15 § lagen om allemansspararende och 8 kap. 7 § konkurslagen. Av den nya lagstiftningen framgår vilka krav som ställs för att erhålla auktorisation som börs eller marknadsplats. I fråga om penningmarknaden har dessutom, tidigare i detta avsnitt, preciserats vilka

huvudsakliga ändringar som måste vidtas för auktorisation som marknadsplats. Utöver vad jag redan har angett ser jag ingen anledning att vid sidan av den nya börslagstiftningen närmare ange regler eller krav som måste vara uppfyllda för att en svensk marknad, som inte har auktorisation som börs eller marknadsplats, skall betraktas som en reglerad marknad. En sådan precisering skulle dessutom innebära att det skapades något slags tredje auktorisationsform enbart med tanke på värdepappersfondernas placeringar.

Vidare ifrågasätts om inte regeringens förslag strider mot Ucitsdirektivet, eftersom en auktoriserad marknadsplats kan vara en liten marknad som inte tillgodoser behovet av likviditet. Jag vill med anledning härav påpeka att fondpapper inte får noteras vid en auktoriserad marknadsplats, om det inte föreligger förutsättningar för att det skall kunna utvecklas en regelbunden handel med fondpapperen (se avsnitt 3.2.1). För att en fond skall få göra placeringar på en auktoriserad marknadsplats, annat än i begränsad omfattning, krävs dessutom att marknadsplatsen finns angiven i fondbestämmelserna — vilka skall vara godkända av finansinspektionen — eller har godkänts av regeringen eller finansinspektionen för sådana placeringar (18 § lagen om värdepappersfonder).

Det görs också gällande att regeringens förslag skulle innebära en mer långtgående reglering av penningmarknaden än vad som gäller i andra EG-länder. Jag delar inte den uppfattningen. Auktorisation som marknadsplats är frivillig och några genomgripande förändringar av handeln på penningmarknaden torde, som framgått, inte erfordras för sådan auktorisation. Dessutom utgör lagstiftningen inte något hinder för värdepappershandel som bedrivs inom en grupp av aktörer som slutit sig samman för att handla med varandra, t.ex. i formen av en interbankmarknad (se specialmotiveringen till 1 kap. 1 § första stycket). Sådan verksamhet är nämligen ej möjlig att få auktorisation för och den är inte heller tillståndspliktig enligt lagen om värdepappersrörelse. Detta skall jämföras med penningmarknaderna i t.ex. England, Tyskland och Frankrike, som är underställda omfattande offentlig reglering och föremål för tillsyn. Om man ser till förhållanden utanför EG kan nämnas att det i USA finns en särskild lagstiftning som reglerar marknaden för statliga värdepapper.

3.3.1 Clearing av optioner och terminer

Mitt förslag: Nya, utvidgade regler för företag som bedriver clearingverksamhet avseende optioner och terminer införs.

Bestämmelser om optioner och terminer i lagen om handel med finansiella instrument förs över till den nya lagen om börs- och clearingverksamhet.

Kommitténs förslag överensstämmer med mitt.

Remissinstanserna lämnar kommitténs förslag utan erinran.

Hearingsynpunkter: *Svenska Bankföreningen* och *OM* anför att lagstiftningen om clearingverksamhet inte bör begränsas till optioner och terminer utan avse samtliga typer av finansiella instrument.

Skälen för mitt förslag: Regeringen har nyligen tillsatt en clearingutredning (Dir 1991:111) som har fått i uppgift att göra en översyn av clearing samt betalning och leverans av värdepapper på den svenska värdepappersmarknaden. En huvuduppgift för utredningen är att överväga vilka lagändringar och andra åtgärder som är påkallade för att dessa verksamheter skall ske på ett effektivt och säkert sätt samt uppfylla internationellt ställda krav. Resultatet av denna utredning måste enligt min mening avvaktas innan det är möjligt att skapa ett heltäckande regelsystem för clearing och avveckling. Därför behandlas i det här ärendet endast den typ av clearingverksamhet som omfattas av kommitténs förslag och som det därmed finns beslutsunderlag för, nämligen clearing av optioner och terminer. Några missförhållanden som gör det nödvändigt med en omedelbar lagreglering även av clearingverksamhet avseende andra finansiella instrument har inte heller framträtt eller ens påståtts föreligga.

I Sverige är det för närvarande bara OM som bedriver clearing av optioner och terminer. OM:s clearing kan beskrivas enligt följande. Sedan ett options- eller terminsavtal träffats på OM:s marknadsplats, överlämnas det till clearingen. OM inträder därefter som part i avtalet varigenom partsförhållandet mellan den ursprungliga säljaren och köparen bryts. Ansvaret för att avtalet fullföljs övergår därmed på OM. När en part önskar utnyttja t.ex. en option utser OM genom ett slumpmässigt förfarande den motpart som har att fullfölja det han genom avtalet har utfäst sig. För att försäkra sig om att en part kan fullfölja en affär kräver OM säkerhet för gjorda åtaganden. Options- och terminsavtal kan också lämnas till OM:s clearing utan att ha träffats på OM:s marknadsplats. Så är fallet med exempelvis terminskontrakt avseende vissa räntebärande papper som handlas direkt mellan penningmarknadens aktörer.

Ett liknande system var tänkt att tillämpas av penningmarknadscentralen avseende räntebärande värdepapper. I stället för att inträda som part i alla avtal var tanken där att centralen mot säkerhet i sålda värdepapper skulle garantera att avtalen fullföljdes.

En förutsättning för en effektiv handel i större skala med optioner och terminer är att en clearingorganisation tar på sig ansvaret för att avtalen infrias. Genom att clearingorganisationen på ett eller annat sätt garanterar att samtliga avtal kommer att fullföljas övertar den också de risker som är förbundna med avtalen. Samtidigt innebär detta att riskerna koncentreras till en part, vilket gör systemet sårbart. Dessa risker kan vara betydande och är dessutom inte kända vid avtalstillfället, eftersom fullföljandet av options- och terminsavtal ofta sker långt efter det att det ursprungliga avtalet träffats. För att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden är det enligt min mening angeläget att försöka minimera de risker som finns i denna typ av clearingverksamhet. I detta syfte infördes i lagen om handel med finansiella instrument bestämmelser om krav på betryggande säkerhet vid options- och terminshandel. Riskerna kan begränsas ytterligare bl.a. genom att det ställs krav på de medlemmar som får anslutas till en clearingverksamhet.

Emellertid är det inte möjligt att helt eliminera riskerna vid clearingverksamhet. Det är inte heller önskvärt att tillgripa en reglering som kan hämma effektiviteten på värdepappersmarknaden. För att ändå tillgodose ett rimligt krav på stabilitet på marknaden bör enligt min mening vissa krav ställas på clearingorganisationer, bl.a. vad gäller eget kapital. Jag återkommer i det följande till hur dessa krav närmare bör utformas.

Genom mitt förslag skapas en särskild reglering för företag som bedriver clearingverksamhet med optioner och terminer. Sådana centrala bestämmelser för clearingverksamhet som nu finns i 2 kap. lagen om handel med finansiella instrument bör därför föras över till den lag som här föreslås.

3.3.2 Tillståndskrav m.m.

Mitt förslag: Tillståndsplikt införs för verksamhet som går ut på att i options- eller terminsavtal inträda som part eller på annat sätt garantera fullgörandet av avtalet.

För tillstånd fordras att den planerade verksamheten kan antas komma att uppfylla vissa grundläggande kvalitets- och sundhetskrav. Bl.a. skall det finnas ändamålsenliga regler för hur clearingen skall gå till. Vidare skall tillfredsställande säkerhets- och kontrollsystem finnas.

Tillstånd får meddelas aktiebolag eller ekonomisk förening.

Frågor om tillstånd prövas av finansinspektionen.

Kommitténs förslag överensstämmer i huvudsak med mitt.

Remissinstanserna reser inga invändningar mot kommitténs förslag.

Hearingsynpunkter: *Finansinspektionen* framhåller att det bör krävas tillstånd från inspektionen för att en clearingorganisation skall få bedriva annan verksamhet jämte clearingverksamheten.

Skälen för mitt förslag: Liksom beträffande auktorisation av börser och marknadsplatser bör i lagen ställas upp vissa grundläggande krav på företagen och deras verksamhet för att tillstånd skall kunna meddelas. Till frågan vilka krav som bör ställas för tillstånd återkommer jag i det följande.

Den typ av clearing som innebär att clearingorganisationen inträder som part i avtalet eller på annat sätt garanterar att avtalet fullgörs, är förenad med speciella risker för clearingorganisationen. Eftersom ett fallissemang hos clearingorganisationen kan få allvarliga skadeverkningar för kunderna, är det inte tillräckligt att lagstiftningen innehåller krav i fråga om ställande av säkerheter och om likviditeten hos de finansiella instrument som är föremål för den angivna typen av clearingverksamhet. Det är också nödvändigt att det sker en kvalitativ prövning av de företag som driver verksamheten. Detta kan åstadkommas genom att verksamheten blir föremål för tillståndsprövning och tillsyn. Jag föreslår därför att sådan clearingverksamhet som nu diskuterats - dvs. clearing av optioner och terminer där clearingorganisationen inträder som part eller på annat sätt garanterar att avtalet fullgörs - skall få drivas bara efter särskilt tillstånd och stå under tillsyn. Liksom för börser bör tillståndsprövning och tillsyn ombesörjas av finansinspektionen.

Med undantag för principen om god genomlysning bör tillståndsprövningen i huvudsak ske utifrån de grunder som angetts för auktorisation av börser och marknadsplatser (se avsnitt 3.1.3). Härav följer bl.a. att det skall finnas ändamålsenliga regler för hur clearingen skall gå till. Sådana regler bör - utöver vad som framgått av vad som anförts beträffande motsvarande regler för börs - innehålla föreskrifter om risk- och säkerhetshanteringen. Dessa regler bör vara tillgängliga för den som vill ta del av dem.

Av samma skäl som anförts beträffande börsverksamhet anser jag att clearingverksamhet bör få bedrivas enbart av aktiebolag och ekonomiska föreningar.

För en clearingorganisation bör tillämpas samma principer som för en börs vad avser *sidoverksamhet* och förvärv av *organisationsaktier m.m.* (se avsnitt 3.1.5). Det bör dock ägnas särskild uppmärksamhet åt att företag som bedriver clearingverksamhet inte bedriver annan verksamhet som kan riskera att kapitalet till skydd för clearingen går förlorat.

Mitt förslag: Ett aktiebolag som bedriver clearingverksamhet skall ha ett aktiekapital som är tillräckligt stort med hänsyn till verksamhetens art och omfattning. För ekonomisk förening gäller motsvarande krav summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

En clearingorganisation skall ha kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem till följd av clearingen.

Kommitténs förslag: För andra än Stockholms fondbörs föreslår kommittén följande. Om clearingverksamhet bedrivs av ett aktiebolag skall detta ha ett aktiekapital på minst 25 milj.kr. Om verksamheten i stället bedrivs av en ekonomisk förening skall summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser uppgå till samma belopp. I de fall ett bolag eller en ekonomisk förening driver både börs- och clearingverksamhet skall aktiekapitalet resp. insatserna uppgå till minst 35 milj.kr.

Härutöver föreslår kommittén att en clearingorganisation skall ha ett eget kapital som motsvarar lägst fem procent av det sammanlagda behovet av säkerhet för samtliga kunder under en dag beräknat genomsnittligt för den senast förflutna sexmånadersperioden.

Remissinstanserna: De flesta remissinstanserna kommenterar inte förslaget eller lämnar det utan erinran. *Bankorganisationerna* och *Svenska Fondhandlareföreningen* efterlyser dock, beträffande kravet på kapitaltäckning på fem procent av det totala säkerhetssaldot, en möjlighet för bankinspektionen att sätta ned kravet om det inte är sakligt motiverat i det enskilda fallet. Man framhåller dock att konkurrensneutraliteten måste upprätthållas. *OM* framför liknande synpunkter.

Skälen för mitt förslag: Enligt 2 kap. 2 § lagen om handel med finansiella instrument skall en clearingorganisation se till att betryggande säkerhet för gjorda åtaganden ställs och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge åtagandet består. Säkerheten skall anses betryggande om det kan antas att åtagandet kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas. I lagen anges inte närmare hur stor säkerheten bör vara, utan det åligger clearingorganisationen att se till att säkerhetssystemet får en lämplig utformning. Det ankommer på finansinspektionen som tillsynsmyndighet att övervaka att detta följs. Lagen ger också möjlighet för regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen att meddela föreskrifter om säkerhetskravets utformning.

Säkerhetssystemet hos en clearingorganisation skall vara så betryggande utformat att risken för att organisationen skall behöva infria sitt garantiåtagande gentemot kunderna minimeras. Man kan emellertid aldrig helt utesluta att sådana situationer ändå uppstår. I dessa fall utgör clearingorganisationens eget kapital den yttersta säkerheten för att dess garantiåtagande uppfylls.

Clearingorganisationen kan också ådra sig ersättningsskyldighet för olika fel som uppstår i verksamheten. Det kan vara fel som begås av anställda eller tekniska fel för vilka clearingorganisationen inte kompenseras av någon utomstående. Sådan ersättningsskyldighet kan naturligtvis uppkomma i allehanda typer av verksamheter och är därför i och för sig inte något speciellt för clearingverksamhet. En statlig auktorisation motiverar emellertid, enligt min mening, särskilda hänsynstaganden även i detta avseende. Ett auktoriserat företag bör ha större ekonomiska möjligheter att klara av ersättningskrav än vad som gäller företag i allmänhet. Visst reservkapital bör därför finnas hos clearingorganisationen även för angivna typer av anspråk.

I analogi med vad som anförts beträffande börser finns det även från mer allmänna synpunkter skäl att ställa krav på god finansiell styrka hos företag som får tillstånd för clearingverksamhet. Detta bör bidra till att verksamheten får viss varaktighet och stabilitet. Därmed kan det allmänna förtroendet för clearingverksamhet också lättare upprätthållas.

Det kapitalkrav som kommittén ställer upp för clearingorganisationer består av två komponenter, dels ett fast minimibelopp för bolagets eller den ekonomiska föreningens aktiekapital resp. medlems- och förlagsinsatser (25 milj.kr.), dels ett krav på att företagets egna kapital skall motsvara en viss minsta andel (5 %) av det genomsnittliga säkerhetsbehovet per dag för samtliga kunder under det senaste halvåret. Metoden är utformad efter mönster i finländsk lagstiftning. Tanken med det senare ledet är naturligtvis att kapitalkravet löpande skall anpassas till volymförändringar i verksamheten. Därvid har kommittén valt en genomsnittsmetod för att inte clearingorganisationens kapital skall behöva höjas vid enbart tillfälliga variationer och för att organisationen vid bestående förändringar skall få rimlig tid på sig att vidta erforderliga åtgärder för att höja kapitalet. Kravet på ett visst minsta aktiekapital kan ses som ett uttryck för att vissa av de risker som belastar clearingorganisationen är oberoende av omfattningen av verksamheten. Detta förslag är enligt min bedömning inte helt tillfredsställande.

Jag anser att kravet på kapitalstyrka bör, som redan tidigare framhållits, sättas med utgångspunkt från de risker som verksamheten faktiskt belastas av. Det är nödvändigt att beakta både de risker som uppkommer till följd av att clearingorganisationen står som garant för avtalen och sådana risker som är förenade med själva verksamheten. Omfattningen av dessa risker är inte bara beroende av omfattningen av verksamheten, utan också verksamhetens art, liksom förekomsten av olika säkerhetsarrangemang, försäkringar och andra avtal som bidrar till att begränsa clearingorganisationens risktagande. Det är därför nödvändigt att anpassa kapitalkraven till verksamhetsförhållandena i varje enskilt fall.

För att få en uppfattning om omfattningen av de risker clearingen belastas med till följd av sitt garantiåtagande, är det till att börja med nödvändigt att försöka bedöma sannolikheten för att någon clearingmedlem inte förmår att infria sina förpliktelser mot clearingorganisationen. Det förutsätter bl.a. en bedömning av clearingdeltagarnas finansiella

styrka. Den får sedan vägas samman med en bedömning av omfattningen och värdet av de säkerhetskrav clearingorganisationen tillämpar visavi clearingmedlemmarna.

På samma sätt krävs det en systematisk genomgång av de risker som är förbundna med den operativa verksamheten. Det gäller att identifiera vilka risker det finns för att det uppstår fel som kan leda till att det uppkommer ersättningsanspråk och försöka bedöma storleken på dessa risker. Denna bedömning får sedan kompletteras med en bedömning av i vilken utsträckning ansvarsförsäkringar och liknande avtal täcker eventuella ersättningsanspråk.

När så en samlad bild av alla typer av risker erhållits är det möjligt att göra en bedömning av vilken kapitalstyrka som krävs i det enskilda fallet. Det är naturligtvis inte tillfyllest att det görs en sådan bedömning endast i samband med tillståndsprövningen, utan den erforderliga kapitalstyrkan måste bli föremål för en återkommande granskning allteftersom verksamheten ökar eller minskar i volym eller förhållandena ändras i övrigt.

Det förhållandet att kraven skall baseras på en individuell prövning gör det olämpligt att i lagen försöka ange hur kraven skall utformas. I stället bör det överlåtas på regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen att meddela närmare föreskrifter om vilka krav på aktiekapital resp. medlems- och förlagsinsatser som skall tillämpas för företag som bedriver clearingverksamhet i optioner och terminer.

En clearingorganisation bör ha kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem till följd av clearingverksamheten.

3.3.4 Clearingmedlemskap

Mitt förslag: Medlemskap i en clearingorganisation får endast beviljas den som har betryggande kapitalstyrka och som i övrigt bedöms vara lämplig att delta i clearingen.

Kommitténs förslag innebär att medlemskretsen begränsas på samma sätt som för börs (se avsnitt 3.1.6).

Remissinstanserna lämnar kommitténs förslag utan erinran.

Hearingsynpunkter: *OM* efterlyser en ändring av sekretesslagen som skulle möjliggöra för börser och clearingorganisationer att av finansinspektionen erhålla upplysningar om sina medlemmar rörande deras förmåga att fullgöra sina skyldigheter mot börsen resp. clearingorganisationen. Härvid anförs att det är särskilt viktigt att en clearingorganisation som inträder som motpart och kontraktsgarant får reda på när en medlem har svåra ekonomiska problem.

Skälen för mitt förslag: Vid clearing av optioner och terminer åligger det clearingorganisationen att se till att det ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge åtagandet

består. Bestämmelser härom finns för närvarande i 2 kap. 2 § lagen om handel med finansiella instrument men föreslås bli överflyttade till nu aktuell lagstiftning.

I regel är det clearingmedlemmen som gentemot en clearingorganisation bär ansvaret för krav på säkerhet som ställs i clearingen. Ansvaret kan vara mer eller mindre långtgående. Det kan innebära en fullständig garanti gentemot clearingen med avseende på samtliga affärer som clearas via medlemmen. Ansvaret kan också vara begränsat på så sätt att garantin endast avser att slutkunden initialt ställer föreskriven säkerhet. Uppkommer därefter ytterligare krav på säkerhet är i sådant fall endast slutkunden ansvarig härför. Även olika mellanformer kan tänkas.

Oavsett hur ansvaret är utformat är det för stabiliteten i clearingen angeläget att det ställs krav på god soliditet hos den som är medlem hos en clearingorganisation. De aktörer för vilka börsmedlemskap skall kunna komma ifråga, nämligen - förutom riksbanken - vissa värdepappersinstitut och utländska företag som har börstillträde i hemlandet och som där står under tillsyn, har naturligtvis ofta erforderliga finansiella resurser för att kunna delta i clearing av det slag som här avses, men man kan inte utgå från att så alltid är fallet. Oavsett hur det förhåller sig med detta saknas enligt min mening skäl för att, på det sätt kommittén föreslagit, i lagen begränsa medlemskretsen till de nu angivna aktörerna. Den internationella aspekten gör sig här ej gällande på samma sätt som för deltagande i börsverksamhet. Det behöver knappast befaras att en utvidgning av medlemskretsen skulle leda till komplikationer i det internationella samarbetet på clearingområdet.

Det bör därför överlåtas till varje enskild clearingorganisation att avgöra vilka som skall få delta i den clearing som organisationen anordnar. Vid beviljande av medlemskap måste dock prövas huruvida den som ansöker om medlemskap har betryggande kapitalstyrka och om han i övrigt är lämplig att delta i clearingen. En sådan prövning ligger givetvis också i clearingorganisationens eget intresse om verksamheten skall kunna bedrivas effektivt och säkert.

Några särskilda bestämmelser för utländska rättssubjekts deltagande i clearingverksamhet här i landet erfordras inte. I principen om fritt tillträde ligger att utländska rättssubjekt som söker medlemskap skall prövas efter samma grunder som svenska subjekt.

Med anledning av OM:s önskemål om ändring i sekretesslagen vill jag anföra följande. Börs- eller clearingmedlem som står under finansinspektionens tillsyn omfattas av sekretesskyddet i 8 kap. 5 § sekretesslagen. Enligt bestämmelsen gäller sekretess för uppgift om hans affärs- och driftförhållanden som finns hos inspektionen, om det kan antas att han lider skada om uppgiften röjs. Sekretess gäller också för uppgift om ekonomiska och personliga förhållanden för annan, som har trätt i affärsförbindelse eller liknande förbindelse med den som står under tillsyn av inspektionen.

Enligt min mening finns inte skäl att begränsa det sekretesskydd som sekretesslagen ger den som står under tillsyn av finansinspektionen enbart för att tillgodose börsers eller clearingorganisationers — i och för sig berättigade — intresse av att få veta om en börs- resp. clearingmedlem befinner sig i ekonomiskt trångmål. I första hand bör i stället väljas möjligheten att enligt 14 kap. 4 § sekretesslagen inhämta samtycke från den som sekretesskyddet gäller till förmån för. Av förarbetena till lagen (prop. 1979/80:2 Del A s. 331) framgår nämligen att ett samtycke kan ges i förväg med tanke på en kommande situation även om ett sådant samtycke inte får ges ett så generellt innehåll att den enskilde allmänt förklarar sig avstå från sekretessen hos en viss myndighet.

3.4 Utländska företags verksamhet i Sverige

Mitt förslag: Utländska företags filialer i Sverige kan få auktorisation som börs eller marknadsplats. Utländska företag kan också få tillstånd att bedriva clearingverksamhet via filial här i landet.

Kommitténs förslag bygger på tillståndskrav för börs- och clearingverksamhet. Sådant tillstånd föreslås kunna beviljas endast svenskt aktiebolag eller svensk ekonomisk förening.

Remissinstanserna berör inte frågan.

Skälen för mitt förslag: Enligt lagen om värdepappersrörelse kan utländskt företag få tillstånd att från filial bedriva värdepappersrörelse i Sverige. Motsvarande ordning gäller också beträffande t.ex. utländska banker och finansbolag. Allmänna bestämmelser om utländska företags etablering i Sverige och om formerna för detta finns för närvarande i lagen (1968:555) om rätt för utlänning och utländskt företag att idka näring här i riket. Regeringen har i en proposition till riksdagen (prop. 1991/92:88) föreslagit att det nuvarande kravet på näringstillstånd avskaffas och ersätts av ett registreringsförfarande. Alla utländska företag och utomlands bosatta svenska eller utländska medborgare som lämnar begärda uppgifter blir registrerade och får driva näring i Sverige. Utländska företag får således möjlighet att fritt välja etablering genom svenskt dotterföretag eller genom filial. I en föreslagen ny lag om utländska filialer m.m. finns bestämmelser som främst gäller hur verksamhet genom filial skall bedrivas. Dessa bestämmelser innebär inga större förändringar i förhållande till gällande rätt.

Det saknas anledning att göra andra överväganden i dessa avseenden beträffande utländska företag som genom filialetablering här i landet vill bedriva börs- eller clearingverksamhet. Auktorisation som börs eller marknadsplats eller tillstånd till clearingverksamhet bör beviljas om företaget bedriver samma slags verksamhet i hemlandet och där står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ, och den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla kraven på en sund verksamhet på det berörda området. En förutsättning är således att

det finns en tillfredsställande tillsyn och kontroll i hemlandet och att finansinspektionen har möjlighet att samarbeta med tillsynsorganet där. För en utländsk filial bör de bestämmelser som gäller för svenska företag gälla i tillämpliga delar. Filialer bör stå under finansinspektionens tillsyn. I likhet med den lösning som valts beträffande utländska banker och värdepappersföretag anser jag att det inte bör ställas krav på ett särskilt avskilt kapital för de i Sverige etablerade filialerna. Emellertid bör auktorisation eller tillstånd ges bara till företag som är underkastade ett regelsystem som ger väsentligen samma garantier för företagets soliditet som de svenska reglerna.

Utländska börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer som bedriver verksamhet här i landet bör, utöver reglerna i börs- och clearinglagen, liksom tidigare omfattas av de generella bestämmelserna om utländska företags etablering i Sverige.

3.5 Tillsyn och sekretess

Mitt förslag: Börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer skall stå under tillsyn av finansinspektionen och skall lämna inspektionen de uppgifter om verksamheten som inspektionen begär.

Finansinspektionen får förordna revisor samt sammankalla styrelse eller stämma i en börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation. Företrädare för finansinspektionen får också närvara vid sådan sammankomst och delta i överläggningarna.

Möjligheten till sekretess för uppgifter från utlandet utvidgas. Sekretess skall, i den utsträckning regeringen föreskriver det, gälla för uppgifter som finansinspektionen erhåller enligt avtal med utländska tillsynsorgan.

Kommitténs förslag överensstämmer vad gäller informationsskyldighet och insynsmöjligheter i allt väsentligt med mitt förslag. I fråga om sekretess för uppgift från utländsk myndighet är kommitténs förslag begränsat till sådan uppgift som erhållits i enlighet med ett av riksdagen godkänt avtal med främmande stat.

Remissinstanserna: De flesta remissinstanserna lämnar förslagen utan erinran eller avstår från att kommentera dem. *Bankinspektionen* betonar vikten av att vid samarbete med utländska tillsynsmyndigheter kunna garantera sekretess för erhållna uppgifter.

Skälen till mitt förslag: Finansinspektionen svarar i dag för tillsynen över olika institut inom den finansiella sektorn, bl.a. på värdepappersmarknaden. Denna marknad är ett område där den internationella utvecklingen går mycket snabbt, såväl på den tekniska sidan som när det gäller offentliga regleringar. Det senare gäller inte minst utvecklingen inom EG.

Handeln med värdepapper blir mer och mer internationell genom utländska företag som etablerar sig här i landet, svenska företag som söker sig utomlands samt en ökad handel över gränserna. Denna utveckling medför att regleringen särskilt på värdepappersmarknaden måste utformas med hänsynstagande till vad som händer utomlands. Som jag tidigare föreslagit skall börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer auktoriseras resp. erhålla tillstånd av finansinspektionen samt stå under dess tillsyn. I fråga om auktorisationsprövningen ger den föreslagna lagstiftningen finansinspektionen förhållandevis vida ramar att hålla sig inom. Avsikten är att inspektionen skall göra en individuell bedömning av sökanden utifrån arten och omfattningen av den aktuella verksamheten. Den valda lagstiftningstekniken att i föreskrifter - utfärdade av regeringen eller finansinspektionen - meddela de detaljregler som följer bl.a. av EG:s direktiv, ger enligt min mening önskvärd flexibilitet. Härigenom blir det möjligt att snabbt anpassa nödvändiga detaljregler till internationella krav. Det kan förutses att finansinspektionen genom den nu föreslagna lagstiftningen kommer att få till uppgift att meddela föreskrifter på värdepappersmarknaden i större utsträckning än vad som för närvarande är fallet. Självfallet är det viktigt att sådana föreskrifter utformas med beaktande av såväl lagstiftningens syften som marknadens villkor. Det ter sig därför naturligt att inspektionen vid utarbetandet av föreskrifter normalt inhämtar synpunkter från berörda företag och branschorganisationer.

Tillsynen över instituten på värdepappersmarknaden förutsätter att inspektionen har möjlighet att fortlöpande följa verksamheten och får den information som behövs. Nu aktuella institut - börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer - bör därför vara skyldiga att, i likhet med vad som gäller enligt bl.a. lagen om värdepappersrörelse, i föreskriven omfattning hålla handlingar tillgängliga för inspektionen och även i övrigt lämna de upplysningar inspektionen begär. Dessutom bör inspektionen ha rätt att kalla till styrelsemöte eller stämma i ett företag av berört slag, om detta behövs för att vinna klarhet i något förhållande som rör verksamheten och detta inte kan ske i andra former. Vid sådana sammanträden får företrädare för inspektionen närvara och delta i överläggningarna.

Värdepappersmarknadens internationalisering ställer som nämnts nya krav på tillsynens inriktning och utformning. En effektiv tillsyn förutsätter vid dessa förhållanden ett utökat och väl fungerande samarbete mellan tillsynsorgan i olika länder. En viktig del i ett sådant samarbete är möjligheten att utbyta information mellan myndigheterna.

I *bilaga 10* har som bakgrund lämnats en redogörelse för internationellt samarbete i tillsynsfrågor (se avsnitt 1.2.8 i bilagan). Det bör betonas att de EG-direktiv som är aktuella på detta område föreskriver samarbete mellan tillsynsorganen i medlemsländerna. Direktiven innehåller i anslutning härtill även regler om sekretess i mottagarlandet för lämnade uppgifter.

Nu gällande sekretessregler, bl.a. 8 kap. 5 § sekretesslagen, är utformade så att de vid ikraftträdande av ett EES-avtal eller ett svenskt medlemskap i EG, ger sådant sekretesskydd som är en förutsättning för ett samarbete i förhållande till de andra stater som omfattas av sådana avtal eller som är medlemmar i EG. Detsamma gäller även i förhållande till andra stater med vilka Sverige träffat av riksdagen godkända avtal om utbyte av information i de fall sekretess föreskrivs i avtalet. För framtiden föreligger emellertid ett behov av att i smidigare former kunna utsträcka ett sådant informationssamarbete även till andra stater. Detta sker normalt genom upprättande av ett s.k. Memorandum of Understanding (MOU) men kan också ske genom mer informella kontakter. Dåvarande bankinspektionen betonade i sitt remissvar vikten av att kunna bedriva ett sådant samarbete och påtalade att, om inspektionen skall kunna erhålla information från ett annat land, det normalt är en förutsättning att erhållna uppgifter behandlas konfidentiellt.

Som inspektionen anfört är det med den ökande internationaliseringen av de finansiella marknaderna av stor vikt att inspektionen i sitt tillsynsarbete inte utestängs från möjligheten att erhålla uppgifter från myndigheter och organ med motsvarande uppgifter i andra länder. Härvid måste beaktas att flertalet andra länder har strängare sekretessregler än de svenska. Mot denna bakgrund är enligt min mening de nu gällande reglerna om sekretess för uppgifter från utlandet alltför begränsade.

Det kan enligt min mening inte anses rubba den svenska offentlighetsprincipen eller stå i strid med något annat väsentligt svenskt intresse, om uppgifter som finns i ett annat land och där inte är tillgängliga för allmänheten inte heller blir offentliga här i landet om de som ett led i ett tillsynssamarbete lämnas till svensk myndighet. Jag är emellertid för närvarande inte beredd att föreslå ett absolut sekretesskydd för alla utländska uppgifter. Sekretesskyddet borde dock under vissa förutsättningar kunna utsträckas till uppgifter som erhållits enligt avtal, även om detta inte har godkänts av riksdagen. Jag avser då i första hand sådana avtal som finansinspektionen med bemyndigande av regeringen enligt 10 kap. 3 § regeringsformen kan träffa med tillstånds- eller tillsynsorgan i främmande stat. Det bör ankomma på regeringen att med stöd av bemyndigande enligt 2 kap. 2 § andra stycket tryckfrihetsförordningen genom förordning meddela närmare föreskrifter om sekretessbestämmelsens tillämplighet. Sekretess bör således gälla endast i den mån regeringen föreskriver det beträffande ett visst avtal.

Jag föreslår därför sammanfattningsvis att uppgift om affärs- eller driftförhållanden eller ekonomiska och personliga förhållanden som finansinspektionen erhåller enligt avtal med ett tillstånds- eller tillsynsorgan i en främmande stat, i den mån regeringen föreskriver det, skall omfattas av sekretess här.

Jag vill här även beröra en annan fråga rörande 8 kap. 5 § sekretesslagen. I paragrafens första stycke anges bank- och försäkringsväsendena som generella områden medan den tredje delen — värdepappersmarknaden — numera definieras som vissa bolag och institut samt fondbörsväsendet. Den ursprungliga formuleringen "fondkommissions- och fondbörs-

väsendet" var mer i linje med lydelsen i övrigt. Enligt förslaget till börs- och clearinglag ersätts begreppet fondbörs av begreppen börs resp. auktoriserad marknadsplats. Enligt min mening är det nu lämpligt att i stället för att komplettera paragrafen med ytterligare institut såsom börs, auktoriserad marknadsplats och clearingorganisation, ange det generella området för finansinspektionens tillstånds- och tillsynsverksamhet, nämligen värdepappersmarknaden.

Inom finansdepartementet planeras en översyn av de bestämmelser för finansinspektionens tillsynsverksamhet som finns i olika lagar för instituten på finansmarknaden. Frågan om en sådan översyn har tagits upp i en skrivelse från finansinspektionen till finansdepartementet i januari 1992. I skrivelsen påpekas bl.a. att det finns väsentliga formella och sakliga olikheter i de aktuella lagarna vad avser inspektionens befogenheter och att det föreligger behov av enhetligare regler. I skrivelsen anmäls också behov av en översyn av de bestämmelser enligt vilka inspektionen kan förordna revisorer i de finansiella instituten.

I avvaktan på en översyn av reglerna inom hela tillsynsområdet bör de bestämmelser för finansinspektionens tillsyn som här föreslås inte avvika från det mönster som finns i nyligen tillkommen lagstiftning på värdepappersmarknadsområdet, nämligen lagen om värdepappersfonder och lagen om värdepappersrörelse. Tillsynsbestämmelserna kan dock komma att ändras senare beroende på resultatet av den aktualiserade översynen.

Mitt förslag: Finansinspektionen får beträffande en börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation

1. förbjuda att beslut verkställs,
2. förelägga företaget att göra rättelse, om detta är möjligt,
3. meddela varning,
4. återkalla auktorisationen eller tillståndet och beträffande en clearingorganisation förena återkallelsen med förbud att fortsätta verksamheten,
5. vid återkallelse av tillstånd till clearingverksamhet besluta om hur avvecklingen av rörelsen skall ske.

Börsen och clearingorganisationen skall utesluta medlem som inte längre uppfyller förutsättningarna för medlemskap. I övrigt får företagets sanktionsmöjligheter mot en medlem regleras i avtal.

En börs skall besluta om avregistrering av ett finansiellt instrument om utgivaren allvarligt brustit i sina förpliktelser och om det inte är olämpligt ur allmän synpunkt. Övriga sanktionsmöjligheter mot utgivare av inregistrerade fondpapper får regleras i avtal. Avförande av icke inregistrerade fondpapper från notering och andra sanktioner mot utgivare av sådana fondpapper får regleras genom avtal. Motsvarande skall gälla i fråga om fondpapper som är noterade vid en auktoriserad marknadsplats.

Någon disciplinnämnd inrättas inte.

Kommitténs förslag: Kommittén föreslår att sanktionsmöjligheterna även i fortsättningen skall regleras i lag och i stort överensstämma med de nuvarande. Tillsynsmyndigheten föreslås vid vite kunna förelägga den som driver börsverksamhet utan tillstånd att upphöra med detta. Börsstyrelsens sanktionsmöjligheter gentemot börsmedlemmar föreslås även innefatta en tidsbegränsad återkallelse och föreläggande av vite. Samma sanktioner föreslås gälla för clearingorganisationer. Kommittén föreslår att en disciplinnämnd tillskapas. Denna skall handlägga sanktionsfrågor som härrör från börser och clearingorganisationer.

Remissinstanserna: Flertalet remissinstanser tillstyrker förslagen eller lämnar dem utan erinran. *Svea hovrätt* anser att det liksom enligt gällande rätt bör vara förenat med straffansvar att driva börsverksamhet utan tillstånd. Förslaget att inrätta en disciplinnämnd lämnas utan erinran eller tillstyrks av remissinstanserna. Ett flertal remissinstanser invänder mot de föreslagna reglerna för klander och sammansättningen av nämnden. Hovrätten pekar på den föreslagna nämndens domstolsliknande karaktär och vilka följder en tillämpning av förvaltningslagen kan få i olika hänseenden. Hovrätten och *kammarrätten i Stockholm* är kritiska till att ärenden skall kunna föras till nämnden på initiativ endast av börs eller clearingorganisation. *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* anser att varje börs bör ha sin egen disciplinnämnd.

Hearingsynpunkter: *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* framhåller att det bör övervägas ett krav på att varje börs eller marknadsplats där allmänheten handlar har någon form av klagomålsinstans. *OM* hävdar att en förutsättning för börsauktorisation bör vara att företaget har fungerande och tillförlitliga rutiner för hantering av klagomål från kunder och allmänheten.

Skälen för mitt förslag

Sanktioner mot börser m.fl.

Det finns för närvarande ingen anledning att ändra de sanktionsmöjligheter som finansinspektionen disponerar över. Om en ändring skall göras så bör den omfatta inspektionens hela tillsynsområde, och det är, som tidigare nämnts, inte aktuellt i detta ärende. Nuvarande sanktioner får enligt min mening anses vara väl lämpade även för tillsynen av börser och marknadsplatser. Eftersom jag föreslår att auktorisation skall kunna meddelas ett företag som organiserar regelbunden handel med finansiella instrument, ligger det i sakens natur att finansinspektionen kan återkalla en sådan auktorisation. Återkallelse bör kunna ske när företaget överträder börslagstiftningen eller föreskrift som meddelats med stöd av denna eller på annat sätt visat sig olämplig att utöva sådan verksamhet som auktorisationen avser. Återkallelse bör även kunna ske om företaget inte driver sådan verksamhet som auktorisationen avser. Inspektionen bör vid lindrigare överträdelser av reglerna i stället kunna meddela varning.

Det ovan anförda gäller även beträffande tillstånd till clearingverksamhet. I fråga om sådan verksamhet bör ett beslut om återkallelse kunna förenas med förbud att fortsätta verksamheten. Inspektionen bör vid återkallelse av tillstånd till clearingverksamhet också kunna besluta om hur avvecklingen av rörelsen skall ske.

Den omständigheten att auktorisation som börs eller marknadsplats föreslås bli frivillig innebär inte att organiserad handel med finansiella instrument kan ske utan offentlig kontroll. Som jag tidigare har redogjort för (avsnitt 3.1.1) blir verksamhet av börskaraktär, för vilken auktorisation inte erhållits, i grunden tillståndspliktig som förmedlingsverksamhet enligt lagen om värdepappersrörelse. Finansinspektionen får enligt 6 kap. 10 § denna lag ingripa mot den som organiserar tillståndspliktig handel med finansiella instrument genom att förelägga den ansvarige att upphöra med verksamheten. Sådant föreläggande får förenas med vite. Samma sanktion kan tillgripas mot värdepappersinstitut som i strid med 6 kap. 8 § samma lag deltar i uppenbart olämplig handel. Inspektionen kan även med stöd av 4 kap. 2 § 1 lagen om handel med finansiella instrument tillgripa samma sanktionsmöjligheter mot var och en, alltså inte bara värdepappersinstitut, som deltar i handel med ett finansiellt instrument, om handeln inte bedrivs så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Detta torde ge tillfredsställande möjligheter att stoppa en olämplig marknad.

Här har förutsatts att tvekan inte råder om att verksamheten bedrivs i Sverige. Det är emellertid långt ifrån alltid självklart huruvida en viss verksamhet kan anses *bedriven* i Sverige. Detta gäller i första hand olika former av elektroniska handels- och clearingsystem, som inte behöver ha fastare anknytning till Sverige än en telefon- eller datalinje eller vilkas signaler sänds via satellit. Något generellt svar på när en verksamhet skall anses bedriven i Sverige kan inte lämnas, utan detta måste bedömas från fall till fall. I de fall verksamheten inte anses bedriven i Sverige får frågor om tillsyn lösas genom internationellt samarbete. Det kan anmärkas att möjligheten att förelägga ett värdepappersinstitut att upphöra med handeln på en marknad föreligger även beträffande en från utlandet bedriven verksamhet av olämpligt slag.

Sanktioner mot medlemmar

Jag har tidigare redovisat vilka förutsättningar som bör gälla för medlemskap vid en börs eller clearingorganisation. Om en medlem inte längre uppfyller dessa förutsättningar, bör börsen eller clearingorganisationen vara skyldig besluta att medlemskapet skall upphöra. Återkallelse av medlemskapet skall också ske om medlemmen genom att bryta mot lag som är av betydelse för värdepappersmarknaden eller mot föreskrift som meddelats med stöd av den lagstiftningen eller på annat sätt visar sig olämplig. Sanktionen upphörande av medlemsskap bör komma till användning vid grova överträdelser. Om det fattats beslut om upphörande av medlemskap bör den som avses med beslutet ändå få vidta vissa åtgärder för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

Ett tillstånd att driva värdepappersrörelse upphör inte automatiskt vid ett återkallande av börsmedlemskap. Det får emellertid antas att finansinspektionen i sådana fall omprövar tillståndet. Det bör dock inte uteslutas att enbart en återkallelse av börsmedlemskap i vissa situationer kan vara en tillräcklig åtgärd. Eftersom medlemskap kan komma att föreligga vid flera börser och clearingorganisationer kan den situation uppstå att medlemmen överträtt regler vid t.ex. en börs men skött sig klanderfritt vid en annan. Berörda företag kan då komma att göra olika bedömningar. En börs vid vilken den aktuelle medlemmen skött sig klanderfritt kan t.ex. finna att det ifrågasatta beteendet saknar relevans i medlemmens förhållande till den börsen.

Det bör liksom för närvarande finnas utrymme att, vid överträdelser som inte är så allvarliga att medlemskapet skall upphöra, tillämpa andra sanktioner. Såväl börs som clearingorganisation bör tillförsäkra sig möjligheten att ingripa mot medlemmar som inte följer uppställda regler. Även en auktoriserad marknadsplats kan ha behov av att ha sanktionsmöjligheter mot de aktörer som deltar i handeln även om de inte skulle vara medlemmar. Sådana sanktioner bör regleras i avtal mellan medlemmarna och den berörda börsen eller clearingorganisationen resp. i avtal mellan deltagande aktörer och marknadsplatsen. Det bör ankomma på finansinspektionen att vid sin auktorisations- eller tillståndsprövning granska utformningen av sådana sanktionsregler.

Avregistrering av ett bolags aktier torde vara den allvarligaste sanktionen mot ett börsbolag. Sanktionen har endast tillämpats vid ett mindre antal tillfällen under det senaste årtiondet. Avregistrering innebär också i många avseenden en minskad insyn i bolaget genom att dess informationsskyldighet enligt inregistreringskontraktet upphör. Dessutom kan en legitim handel med aktien försvåras eller i praktiken helt upphöra. En avregistrering innebär i dessa avseenden en nackdel för aktieägarna och presumtiva köpare av aktier. Jag föreslår att det införs en lagstadgad skyldighet att vidta avregistrering för att de krav för inregistrering som ställs i lag skall kunna upprätthållas och för att hindra att aktier eller andra fondpapper utgivna av bolag eller andra som inte respekterar dessa regler blir föremål för organiserad handel. Avregistrering bör dock inte ske om det är olämpligt från allmän synpunkt. I övrigt kan ytterligare sanktioner regleras i avtal.

Disciplinnämnd

Kommittén föreslår att en disciplinnämnd tillskapas. Denna skall enligt förslaget handlägga sanktionsfrågor som uppstår vid börser och clearingorganisationer. Härigenom uppnås enligt kommittén en renodling av beslutsfunktionerna och en minskad risk för misstanke att ovidkommande hänsyn till den egna verksamheten påverkat beslut i ett sanktionsärende. Vidare erhålls en prejudikatinstans vars avgöranden kan tjäna till ledning för den etikskapande verksamheten på hela värdepappersmarknaden. Kommittén föreslår en särskild lag som reglerar nämndens verksamhet.

Som kommittén framför måste det krävas av sanktionssystemen på värdepappersmarknaden att de garanterar rättssäkerheten för marknadens aktörer. Marknaden måste präglas av förutsägbarhet och likabehandling både vad gäller handel och sanktioner. Att införa ett för värdepappersmarknaden gemensamt organ för hantering av sanktionsfrågor skulle kunna vara ett sätt att säkerställa detta. Det är emellertid osäkert vilken omfattning verksamheten vid ett sådant organ skulle få. Medlemmarna får normalt antas ha ett intresse av att rätta sig efter gällande regler. Flertalet av de åtgärder och företeelser som skulle kunna leda till ett senare disciplinärende torde på ett tidigt stadium kunna lösas genom påpekanden eller i samförstånd mellan de berörda parterna. Det måste mot denna bakgrund ifrågasättas om det antal disciplinärenden som skulle aktualiseras motiverar skapande av ett nytt organ enbart för detta ändamål. Rent allmänt bör också försiktighet iakttas med inrättande av ytterligare nämnder och domstolsliknande organ för olika rättsområden. Dessutom kan ifrågasättas om kostnaden för en sådan organisation är försvarbar; i och för sig skulle kostnaden inte drabba staten men å andra sidan skulle värdepappersmarknadens totala kostnader öka och i slutändan drabba investerarna. Enligt min mening bör därför inte föreslås lagstiftning om inrättande av en disciplinnämnd.

Det bör i stället ankomma på det berörda företaget att utforma en organisation för detta ändamål. Detta kan ske genom att varje företag, liksom för närvarande, själv handlägger sådana frågor. Andra alternativ kan vara inrättande av enskilda fristående nämnder eller branschvisa organ. Finansinspektionen bör vid sin bedömning av frågor om auktorisation och tillstånd beakta hur företaget organiserat de regelskapande, utredande och ansvarsutkrävande funktionerna. Av företag som erhåller auktorisation eller tillstånd bör krävas att de har tillfredsställande rutiner för att ta hand om klagomål från kunder och allmänheten. Det ankommer på finansinspektionen att bedöma om företagen uppfyller detta krav.

Överklagande m.m.

Stockholms fondbörs beslut kan enligt nuvarande regler inte överklagas på administrativ väg. Beslut som en börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation fattar i en sanktionsfråga kommer inte heller enligt mitt förslag att kunna överklagas administrativt. Den som inte godtar ett beslut som fattats av en börs i fråga om avslag på ansökan om inregistrering av fondpapper eller om avregistrering föreslås dock med hänsyn till EG:s regler kunna klandra beslutet genom att inom tre månader väcka talan mot börsen vid allmän domstol.

Finansinspektionen bör i egenskap av tillsynsmyndighet ingripa om ett beslut strider mot börs- eller clearinglagstiftningen eller mot andra författningar eller föreskrifter som styr verksamheten eller mot bolagsordningen. En medlem i ett nu aktuellt institut eller en emittent kommer liksom för närvarande att kunna fästa finansinspektionens uppmärksamhet på ett beslut som uppfattas som felaktigt eller olämpligt. Givetvis kommer frågor rörande avtal med en börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation enligt allmänna regler att kunna göras till föremål för prövning i allmän domstol eller genom skiljeförfarande.

3.7 Avgifter till finansinspektionen

Mitt förslag: För finansinspektionens prövning av ansökan om auktorisation av börs eller marknadsplats eller tillstånd för clearingverksamhet skall sökanden betala avgift. Om inspektionen för bedömning av viss fråga behöver anlita någon med särskild fackkunskap, skall kostnaden för detta ersättas av sökanden.

Företag som fått auktorisation eller tillstånd skall med årliga avgifter bekosta finansinspektionens tillsyn.

Avgifter för prövning av ansökan om auktorisation eller tillstånd och för den löpande tillsynen skall betalas enligt de närmare föreskrifter regeringen meddelar.

Kommitténs förslag överensstämmer vad gäller avgifter för den löpande tillsynsverksamheten med mitt förslag. Kommitténs förslag, som

innebär tillståndsplikt för såväl börs- som clearingverksamhet, innehåller inga regler om särskilda avgifter för tillståndsprövning.

Remissinstanserna: De flesta remissinstanserna lämnar kommitténs förslag utan erinran. *Svenska Fondhandlareföreningen och bankorganisationerna* anger som sin principiella uppfattning att inspektionens verksamhet — även efter en utökning av densamma — bör finansieras över statsbudgeten. *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* är av samma åsikt.

Hearingsynpunkter: *Finansinspektionen* pekar på att kostnaderna för inspektionens auktorisations- och tillståndsprövning kan bli stora, att detta gäller särskilt om utomstående konsulter måste anlitas för granskning av datorsystem m.m. och att frågan om vem som skall betala dessa kostnader bör regleras i lagen.

Skälen för mitt förslag: Finansinspektionens verksamhet finansieras enligt nu gällande regler genom årliga avgifter från tillsynsobjekten. Bestämmelser härom finns beträffande Stockholms fondbörs i 34 § lagen om Stockholms fondbörs och beträffande clearingorganisationer i 4 kap. 3 § lagen om handel med finansiella instrument. Motsvarande bestämmelser finns bl.a. i insiderlagen och lagen om värdepappersrörelse. Avgifternas storlek m.m. regleras i förordningen (1991:1384) om finansiering av finansinspektionens verksamhet.

En eventuell förändring av den nuvarande formen för finansiering av inspektionens verksamhet i enlighet med vad några av remissinstanserna förspråkat bör enligt min uppfattning omfatta hela tillsynsområdet vilket nu inte är aktuellt.

Såvitt gäller kostnaderna för den löpande tillsynen innebär således mitt förslag ingen saklig ändring i förhållande till vad som gäller i dag.

Beträffande kostnaderna för auktorisations- och tillståndsprövning bör emellertid övervägas en annan ordning än den nuvarande. Riksdagen har under våren 1990 fattat beslut om riktlinjer för ett nytt system för avgiftssättning i tillståndsärenden vid statliga myndigheter (prop. 1989/90:138, FiU38, rskr. 289). Riktlinjerna innebär att full kostnadstäckning i princip skall gälla som ekonomiskt mål inom det område där avgiften tas ut och att avgifterna skall bestämmas med utgångspunkt i en schablonmässigt beräknad kostnad för handläggningen av ett tillståndsärende. Inom regeringskansliet bereds denna fråga utifrån de riktlinjer riksdagen beslutat om. Som underlag vid beredningen finns kostnadsberäkningar som utförts av riksrevisionsverket i samråd med berörda myndigheter (Beräkning av ansöknings- och expeditionsavgifter vid statliga myndigheter, RRV 1991-05-31, Dnr 20-90-1113). Nya regler för avgiftssättningen i tillståndsärenden vid statliga myndigheter beräknas kunna träda i kraft under år 1992. Det kan förväntas att även finansinspektionens tillståndsverksamhet kommer att omfattas av dessa nya regler.

Jag har tidigare redovisat (se avsnitten 3.1.3, 3.2.1 och 3.3.2) vilka formella och materiella krav som bör vara uppfyllda för att auktorisation som börs eller marknadsplats och tillstånd till clearingverksamhet skall beviljas. Kravens omfattning och arten av de överväganden som måste göras i dessa ärenden innebär att prövningen av om förutsättningar för

auktorisation eller tillstånd föreligger, kommer att bli mycket arbetskrävande och medföra stora kostnader för finansinspektionen. De avgifter för beslut i tillståndsärenden som för närvarande tas ut enligt expeditionskungörelsen är i storleksordningen några hundra kronor och täcker endast obetydligt kostnaden för tillståndsprövningen. Skillnaden mellan avgiftens storlek och den verkliga kostnaden för inspektionen skulle komma att bli ännu mycket större vid prövning av t.ex. en ansökan om auktorisation av en börs. Eftersom finansinspektionens verksamhet finansieras genom avgifter från tillsynsobjekten innebär en sådan ordning att kostnader som hänför sig till tillståndsprövning i realiteten kommer att betalas av samtliga avgiftspliktiga institut. Detta framstår enligt min mening som olämpligt, särskilt som t.ex. en befintlig börs skulle riskera att genom löpande avgifter få svara för en del av vad som egentligen är en etableringskostnad för en tillkommande konkurrerande börs. Jag föreslår i stället att den som ansöker om auktorisation som börs eller marknadsplats eller tillstånd för clearingverksamhet skall betala en ansökningsavgift som motsvarar den faktiska kostnaden för prövningen. Närmare bestämmelser om sådana ansökningsavgifter bör meddelas av regeringen.

Finansinspektionens auktorisations- och tillståndsprövning skall i enlighet med vad jag tidigare föreslagit i förekommande fall omfatta även granskning av datorsystem, bl.a. vad gäller säkerhet mot intrång och manipulationer, kapacitet och driftsäkerhet. För prövning av sådana och andra särskilda frågor som det inte rimligen kan krävas att inspektionen har detaljkunskaper om, kan inspektionen behöva anlita någon med särskild fackkunskap, t.ex. en datakonsult. I de fall detta blir aktuellt är det skäligt att kostnaden härför bör bäras av sökanden. Ett sådant kostnadsansvar är också ägnat att inskärpa vikten av att till ansökan fogas så komplett och överskådlig dokumentation rörande t.ex. datorsystem som möjligt.

3.8 Ingripanden mot den som saknar tillstånd, m.m.

Mitt förslag: Finansinspektionen får vid vite förelägga den som driver clearingverksamhet utan tillstånd att upphöra med verksamheten.

Den som i handel med finansiella instrument använder någon av beteckningarna börs eller auktoriserad marknadsplats utan att vara auktoriserad som sådan, får föreläggas att upphöra med detta.

Kommitténs förslag överensstämmer med mitt såvitt gäller rätt för finansinspektionen att ingripa med vitesföreläggande mot den som driver clearingverksamhet utan tillstånd. Eftersom kommittén föreslår tillståndstvång för börsverksamhet, omfattar den nämnda möjligheten att ingripa — i kommitténs förslag — även sådan verksamhet. Kommittén föreslår att den som erhållit tillstånd till börs- eller clearingverksamhet skall vara skyldig att i sin firma använda ordet börs eller clearing eller avledning

därav eller utländsk form av ordet börs. Annan som vid verksamhet på värdepappersmarknaden använder någon av de nämnda beteckningarna skall kunna drabbas av straffansvar.

Remissinstanserna: *Patent- och registreringsverket* pekar på att tillämpningsproblem kan uppstå vad gäller vissa av de nästan 200 bolag i aktiebolagsregistret som har ordet börs i sin firma. Enligt verket finns ett ganska stort antal bolag som har sin huvudsakliga verksamhet klart utanför området värdepappersmarknaden men som ägnar sig även åt att äga och förvalta aktier. *Svea hovrätt* anser att det bör vara förenat med straffansvar att driva koncessionspliktig verksamhet utan tillstånd. *Riksåklagaren* ifrågasätter nödvändigheten av att ha straffansvar för den som vid verksamhet på värdepappersmarknaden bryter mot namnskyddet.

Skälen för mitt förslag: Liksom kommittén anser jag att finansinspektionen bör ha möjlighet att genom vitesföreläggande stoppa den som bedriver clearingverksamhet utan tillstånd. En motsvarande rätt för inspektionen finns i 44 § lagen om värdepappersfonder och 6 kap. 10 § lagen om värdepappersrörelse. Eftersom jag inte föreslår något tillståndstvång för den som organiserar handel med finansiella instrument, är det inte aktuellt att förse inspektionen med en rätt att ingripa med vitesföreläggande i syfte att stoppa sådan verksamhet. Om verksamheten är att anse som tillståndspliktig förmedlingsverksamhet enligt 1 kap. 3 § 2 lagen om värdepappersrörelse kan dock ingripande ske med stöd av den lagen (se även avsnitt 3.1.1).

I motsats till kommittén anser jag det inte nödvändigt att föreskriva en skyldighet för börser och clearingorganisationer att i sin firma använda orden börs resp. clearing. Ej heller bör en auktoriserad marknadsplats vara skyldig att använda orden auktoriserad marknadsplats i firmanamnet. Företagen i fråga får alltså själva bestämma ett lämpligt namn för sin verksamhet. Däremot bör den som saknar auktorisation som börs eller auktoriserad marknadsplats inte få använda sig av dessa beteckningar vid handel med finansiella instrument, eftersom detta skulle kunna ge sken av att verksamheten är auktoriserad. Inspektionen bör ha rätt att ingripa med vitesföreläggande. För ordet clearingorganisation ser jag emellertid inte något motsvarande behov av ensamrätt, bl.a. därför att det kan finnas företag som — utanför det tillståndsbundna området — sysslar med clearing av finansiella instrument. Ordet får på grund därav inte samma särskiljande betydelse som börs och auktoriserad marknadsplats.

4 Stockholms fondbörs

4.1 Behov av en ombildning och utgångspunkter för denna

Mitt förslag: Stockholms fondbörs ombildas till aktiebolag.

Kommitténs förslag innebär att Stockholms fondbörs behåller sin nuvarande juridiska form och organisation.

Fondbörsstyrelsens förslag överensstämmer med mitt förslag.

Remissinstanserna

Kommitténs förslag

Flera remissinstanser, däribland *bankinspektionen*, *riksgäldskontoret*, *näringsfrihetsombudsmannen (NO)*, *riksbanksfullmäktige*, *styrelsen för Stockholms fondbörs*, *bankorganisationerna* och *Svenska Fondhandlareföreningen* menar att lika regler bör gälla för alla börser och att någon särreglering avseende Stockholms fondbörs således inte bör finnas kvar.

Fondbörsstyrelsens förslag

Remissinstanserna är genomgående positiva till att en ombildning av Stockholms fondbörs genomförs. Enighet råder om att aktiebolagsformen därvid är den lämpligaste och att verksamheten bör bedrivas under den generella börslagstiftningen.

Skälen för mitt förslag: Fondbörsen är en självständig juridisk person. Det är emellertid oklart vad för slags association den utgör. I förarbetena till lagen om Stockholms fondbörs (prop. 1978/79:9 s. 301) har fondbörsen karakteriserats som en privaträttslig sammanslutning som genom åren fått en alltmer offentligrättslig karaktär till följd av ingripanden från det allmännas sida (jfr Tjernberg: Stockholms fondbörs rättsliga ställning och möjligheterna att överpröva vissa beslut, SvJT 1991 s. 40-56). Det torde vara så att fondbörsen i sin nuvarande skepnad varken är ett privaträttsligt eller ett offentligrättsligt subjekt utan befinner sig i gränslandet mellan dessa båda typer av juridiska personer. Ett utslag härav är att det föreligger oklarhet om huruvida fondbörsen har några ägare och vilka dessa i så fall är.

Värdepappersmarknadskommitténs förslag innebär att Stockholms fondbörs behåller sin nuvarande juridiska form och, med vissa mindre förändringar, sin organisatoriska uppbyggnad. Detta löses i kommitténs förslag till börs- och clearinglag genom en särreglering av fondbörsen i fråga om organisation och förvaltning. Fondbörsen särbehandlas också genom att den redan i lagen får rätt att driva börsverksamhet med fondpapper och andra finansiella instrument. Fondbörsen skulle således inte behöva söka auktorisation för börsverksamhet.

Börsverksamhet skall enligt kommitténs förslag kunna drivas av antingen aktiebolag eller ekonomisk förening. Kommittén tar dock inte upp frågan om en eventuell ombildning av Stockholms fondbörs till någon av dessa associationsformer. Detta görs emellertid i den förut nämnda skrivelsen från styrelsen för fondbörsen i oktober 1990 (se avsnitt 1). Sådana tankegångar framfördes också, som framgått, i några av remissvaren på kommitténs betänkande. Det förslag som fondbörsstyrelsen presenterar i den nämnda skrivelsen innebär att verksamheten förs över till ett aktiebolag som i likhet med andra börsdrivande företag skall lyda under en ny generell börslagstiftning.

I skrivelsen lämnas i korthet följande synpunkter på ombildningsfrågan. Fondbörsen bör framdeles ges möjligheter att bedriva börsverksamhet på samma villkor som presumtiva konkurrenter. Inga särskilda uppgifter av myndighetskaraktär bör läggas på fondbörsen som inte åläggs andra marknadsplatser. Oklarheterna kring fondbörsens rättsliga ställning och huvudmannaskapet behöver undanröjas. Ett tydligt och aktivt ägande av fondbörsen skapar de bästa förutsättningarna för effektivitet och konkurrenskraft. En lämplig lösning är att huvudmannaskapet och ägandet delas mellan fondbörsens medlemmar och emittenter. Verksamheten bör föras över till ett aktiebolag. Denna associationsform ger de bästa förutsättningarna i fråga om kapitalanskaffning och flexibilitet för framtida ändrade behov. Initialt bör ägandet av bolaget begränsas till medlems- och emittentkretsarna. Vid överförandet av fondbörsens verksamhet till bolaget kan det bli nödvändigt att bilda en stiftelse, vars huvudändamål skulle vara att verka för utvecklingen av Stockholm som ett livskraftigt finansiellt centrum och för andra med börsverksamhet sammanhängande frågor. Stiftelsen skulle, eventuellt temporärt, kunna inträda som ägare av en mindre del av den nya organisationen. På sikt bör ägandet inte genom direktiv eller föreskrifter begränsas till vissa kategorier. Kraven på det allmännas insyn i och inflytande över verksamheten bör tillgodoses genom att denna underkastas den kommande lagstiftningens generella krav. Ansvaret för förvaltningen av det nya bolaget bör läggas på en styrelse som i enlighet med aktiebolagslagens regler utses av ägarna.

Som tidigare anförts är ett av de viktigaste syftena med den föreslagna generella börslagstiftningen att underlätta etablering av nya börser och andra marknadsplatser för värdepappershandel. Detta bör bana väg för en effektivare konkurrens på det här området än vad som ter sig möjligt med kommitténs förslag.

Frågan om en ombildning av Stockholms fondbörs måste ses i ljuset av den inriktning som jag menar att den nya lagstiftningen inom börsområdet skall ha. Det slopade börsmonopolet och friheten att etablera nya marknadsplatser innebär med all sannolikhet att Stockholms fondbörs, förutom den redan befintliga konkurrensen från utländska börser, kommer att utsättas för inhemsk konkurrens. Hur denna inledningsvis kommer att gestalta sig kan emellertid vara svårt att säga något närmare om. Även om fondbörsen i kraft av sin nuvarande nationella ensamställning kommer att befinna sig i ett gott utgångsläge kan de förväntade

inhemska förändringarna i förening med en allt mer hårdnande internationell konkurrens förmodas ganska snart placera fondbörsen i en ny och mer utsatt situation. Jag ser det mot den bakgrunden som nödvändigt att fondbörsen får möjlighet att bedriva sin verksamhet på samma villkor som blivande konkurrenter. Detta kan knappast ske på annat sätt än att fondbörsen omstruktureras på ett sätt som säkerställer dess konkurrenskraft. Kommitténs förslag att fondbörsen skall behålla sin nuvarande egna associationsform och vara föremål för viss särreglering är alltså inte någon lämplig lösning. Jag ansluter mig i stället till fondbörsstyrelsens förslag att börsen skall ombildas till ett aktiebolag.

4.2 Ombildningens huvuddrag

Mitt förslag: Fondbörsens rörelse överlåts till ett nybildat aktiebolag.

Fondbörsens medlemmar och emittenter erbjuds att teckna hälften var av aktierna i aktiebolaget. Teckningsrätten fördelas mellan de enskilda medlemmarna och emittenterna i proportion till hur mycket var och en under senare år betalat i avgifter till fondbörsen.

Fondbörsstyrelsens förslag: Medlemmar och emittenter får genom ett nybildat aktiebolag förvärva fondbörsens rörelse.

Remissinstanserna: Flertalet remissinstanser delar fondbörsstyrelsens uppfattning att ägandet i det tilltänkta aktiebolaget bör delas mellan börsmedlemmarna, dvs. de värdepappersinstitut som är anslutna till börsen, och emittenterna, dvs. de som har sina fondpapper inregistrerade vid börsen. Vissa anser dock att ägarkretsen bör göras vidare. *Bankinspektionen* anser att även den aktiesparande allmänheten bör kunna få teckna aktier i bolaget. *Riksbanksfullmäktige* menar att ägandet inte onödigtvis bör begränsas till vissa kategorier och ser det inte som självklart att emittenterna ges någon särställning. *OM* tycker att aktierna i det nya bolaget bör bjudas ut på den allmänna marknaden och motsätter sig därför en begränsning av ägandet till börsmedlemmar och emittenter. *Landsorganisationen (LO)* hävdar att staten bör ikläda sig ett betydande ägaransvar för att säkerställa en fungerande statlig insyn och kontroll. LO vill också ha någon form av ägandebegränsningsregler som förhindrar att ett fåtal kan skaffa sig kontroll över börsen. Detta, menar man, skulle kunna äventyra börsens neutralitet. Även *TCO* förordar att någon form av ägandebegränsning införs.

Hearingsynpunkter: *Svenska Fondhandlareföreningen*, *Sveriges Industriförbund* och *Stockholms Handelskammare* hävdar att den förmögenhet som finns samlad i fondbörsen tillkommer börsmedlemmarna och emittenterna, eftersom de genom sina avgifter till fondbörsen skapat denna förmögenhet. Förmögenheten bör därför vederlagsfritt tillföras dem i form av aktier i det tilltänkta bolaget. Något behov av att bilda en stiftelse föreligger därmed inte.

Skälen för mitt förslag: I den nuvarande lagstiftningen om Stockholms fondbörs finns inga bestämmelser som säger hur det skall förfaras vid ett upphörande eller en ombildning av verksamheten i fondbörsen. I 1969 års börsordning fanns dock en bestämmelse som gällde användandet av börsens tillgångar för den händelse fondbörsen skulle upphöra. Enligt denna skulle tillgångarna, efter beslut av börsstyrelsen, användas för ändamål som står börsverksamheten nära. Börsstyrelsens beslut i saken fordrade regeringens godkännande.

Den nämnda bestämmelsen berördes av fondbörsutredningen (se SOU 1973:60 s. 118). Där konstaterades att det enligt utredningens förslag skulle tillkomma fondbörsen att bedriva börsverksamhet. Detta ansågs inte bara vara en rättighet utan även en skyldighet. Följaktligen skulle fondbörsen inte kunna upphöra med sin verksamhet utan att det utfärdades en lag om detta. Utredningen slog därför fast att det skulle få bli i ett sådant sammanhang som frågan om användningen av fondbörsens tillgångar vid ett upphörande av verksamheten löstes.

Svaret på frågan om vilken ställning fondbörsen har och hur dess tillgångar kan hanteras är inte helt klart. Av detta följer att en ombildning av fondbörsen och hantering av förmögenheten bör underställas riksdagen. Jag redovisar därför här de riktlinjer och ramar som jag anser bör gälla vid ombildningen av fondbörsen. Däremot är det enligt min mening inte ändamålsenligt att här gå in i detaljfrågor som är förknippade med hela ombildningsprocessen.

Bildandet och ägandet av ett aktiebolag

Det första steget i en ombildning blir att bilda det aktiebolag som skall överta börsverksamheten. Liksom många andra uppgifter i ombildningsprocessen måste det ankomma på fondbörsen att lösa de praktiska frågorna i samband därmed.

Det andra steget blir att avgöra vilka som skall vara ägare av det nya bolaget. De värdepappersbolag och banker som är medlemmar vid fondbörsen har genom betalning av avgifter bidragit till fondbörsens finansiering och därmed till den förmögenhet som nu finns samlad där. Detsamma gäller de emittenter vilkas fondpapper är registrerade vid fondbörsen. Det faller sig enligt min mening naturligt att både medlemmar och emittenter - i enlighet med vad börsstyrelsen föreslagit och flertalet remissinstanser instämt i - får möjlighet att teckna aktier i det bolag som skall överta börsverksamheten. För en sådan lösning talar även det förhållandet att de som i dag är medlemmar eller emittenter med inregistrerade fondpapper har ett betydande intresse av att den verksamhet som fondbörsen nu driver upprätthålls. Dessa båda grupper bör därför bli de som initialt äger det nya bolaget.

Det skulle mot en sådan lösning i och för sig kunna invändas att det inte bara är medlemmar och emittenter som bidragit till fondbörsens förmögenhet utan att också den aktieägande allmänheten genom sina avgifter till medlemmarna har bidragit till denna. Jag betraktar emellertid avgifterna till medlemmarna som en kostnadsersättning för utförda

tjänster åt aktieägarna, vilken ersättning påverkar medlemmarnas rörelsevinst, och är därför inte benägen att biträda en sådan ståndpunkt.

Frågan inställer sig då hur rätten att teckna aktier i det nybildade bolaget skall fördelas mellan medlemmar och emittenter och inom dessa båda grupper. Under fondbörsens fortsatta behandling av ombildningsfrågan har fördelningsfrågan dryftats. En fördelningsmodell som därvid diskuterats är att medlemmarna och emittenterna skulle få teckna hälften var av aktierna. Den efterföljande fördelningen inom de båda grupperna av teckningsrätten skulle baseras på storleken av de avgifter som de enskilda medlemmarna resp. emittenterna erlagt till fondbörsen under en viss period tillbaka i tiden.

En fördelning av aktierna enligt angivna grunder förefaller enligt min uppfattning godtagbar. Enligt vad jag erfarit skulle också medlemmarna och emittenterna vara beredda att acceptera en fördelning enligt sådana huvudlinjer. Fondbörsen bör få bestämma de närmare principerna för hur teckningsrätten skall fördelas.

En ombildning av fondbörsen med de stora ägarförändringar som här föreslås är inte helt riskfri. Jag tänker då närmast på hur utländska aktörer uppfattar omställningen, vilket med hänsyn till fondbörsens dominerande ställning har stor betydelse för förtroendet för hela den svenska värdepappersmarknaden. Ombildningen bör därför genomföras på ett sätt som ger det nybildade aktiebolaget goda förutsättningar att snabbt och utan några störningar komma igång med verksamheten i den nya formen. Fondbörsen har själv i den tidigare nämnda skrivelsen framkastat tanken att en stiftelse, eventuellt temporärt, skulle gå in som ägare i det nya bolaget. Jag kan i och för sig hålla med om att en stiftelse, eller till och med staten, som delägare under en övergångsperiod skulle kunna ha en stabiliserande inverkan på bolaget. Som jag anfört bör i görligaste mån ett statligt ägande, även under själva ombildningsprocessen, undvikas. Detta gäller enligt min mening också ägande genom en stiftelse utan egentliga huvudmän.

Flera remissinstanser har framhållit att det vid ombildningen vore lämpligt att sprida aktieägandet i det nya aktiebolaget till en bredare allmänhet. Som jag tidigare anfört bör börsmedlemmar och emittenter få teckna aktier vid ombildningen. En senare spridning av ägandet bör emellertid inte förhindras och därför bör hembudsklausul i bolagsordningen inte få förekomma. Jag vill här erinra om vad jag anfört om det uppenbart olämpliga med att börsens aktier noteras på den egna börsen, vilket skulle medföra att en börs så att säga får kontrollera sig själv (avsnitt 3.1.8).

Överlåtelsen av fondbörsens rörelse till aktiebolaget

Som jag tidigare anfört bör de som i dag är börsmedlemmar och emittenter få rätt att teckna aktier i det nya bolaget. Detta bolag kommer att ansöka om auktorisation som börs enligt den nya lagstiftningen, enligt vilken det uppställs krav på finansiella resurser. De som får rätten att teckna aktier kommer därför att få tillskjuta det kapital som behövs. Hur

stort detta kapital skall vara är dock en fråga som finansinspektionen har att avgöra i samband med auktorisationen.

Vid överlåtelsen av fondbörsens rörelse till det nya bolaget uppkommer frågan om och i så fall hur mycket de nya ägarna skall betala. Det är inte självklart att det nya bolaget skall få överta rörelsen vederlagsfritt och därigenom kunna tillgodoräkna sig den förmögenhet som finns i fondbörsen. Visserligen har, som tidigare nämnts, de tilltänkta ägarna av bolaget genom betalning av avgifter bidragit till att skapa denna förmögenhet. Denna har dock byggts upp under nära 130 år, vilket innebär att även sådana som inte längre tillhör medlems- och emittentkretsen har bidragit till förmögenhetsuppbyggnaden. Det kan heller inte bortses från att staten genom särbehandlingen av fondbörsen i lagstiftningen har skapat utrymme för förmögenhetsuppbyggnaden och att det är oklart om det finns någon ägare till fondbörsen. Mot bakgrund härav är det skäligt att bolaget får utge visst vederlag till fondbörsen vid övertagandet av rörelsen. För vederlaget finns ingen given beräkningsgrund utan detta bör fastställas till ett skäligt belopp och därvid får angivna förhållanden vägas in.

Det är vidare att märka att vederlagets storlek har betydelse för bolaget på så vis att det får högre kostnader i sin rörelse ju större vederlaget är. Dessa kostnader försöker bolaget naturligtvis täcka med motsvarande intäkter vilket betyder att bolagets tjänster blir dyrare - dvs. den aktiesparande allmänheten drabbas av högre kostnader för de transaktioner som görs över börsen. Detta är inte en från allmänna synpunkter önskvärd effekt. Om bolagets kostnader inte skulle täckas av högre intäkter blir vinsten lägre. Detta skulle minska förutsättningarna för bolaget att självfinansiera nyinvesteringar. Dessutom skulle konkurrenskraften försämras. Detta är inte heller önskvärda effekter. Tvärtom bör eftersträvas att ge bolaget goda verksamhetsförutsättningar, särskilt under de inledande åren, vilket är till nytta för hela den svenska värdepappersmarknaden och därmed också samhällsekonomin. Att bolaget får en stabil ekonomisk grund i starten är viktigt för dess konkurrenskraft såväl på den inhemska marknaden som internationellt.

Som utgångspunkt för bedömningen av vederlagets storlek bör användas det bokförda värdet av fondbörsens nettotillgångar. Detta värde är också enkelt att fastställa. Med beaktande av de nackdelar som uppstår om vederlaget sätts allt för högt och med hänsynstagande till de blivande ägarnas bidrag till den nuvarande förmögenheten i fondbörsen, anser jag att hälften av nettotillgångarnas bokförda värde är ett skäligt vederlag. Med utgångspunkt i de tillgångsvärden som redovisats i fondbörsens balansräkning för räkenskapsåret 1990 bör dock en understa gräns för vederlaget vara 8 milj.kr.

Fråga uppkommer då vad som skall ske med de medel som fondbörsen erhåller vid överlåtelsen av rörelsen till bolaget. Som tidigare nämnts fanns i 1969 års börsordning en bestämmelse som innebar att fondbörsens tillgångar, i händelse av fondbörsens upphörande, skulle användas för ändamål som står börsverksamheten nära. Enligt min mening bör medlen användas på ett sätt som i ett internationellt perspektiv främjar den

svenska kapitalmarknaden på lång sikt. Nyligen har bildats Stiftelsen Kapitalmarknadsgruppen med ändamål att främja forskning i kapitalmarknadsfrågor, främst rörande sparande, kapitalanvändning samt kapitalmarknadens funktion och internationalisering. Stiftelsen äger främja sitt ändamål genom anslag till olika forskningsprojekt samt genom att sammanföra forskare med företrädare för kapitalmarknaden. Jag finner att en lämplig användning av medlen är att föra dessa till stiftelsen.

Teckning av aktier i det nya bolaget

Som framgått avses börsmedlemmar och emittenter få rätt att teckna aktier i det nya bolaget. Statens obligationslån är inregistrerade vid fondbörsen, vilket innebär att staten — genom riksgäldskontoret — får teckningsrätt. Denna rätt bör utnyttjas. Enligt vad som upplysts mig avses det nya bolaget få ett aktiekapital om ca 50 milj.kr. Med den tidigare angivna fördelningsprincipen, enligt vilken teckningsrätten fördelas inom de två grupperna medlemmar och emittenter efter hur stora avgifter som erlagts till fondbörsen, kan statens andel av aktiekapitalet i runda tal komma att uppgå till 10 %. För att staten skall kunna delta i aktieteckningen bör riksdagen bemyndiga regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, riksgäldskontoret att för statens räkning teckna aktier i det nya bolaget. Det belopp som behövs för aktieteckningen bör göras tillgängligt genom ianspråktagande av medel inom det under sjunde huvudtiteln för budgetåret 1992/93 föreslagna förslagsanslaget D2 Riksgäldskontoret: Kostnader för upplåning och låneförvaltning. Regeringen utgår från att beloppet ryms inom nu budgeterad anslagsnivå.

5 Prospekt utanför börs, m.m.

Mitt förslag: För att skapa garantier för god och utförlig information när fondpapper och andra finansiella instrument bjuds ut till allmänheten införs generella regler om skyldighet att upprätta en särskild redogörelse för erbjudandet (prospekt).

Prospekt skall upprättas såväl när en utgivare vid emission av fondpapper riktar erbjudande till allmänheten som när någon erbjuder allmänheten att köpa eller sälja finansiella instrument.

Förslaget innebär en anpassning till EG:s prospektdirektiv.

Kommitténs förslag: Kommittén föreslår utvidgade regler om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier och vissa andra fondpapper utan att vara inregistrerade vid en börs är spridda bland minst 200 ägare. Enligt kommittén bör dessa bolag utge särskilda emissionsprospekt vid erbjudande och också avge delårsrapport. Vidare bör de krav på bokslutskommuniké, särskild information om viktiga händelser och offentliggörande av anmärkningar i revisionsberättelse, som i dag gäller bolag på den s.k. O-listan lagfästas för nämnda aktiebolag.

Remissinstanserna: Flera remissinstanser, däribland *Svea hovrätt, bankinspektionen, konsumentverket* och *LO* ställer sig positiva till den utökade informationsskyldigheten för nu aktuella aktiebolag. Emellertid är flertalet av de remissinstanser som närmare behandlat förslaget kritiska och pekar på flera svårigheter med de föreslagna bestämmelserna. *Bankorganisationerna och Svenska Fondhandlareföreningen* samt *Sveriges Industriförbund* och *Svenska Handelskammarförbundet* är kritiska mot att ytterligare en grupp av företag skall särbehandlas. *Riksbanksfullmäktige* anser det principiellt felaktigt att finansinspektionen, som är en tillsynsmyndighet för finansiella institutioner, får tillsyn över ett stort antal icke-finansiella företag. Även *styrelsen för Stockholms fondbörs* liksom *bankorganisationerna och Svenska Fondhandlareföreningen* är skeptiska mot att finansinspektionen skall utöva tillsyn över nämnda företag. *Bankinspektionen* anser det tillräckligt att det i lag anges att ifrågavarande bolag är skyldiga att upprätta prospekt med visst innehåll och offentliggöra viss information utan att det i lagen ställs krav på att efterlevnaden av bestämmelserna skall övervakas av en myndighet.

Hearingsynpunkter: *Riksbanken* vidhåller kritiken mot att ge finansinspektionen ansvar för icke-finansiella företag. Enligt riksbanken bör, för det första, granskningen ges en så liten omfattning som möjligt. För det andra bör den institutionella lösningen vara sådan att granskningen inte ger intryck av kvalitetsprövning från myndigheternas sida. En förnyad prövning av alternativet att ge patent- och registreringsverket ansvar för denna verksamhet bör därför göras. *Finansinspektionen* anser att principen bör vara att prospekt som berör bolag som har något värdepapper inregistrerat eller noterat vid en börs hanteras av börsen; andra prospekt ges in till inspektionen. Vidare har inspektionen påpekat att den som ger in ett prospekt till inspektionen bör betala en avgift för detta. Enligt inspektionen är det inte rimligt att hanteringen av prospekt skall bekostas av institut under tillsyn.

Bakgrund

Gällande regler

Syftet med prospekt vid t.ex. emission eller introduktion på börs är att förmedla information på vilken placerarna skall kunna grunda sina placeringsbeslut. I flertalet fall är dessa beslut av stor ekonomisk betydelse för placerarna. Det är följaktligen av stor vikt att uppgifterna i ett prospekt är korrekta och på ett tillförlitligt sätt visar risktagandet med investeringen.

Enligt 4 kap. 18 § aktiebolagslagen (1975:1385), 4 kap. 19 § bankaktiebolagslagen (1987:618) och 4 kap. 20 § försäkringsrörelselagen (1982:713) är vissa bolag skyldiga att upprätta en särskild redogörelse för bolagets förhållanden (emissionsprospekt) när bolaget offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget. Skyldighet att upprätta emissionsprospekt föreligger dels om tillgångarnas nettovärde i bolaget enligt fastställda

balansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger ett gränsbelopp som motsvarar 1 000 basbelopp, dels om antalet anställda hos bolaget under de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200, dels om bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs. Dessutom krävs att vederlaget kan komma att uppgå till minst 1 milj.kr. Skyldighet att upprätta prospekt föreligger också vid inbjudan att förvärva vissa typer av skuldebrev eller optionsbevis eller vinstandelsbevis.

Skyldighet att upprätta emissionsprospekt föreligger vidare när en aktieägare i ett sådant bolag ämnar sälja aktier, teckningsrätter, vissa typer av skuldebrev eller vinstandelsbevis under sådana former att prospekt skall upprättas. Även i dessa fall åligger det bolaget att upprätta prospektet. För att ett bolag i tid skall kunna upprätta ett prospekt skall aktieägaren underrätta styrelsen i bolaget om planerna senast sex veckor före den dag då inköp tidigast avses kunna ske.

Regler om innehållet i emissionsprospekt finns i 4 kap. 20-24 §§ aktiebolagslagen. Ett emissionsprospekt skall bl.a. innehålla balans- och resultaträkningar avseende de tre senaste räkenskapsåren. Vidare skall lämnas upplysning om sådana för bedömning av bolagets verksamhetsresultat och ställning viktiga förhållanden och om händelser i övrigt av väsentlig betydelse för bolaget vilka hänför sig till tiden efter utgången av de tre senaste räkenskapsåren. Prospektet skall även innehålla en kortfattad historik över bolaget och dess verksamhet, redogörelse för bolagets och, om dotterföretag finns, koncernens verksamhet, råvarutillgångar, produkter och driftställen samt för dess ställning inom branschen, uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare samt redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i bolaget. Börsbolag har till skillnad från övriga bolag rätt att utelämna den historiska beskrivningen av verksamheten.

I samband med ansökan om inregistrering av ett bolags aktier vid Stockholms fondbörs skall bolaget offentliggöra ett introduktionsprospekt. Enligt 13 § förordningen om Stockholms fondbörs skall ett sådant prospekt innehålla de uppgifter som anges i aktiebolagslagen, om börsstyrelsen inte bestämmer annat (se närmare avsnitt 3.1.9 om börsprospekt).

Vid sidan av lagbestämmelserna finns branschregler om prospekt. Näringslivets Börskommitté (NBK) har gett ut en rekommendation rörande utformningen av prospekt. Rekommendationen, som är från år 1986, utgör ett komplement till de regler som aktiebolagslagen uppställer om ett emissionsprospekts innehåll. Den tar i första hand sikte på det fall när allmänheten inbjuds att teckna aktier i bolag som tidigare inte haft aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller vars aktier inte varit omsatta på OTC-marknaden. Rekommendation om utformningen av prospekt omfattar inte obligationer och liknande fordringsrätter.

NBK har även gett ut en rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988). Denna rekommendation är tillämplig i samband med att en svensk eller utländsk juridisk person offentligt erbjuder aktieägare i ett svenskt aktiebolag med spritt ägande (målbolaget) att på generella villkor överlåta sina aktier till den juridiska personen.

Bestämmelserna om prospekt i denna rekommendation bygger i stor utsträckning på NBK:s tidigare nämnda rekommendation om utformning av prospekt. NBK har i ett tillägg till rekommendationen rörande offentligt erbjudande behandlat fallen då erbjudandet lämnas av ledande befattningshavare i målbolaget.

Lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m., den s.k. Leo-lagen, är avgränsad till aktiemarknadsbolag, dvs. börsbolag och OTC-bolag, eller dotterbolag till sådana bolag. Bestämmelserna i Leo-lagen reglerar situationen när denna typ av bolag fattar beslut om nyemission av t.ex. aktier och emissionen är riktad till bolagets ledning eller anställda eller vissa närstående personer.

EG:s regler

EG har antagit ett direktiv 89/298/EEG av den 17 april 1989 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten, se *bilaga 16*. Prospektdirektivet innehåller bestämmelser om minimikrav för prospekt angående värdepapper som i ett eller flera EG-länder bjuds ut till allmänheten och som inte redan är officiellt noterade vid en fondbörs. Syftet med prospektdirektivet är att bereda möjlighet för investerare att göra en korrekt bedömning av riskerna med en investering i ett värdepapper. En investerare skall kunna fatta ett beslut om investering i ett värdepapper med full kännedom om sakförhållandena. Enligt direktivet bidrar sådan information även till att öka förtroendet för värdepapper och att värdepappersmarknaderna fungerar och utvecklas på ett tillfredsställande sätt. Med värdepapper avses i direktivet aktier i bolag och andra med sådana aktier jämställda överlåtbara värdepapper, skuldebrev med en löptid av minst ett år och andra därmed jämställda överlåtbara värdepapper och alla andra överlåtbara värdepapper som ger rätt att förvärva sådana överlåtbara värdepapper genom teckning eller utbyte.

Direktivet omfattar inte följande *erbjudanden*:

a) erbjudanden av överlåtbara värdepapper till personer inom ramen för deras förvärvsverksamhet, och/eller

b) erbjudanden av överlåtbara värdepapper till personer inom en begränsad krets, och/eller

c) erbjudanden där försäljningspriset för samtliga de överlåtbara värdepapper som erbjuds inte överstiger 40 000 ecu, och/eller

d) erbjudanden där de överlåtbara värdepapper som erbjuds kan förvärvas endast för ett vederlag av minst 40 000 ecu per investerare.

Direktivet omfattar inte heller *värdepapper* av följande slag:

a) överlåtbara värdepapper som erbjuds med ett nominellt värde om vardera minst 40 000 ecu,

b) andelar emitterade av sådana företag för kollektiva investeringar som inte är av sluten typ,

c) överlåtbara värdepapper emitterade av en stat eller av en stats regionala eller lokala myndigheter, eller av ett internationellt offentligt organ i vilket en eller flera medlemsstater är medlemmar,

d) överlåtbara värdepapper som erbjuds i samband med ett anbud om övertagande ("take-over bid"),

e) överlåtbara värdepapper som erbjuds i samband med en fusion,

f) aktier som utan vederlag tilldelas aktieägare,

g) aktier eller därmed jämställda överlåtbara värdepapper som erbjuds i utbyte för aktier i samma bolag, om erbjudandet av sådana nya värdepapper inte innebär någon total ökning av bolagets aktiekapital,

h) överlåtbara värdepapper som av arbetsgivaren eller ett anknutet företag erbjuds till eller till förmån för nuvarande eller tidigare anställda,

i) överlåtbara värdepapper som tillkommit vid konvertering av konvertibla skuldebrev eller vid utnyttjande av optionsrätt till nyteckning, eller aktier som erbjuds i utbyte mot utbytbara skuldebrev, under förutsättning att ett prospekt för erbjudande till allmänheten eller ett börsprospekt avseende dessa konvertibla eller utbytbara skuldebrev, eller dessa optionsrätter till nyteckning har offentliggjorts i samma medlemsstat,

j) överlåtbara värdepapper som emitterats av statligt erkända sammanslutningar vars verksamhet är författningsreglerad eller drivs utan vinstsyfte, i de fall emissionen sker för att anskaffa medel nödvändiga för uppnående av sammanslutningens oegennyttiga ändamål,

k) aktier eller därmed jämställda överlåtbara värdepapper, vilka berättigar ägaren att bli medlem i eller utnyttja de tjänster som utförs av sammanslutningar som "building societies", "Crédits populaires", "Genossenschaftsbanken" eller "Industrial and Provident Societies",

l) euro-värdepapper som inte är föremål för allmän marknadsföring genom annonsering eller personlig hänvändelse.

De enskilda medlemsländerna får medge *undantag* från skyldigheten att upprätta prospekt beträffande vissa i direktivet angivna typer av räntebärande värdepapper.

Enligt direktivet skall prospektet innehålla den *information* som allt efter slaget av emittent och arten av de värdepapper för vilka inregistrering söks, fordras för att investerare och deras rådgivare skall kunna bilda sig en välgrundad uppfattning om emittentens tillgångar och skulder, finansiella ställning, vinster och förluster och framtidsutsikter. Generellt gäller att prospektets innehåll skall vara lätt analyserbart och så utförligt som möjligt. Direktivet innehåller en detaljerad uppräkning av de uppgifter som skall ingå i prospektet av vilka kan nämnas följande:

a) uppgift om vilka som är ansvariga för prospektet,

b) villkoren för emissionen samt uppgifter om de värdepapper som erbjudandet omfattar,

c) uppgifter om emittenten,

d) emittentens huvudsakliga verksamhet,

e) emittentens tillgångar och skulder, finansiella ställning
samt balans- och resultaträkning,

f) emittentens förvaltning, ledning och kontroll,

g) i den mån sådana uppgifter inverkar på bedömningen av emittenten skall anges den senaste utvecklingen i fråga om emittentens affärsverksamhet och framtidsutsikter.

Varje ny omständighet eller felaktighet i ett prospekt, som är av beskaffenhet att påverka bedömningen av värdepapperen och som inträffar eller uppmärksammas mellan offentliggörandet av prospektet och sista dagen för erbjudandet skall uppges och rättas enligt samma förfarande som gäller för det ursprungliga prospektet.

Prospektdirektivet innehåller vidare regler om hur offentliggörande m.m. av prospekten skall ske och om tystnadsplikt för anställda vid de myndigheter som har i uppgift att granska prospekt. Direktivet innehåller även regler om ömsesidigt godtagande av prospekt mellan medlemsländerna. Som villkor för godtagande av ett prospekt från ett medlemsland krävs att landet i fråga föreskriver generell förhandsgranskning av prospekt.

Skälen för mitt förslag

Prospekt

En anpassning till EG:s regelsystem kräver att även bestämmelserna i prospektdirektivet iakttas. Det är därvid inte tillräckligt att, som kommittén föreslagit, begränsa reglerna om prospekt till fondpapper utgivna av vissa aktiebolag. Skyldighet att upprätta prospekt bör, i enlighet med direktivet, föreligga vid alla erbjudanden till en öppen krets att förvärva fondpapper, om det sammanlagda vederlaget för dessa uppgår till 300 000 kr. och fondpapperen inte är inregistrerade vid en börs och vid utgivningen inte heller avses att inregistreras.

I enlighet med EG:s bestämmelser bör undantag göras från skyldigheten att upprätta prospekt för fordringsrätter med en löptid på mindre än ett år och andelar i en värdepappersfond. Dessutom bör staten inte omfattas av skyldigheten att upprätta prospekt.

Samma krav på saklig och korrekt information bör enligt min mening kunna ställas även på andra offentliga erbjudanden till allmänheten än emissioner. Det är också väsentligt för förtroendet för värdepappersmarknaden att ingen grupp på ett otillbörligt sätt gynnas i förhållande till andra grupper i samband med ett offentligt erbjudande om köp eller försäljning av aktier m.m. Det förekommer många olika typer av offentliga erbjudanden. Beroende på erbjudandets komplexitet ställs olika krav på innehållet i ett prospekt. En reglering bör enligt min mening därför ske även av erbjudanden till allmänheten om köp eller försäljning av finansiella instrument, varvid de grundläggande reglerna om sådana prospekt och innehållet i dessa ges i lag med utrymme även fortsättningsvis för självreglering av typ NBK:s rekommendationer.

Aktiebolagslagen innehåller som tidigare berörts regler om emissionsprospekt. Dessa regler omfattar dock endast aktiebolag samt vissa typer av fondpapper. Reglerna i aktiebolagslagen om emissionsprospekt överensstämmer, som kommittén påpekat, relativt väl med bestämmelserna i EG:s prospektdirektiv. Emellertid är reglerna i direktivet något

annorlunda utformade och mer detaljerade än aktiebolagslagens. En anpassning till EG:s regelsystem genom utnyttjande av befintliga bestämmelser i aktiebolagslagen skulle kräva åtskilliga ändringar i den lagen. Dessutom skulle dessa bestämmelser behöva kompletteras med regler för sådana utgivare som inte är aktiebolag. Till detta skall läggas att väsentliga delar av aktiebolagsrätten för närvarande är under utredning. Jag föreslår därför att anpassningen till EG:s regler skall ske genom att bestämmelser om prospekt som omfattar alla typer av utgivare samlas på ett ställe. Jag delar den i prop. 1990/91:142 s. 82 framförda uppfattningen att dessa bestämmelser, som tar sikte på samtliga aktörer på värdepappersmarknaden, bör tas in i lagen om handel med finansiella instrument.

Prospektdirektivet föreskriver inte någon obligatorisk förhandsgranskning av nu aktuella prospekt. För att ett prospekt upprättat i ett EG-land skall kunna godtas i ett annat EG-land krävs dock enligt direktivet att prospektet har godkänts av behörig myndighet i det första landet. Ett sådant godkänt prospekt skall godtas som prospekt i samband med officiell notering av värdepapper vid fondbörs i övriga EG-länder, om det inte är äldre än tre månader (se avsnitt 3.1.9 om börsprospekt). Förhandsgranskning och godkännande medför således i det internationella perspektivet fördelar för den som ger ut ett prospekt.

En obligatorisk förhandsgranskning med efterföljande godkännande innebär emellertid en icke obetydlig arbetsbörda för den granskande myndigheten. Risk föreligger att ett godkännande baserat på en formell granskning kan komma att uppfattas som en statlig kvalitetsprövning av erbjudandets materiella innehåll. Som framgår av avsnitt 3.1.9 föreslås, att skyldigheten att upprätta och offentliggöra prospekt vid inregistrering av fondpapper vid börs skall utvidgas till att omfatta alla utgivare med undantag för staten och värdepappersfonder. Jag kan inte se att det finns så stora behov för företag som inte är börsnoterade att rikta erbjudanden till utlandet, att det på denna grund föreligger skäl för en obligatorisk förhandsgranskning. Jag är således för närvarande inte beredd att föreslå en sådan regel.

Enligt prospektdirektivet föreskrivs generell förhandsgranskning av prospekt om ett EG-land önskar att prospekt därifrån, utan vidare granskning, skall accepteras i andra EG-länder. Något utrymme att införa en frivillig förhandsgranskning föreligger inte. Enligt min mening bör ett enkelt och smidigt förfarande införas. I stället för en obligatorisk förhandsgranskning bör prospekten ges in och registreras hos en myndighet. Registreringen bör endast föregås av en kontroll av att prospektet innehåller föreskrivna uppgifter. Något officiellt godkännande bör således inte ges. Tyngdpunkten på tillsynsverksamheten bör i likhet med vad som föreskrivits om t.ex. nya finansiella instrument (se prop. 1990/91:142 s. 90-92) ligga på en efterhandskontroll. En efterhandsgranskning kan, utöver en prövning av om ett prospekt uppfyller de formella kraven, även komma att innehålla en granskning av sakuppgifterna i prospekt. Eftersom finansinspektionen har tillsyn över värdepappersmarknaden bör uppgiften att registrera och, för det fall skäl uppkommer, efterhandsgranska prospekt läggas på inspektionen.

I likhet med den lagstiftningsteknik som valts tidigare bör i lag anges endast de grundläggande bestämmelserna om skyldighet att upprätta prospekt avseende emissioner och andra erbjudanden. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen bör utforma de detaljföreskrifter som behövs för att uppfylla kraven i prospektdirektivet. För andra prospekt som inte avser emissioner finns från EG:s sida inga krav på prospektets innehåll och därför anser jag att det i huvudsak bör överlämnas till självreglering, t.ex. genom NBK, att närmare utforma detaljreglerna för vad ett sådant prospekt skall innehålla

Övriga förslag om informationsskyldighet

I den av kommittén föreslagna lagen om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda ingick utöver regler om emissionsprospekt bl.a. bestämmelser om skyldighet för dessa bolag att utge bokslutskommuniké, särskild information om viktiga händelser och offentliggörande av revisionsanmärkning. Därutöver föreslog kommittén att dessa bolag skulle vara skyldiga att avge delårsrapport samt att den s.k. Leo-lagen skulle omfatta även dessa bolag.

Flera remissinstanser har ställt sig positiva till kravet på att dessa bolag skall lämna utförlig och korrekt information om sin ekonomiska ställning och andra förhållanden som påverkar värdet av bolaget. Som jag framhållit i avsnitt 2.2.4 är en fullständig och korrekt information från bl.a. emittenter ett grundläggande krav för en effektiv värdepappersmarknad. Regler bör därför finnas som säkerställer att emittenter, vars fondpapper handlas på värdepappersmarknaden, lämnar sådan information. Sverige bör i denna fråga inte ha lägre ambitioner än andra länder.

Förslagen i detta ärende innebär bl.a. att det införs en skyldighet att upprätta prospekt förutom avseende fondpapper som inregistreras vid börs även beträffande icke inregistrerade fondpapper som erbjuds allmänheten. Med hänsyn härtill är det tveksamt om det finns skäl för ytterligare lagstiftning i enlighet med kommitténs förslag. En särskild lag om informationsskyldighet för vissa aktiebolag skulle innebära att en grupp av företag särbehandlas. I likhet med flera remissinstanser anser jag dessutom att den föreslagna avgränsningen, bolag med minst 200 ägare, medför en uppenbar risk för tillämpningsproblem. Därtill kommer att finansinspektionen, som riksbanken påpekat, skulle få ett tillsynsansvar för ett stort antal icke-finansiella företag. Jag är därför inte beredd att lägga fram något förslag till lag om informationsskyldighet för aktiebolag vars aktier är allmänt spridda. Inte heller bör kommitténs förslag beträffande delårsrapporter genomföras. Det bör härvid emellertid framhållas att med mitt förslag till ändring i insiderlagen så kommer begreppet aktiemarknadsbolag att få en vidare innebörd, eftersom det även kommer att avse alla bolag som har sina aktier noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats. (se avsnitt 9)

Mitt förslag: Skyldighet införs för såväl fysiska som juridiska personer att informera om förvärv av större aktieposter (flaggningsskyldighet). Förslaget överensstämmer med de minimivillkor inom detta område som EG ställt upp.

Kommitténs förslag: Kommittén har, med hänvisning till de goda erfarenheter av självreglering som föreligger på detta område, inte funnit skäl att föreslå lagfästa flaggningsregler.

Hearingsynpunkter: *Finansinspektionen* och *Svenska Bankföreningen* anmärker att det bör klargöras om aktielån omfattas av flaggningsreglerna. Enligt *finansinspektionen* bör reglerna för offentliggörande utformas av börsen, inte inspektionen.

Bakgrund

Nuvarande regler

Med flaggningsregler menas regler som innebär skyldighet för förvärvare/överlåtare att informera allmänheten och/eller börs vid förvärv eller avyttring av större aktieposter i börsbolag. I början av 1980-talet diskuterades på vilket sätt flaggningsregler skulle införas i Sverige. Näringslivets Börskommitté (NBK) gav år 1983 ut en rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m.m. (NBK:s flaggningsrekommendation). Detta föranledde regering och riksdag att inte följa värdepappersmarknadsutredningens förslag om lagstadgad flaggningskyldighet (prop. 1984/85:157, NU29).

Enligt *NBK:s flaggningsrekommendation* bör en fysisk eller juridisk person som förvärvar eller säljer en aktiepost av viss storlek i ett börs- eller OTC-bolag offentliggöra transaktionen via Stockholms fondbörs senast nästa morgon. Flaggning bör ske dels när innehavet uppnår resp. underskrider 10 % av antalet aktier eller röster i ett bolag, dels när ett innehav förändras med två procentenheter uppåt eller nedåt. Därvid skall innehavet sammanräknas för ägare som tillhör samma koncern, annat företag över vilket förvärvaren/överlåtaren har bestämmande inflytande, vissa anhöriga samt annan om förvärvet/överlåtelsen grundar sig på avtal eller i annat fall sker i samförstånd med denne.

NBK:s flaggningsrekommendation har reviderats under år 1991 varvid bl.a. dess tillämpningsområde utvidgats till att avse fondpapper och vissa andra finansiella instrument som i ett senare steg kan leda till aktieägande. Således omfattar flaggningsrekommendationen numera även s.k. icke standardiserade optioner och terminer samt inköpsrätter. Vidare omfattas fordringsrätter, optionsrätter och teckningsrätter som kan leda till aktieägande. En ytterligare utvidgning har skett i och med att rekommendationen nu omfattar - utöver börsbolag och OTC-bolag - även de bolag som finns noterade på fondbörsens lista för oregistrerade aktier

(O-listebolag). Fr.o.m. år 1989 är rekommendationen en del av Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt. Flaggningsrekommendationen är således bindande för börs-, OTC- och O-listebolags köp och försäljningar av aktier i andra börs-, OTC- och O-listebolag. Däremot är den inte juridiskt bindande för övriga aktörer på marknaden.

Enligt *insiderlagen* har en fysisk person som äger aktier i ett aktiemarknadsbolag, dvs. för närvarande börs- och OTC-bolag, motsvarande minst 10 % av aktiekapitalet eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget s.k. insynsställning i bolaget. Med aktier jämställs i insiderlagen bl.a. emissionsbevis, aktieoptioner och aktieterminer (2 § andra stycket insiderlagen). Insynsställningen medför att denna person är skyldig att anmäla innehav av aktier och ändring av innehavet till värdepapperscentralen. Anmälan skall ske senast 14 dagar efter den anmälningsskyldige förvärvat eller överlåtit aktier i bolaget eller annan ändring skett av innehavet. Värdepapperscentralen skall föra register (insiderregister) över anmälningarna. Registret är offentligt. Finansinspektionen är tillsynsmyndighet och övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i insiderlagen.

I Norge och Danmark har i lag nivån för informationsskyldighetens inträde satts till 10% av aktierna i ett börsbolag. Därefter skall information lämnas vid alla ytterligare ändringar på 5 %. I Danmark föreligger informationsskyldighet även vid gränserna 33 1/3 % och 66 2/3 %. De finländska gränserna för flaggningsskyldighet överensstämmer med EG:s minimiregler, vilka beskrivs i det följande.

Kommittén har övervägt frågan om införande av lagstadgade flaggningsregler men stannat för att inte lägga fram något sådant förslag. Kommittén har därvid hänvisat bl.a. till de goda erfarenheter som finns av självregleringen genom NBK:s rekommendation.

EG:s regler

EG har antagit ett direktiv 88/627/EEG av den 12 december 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag, se *bilaga 17*. Direktivet innebär kortfattat att den som genom förvärv eller överlåtelse passerar någon av i direktivet angivna nivåer för rösträttsandel i börsbolaget inom viss tid skall informera det berörda bolaget och tillsynsmyndigheten. Därefter skall det berörda bolaget informera allmänheten.

EG:s flaggningsdirektiv gäller alla fysiska och juridiska personers förvärv av aktier i bolag som är officiellt noterade vid en börs inom EG. Det är inte tillämpligt på innehav i företag för kollektiva investeringar, t.ex. värdepappersfonder. EG:s regler är minimikrav och de enskilda medlemsländerna är oförhindrade att ställa strängare krav under förutsättning dessa tillämpas generellt eller gäller för en viss kategori av transaktioner eller börsnoterade bolag.

Den som förvärvar aktier i ett bolag skall, om hans rösträttsandel till följd av förvärvet eller avyttringen når upp till, överskrider eller nedgår under något av gränsvärdena 10 %, 20 %, 1/3, 50 % eller 2/3 av samtliga röster, meddela bolaget och vederbörande tillsynsorgan i bolagets

hemland inom sju dagar från transaktionen om hur stor rösträttsandel han innehar efter förvärvet eller avyttringen. Ett enskilt EG-land får ersätta gränsvärdena 20 % och 1/3 med 25 % samt byta ut gränsvärdet 2/3 mot 75 %.

Vid bestämmande av om en fysisk eller juridisk person är skyldig att lämna underrättelse om sitt rösträttsinnehav skall följande anses som rösträtt som innehas av den fysiska eller juridiska personen:

- Rösträtt som innehas av annan i eget namn men för den fysiska eller juridiska personens räkning.
- Rösträtt som innehas av ett företag som står under ägarkontroll av den fysiska eller juridiska personen.
- Rösträtt som innehas av annan med vilken den fysiska eller juridiska personen har träffat en skriftlig överenskommelse som förpliktar parterna att genom samordnat utövande av sin rösträtt inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning.
- Rösträtt som innehas av annan med stöd av ett skriftligt avtal som han träffat med den fysiska eller juridiska personen eller med ett företag som står under denna persons ägarkontroll, där avtalet medger tillfällig överflyttning av rösträtten mot ersättning.
- Rösträtt som följer med aktier som ägs av den fysiska eller juridiska personen och vilka denne deponerat som säkerhet, utom då rösträtten kan disponeras av den hos vilken säkerheten ställts och denne förklarar sig ha för avsikt att utöva den, i vilket fall rösträtten skall anses tillkomma den sistnämnde.
- Rösträtt som följer med aktier till vilka den fysiska eller juridiska personen har en livsvarig dispositionsrätt.
- Rösträtt som den fysiska eller juridiska personen eller någon annan av de personer som avses i föregående strecksatser har en självständig rätt att förvärva på grund av ett uttryckligt avtal.
- Rösträtt som följer med aktier som deponerats hos den fysiska eller juridiska personen, där denne i avsaknad av särskilda instruktioner kan utöva rösträtten efter eget gottfinnande.

Vid förvärv eller avyttring av aktier som innehas av ett dotterbolag behöver underrättelse lämnas endast av moderbolaget.

Ett bolag som mottagit en underrättelse om förändringar av större aktieinnehav skall i sin tur inom nio dagar efter mottagandet offentliggöra underrättelsen i vart och ett av de av EG:s medlemsländer där aktierna är officiellt noterade vid en fondbörs. Ett medlemsland får föreskriva att offentliggörande skall ske genom vederbörande tillsynsorgans försorg. I direktivet anges hur offentliggörandet skall gå till, t.ex. genom publicering av underrättelsen i en rikstäckande tidning eller på annat likvärdigt sätt som godkänts av tillsynsorganet.

I undantagsfall får ett tillsynsorgan befria ett bolag från skyldigheten att publicera en mottagen underrrättelse om ändrat innehav, nämligen om offentliggörandet skulle strida mot allmänna intressen eller allvarligt skada bolaget. I det senare fallet får offentliggörande inte underlåtas om detta skulle vilseleda allmänheten rörande förhållanden som är nödvändiga att känna till vid en uppskattning av aktiernas värde.

Medlemsstaterna skall föreskriva adekvata sanktioner för överträdelse av direktivbestämmelserna.

Skälen för mitt förslag: EG:s flaggningsdirektiv liksom NBK:s flaggningsrekommendation syftar till att öka genomlysningen när det gäller ägarförhållandena i börsnoterade bolag. Sådana regler anses befrämja placerarnas förtroende för en börs. NBK:s flaggningsrekommendation innehåller betydligt strängare regler än EG:s direktiv. Jag avser därvid de gränser vid vilka flaggning skall ske och den tidsfrist som gäller för offentliggörande. Därtill kommer att EG:s direktiv i huvudsak enbart avser aktier medan NBK:s rekommendation efter utvidgningen i april 1991 även omfattar sådana fondpapper och andra finansiella instrument som i ett senare steg kan leda till aktieägande.

Reglerna i insiderlagen om anmälningsskyldighet för personer med insynsställning i aktiemarknadsbolag uppfyller i princip kraven i EG:s flaggningsdirektiv. Bl.a. föreligger samma nedre gräns, nämligen 10 % för flaggnings- resp. anmälningsskyldighetens inträde. Enligt insiderlagen skall anmälan ske till värdepapperscentralen senast 14 dagar efter förvärvet eller överlåtelsen. Direktivet föreskriver emellertid att anmälan skall ske till bolaget och den behöriga myndigheten inom sju dagar från förvärvet eller överlåtelsen. Därefter skall bolaget som mottagit underrättelsen om förvärvet eller överlåtelsen snarast möjligt och senast nio dagar efter mottagandet offentliggöra dess innehåll i varje medlemsstat där dess aktier är officiellt börsnoterade. Den bärande tanken bakom anmälningsskyldigheten i insiderlagen är, förutom betydelse för kontrollen av förbuden i insiderlagens efterlevnad, att den förmodas minska intresset för otillåten handel.

De svenska flaggningsreglerna skiljer sig från flaggningsdirektivet främst genom att de är bindande bara för bolag som är bundna av Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt jämte OTC- och O-listebolagen. Rekommendationen är dessutom endast tillämplig på aktier i svenska bolag. Det innebär att förvärv och överlåtelser av utländska aktier som är inregistrerade på fondbörsen eller annars handlas i landet inte omfattas.

För att uppnå en anpassning till EG:s flaggningsregler är det inte tillräckligt att nöja sig med nuvarande rekommendation av NBK, vilket kommittén valt. Som tidigare nämnts överensstämmer reglerna i insiderlagen om anmälningsskyldighet för fysiska personer relativt väl med EG:s flaggningsdirektiv. Insiderlagens regler om anmälningsskyldighet har emellertid ett annat syfte än reglerna om flaggning och är dessutom i vissa avseenden strängare än EG:s regler. Insiderlagens regler bör därför hållas isär från bestämmelser om flaggning, även om EG:s direktiv i och för sig tillåter att strängare krav för flaggningsskyldighet får ställas om de tillämpas generellt. De flaggningsregler som jag föreslår bör omfatta alla fysiska och juridiska personer och avse aktier som är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats. Med hänsyn till de goda erfarenheter som föreligger av självreglering på detta område genom NBK:s rekommendation bör utrymme även i fortsättningen föreligga för börser att uppställa strängare krav än enligt EG:s direktiv vad

gäller flaggning i börsbolag. Jag anser därför att lagstiftningen bör anpassas till EG:s minimivillkor. Bestämmelserna om flaggningsskyldighet kan lämpligen tas in i lagen om handel med finansiella instrument. I likhet med den lagstiftningsteknik som valts tidigare bör i lag anges de grundläggande bestämmelserna om flaggningsskyldighet. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen bör utforma de detaljföreskrifter som behövs för en harmonisering med flaggningsdirektivets regler.

Aktielån

En särskild fråga är, som finansinspektionen och Svenska Bankföreningen har påpekat, om flaggningsskyldighet inträder vid s.k. värdepappers- eller aktielån. I samband med den nya lagstiftningen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden upphävdes blankningsförbudet för fondkommissionärer, numera värdepappersbolag (se prop. 1990/91:142 s. 100-105 och beträffande begreppet aktielån s. 147).

I avstämningsregistret hos värdepapperscentralen registreras ett aktielån på samma sätt som en överlåtelse av aktierna. Låntagaren registreras således som ny ägare av aktierna. Aktielånet innebär i realiteten att långivaren efter utlåningen inte kan göra gällande några ur ett aktieinnehav härflytande rättigheter, exempelvis rösträtt. Rätten att delta vid en bolagstämma i ett avstämningsbolag tillkommer den som upptagits i värdepapperscentralens utskrift av aktieboken, vilken avser förhållandena tio dagar före stämman. Eftersom låntagaren hos värdepapperscentralen kommer att registreras som ägare till aktierna och således enligt registret förfogar över rösträtten bör flaggningsskyldighet inträda även vid s.k. aktielån. Det kan nämnas att enligt direktiven till utredningen om clearingverksamhet och kontosystem (Dir 1991:111) utredaren har fått i uppgift att bl.a. pröva om det finns skäl att registrera aktielån på särskilt sätt.

7 Ändring i 22 § skuldebrevslagen

Mitt förslag: Ett värdepappersbolags eller ett utländskt värdepappersföretags försäljning av löpande skuldebrev och vissa andra värdepapper blir genom en ändring i skuldebrevslagen gällande mot överlåtarens fordringsägare även om skuldebrevet lämnas kvar hos värdepappersbolaget eller det utländska värdepappersföretaget för förvaring.

Bakgrunden till mitt förslag: Enligt 22 § första stycket lagen (1936:81) om skuldebrev krävs för att en överlåtelse av ett löpande skuldebrev skall vara giltig mot överlåtarens fordringsägare, att besittningen av skuldebrevet överförts till förvärvaren. I fråga om överlåtelse från en bank finns emellertid ett undantag i paragrafens andra stycke som

innebär att sådan överlåtelse har verkan mot bankens fordringsägare även om skuldebrevet för förvaring har kvarlämnats hos banken. Bestämmelsen gäller enligt 10 § samma lag även i fråga om pantsättning och enligt 3 kap. 6 § aktiebolagslagen (1975:1385) också för aktiebrev, emissionsbevis och optionsbevis.

I en framställning den 23 april 1987 till regeringen (finansdepartementets dnr 1163/91) har en arbetsgrupp med anknytning till penningmarknadscentralen hemställt om att ett motsvarande undantag från kravet på besittningsöverföring som gäller för banker införs även för fondkommissionsbolag. Grunden för framställningen var främst att man då planerade ett dokumentbaserat penningmarknadssystem och att det inom detta system skulle innebära en avsevärd nackdel från konkurrenssynpunkt för fondkommissionsbolagen att i motsats till bankerna vara underkastade kravet i 22 § skuldebrevslagen på besittningsöverföring. Framställningen har remissbehandlats. Flertalet remissinstanser har ställt sig positiva till förslaget eller lämnat det utan erinran. Riksbanksfullmäktige har ansett att frågan om ändring i skuldebrevslagen borde anstå till penningmarknadssystemet utvecklats ytterligare.

Skälen för mitt förslag: Genom aktiekontolagen (1990:827) har ett kontobaserat värdepapperssystem införts för aktier i avstämningsbolag och vissa andra värdepapper. Den problematik som berörts i framställningen finns således inte beträffande dessa kontobaserade värdepapper. Det penningmarknadssystem som riksbanken hänvisat till har inte införts. En stor del av handeln på den svenska värdepappersmarknaden i Sverige sker därför alltjämt med värdepapper i fysisk form.

Såväl värdepappersbolag (tidigare fondkommissionsbolag) som bankinstitut uppträder som mellanhänder på värdepappersmarknaden och dessa säljer ibland egna värdepapper. Liksom bankerna skall värdepappersbolagen för verksamheten ha tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse. Förutsättningarna för att bedriva värdepappersrörelse är i princip desamma för dessa båda företagsformer. De måste ha finansinspektionens tillstånd och står under tillsyn. Även utländska företag kan få tillstånd att bedriva värdepappersrörelse i Sverige. Verksamheten är ingående reglerad i nämnda lag, bl.a. vad avser kapitalkrav och handel med finansiella instrument för egen räkning. Sådana företag får som ett led i rörelsen ta emot värdepapper för förvaring.

Enligt min mening finns det i fråga om borgenärsskyddet vid överlåtelse av företagets egna värdepapper inga skäl att göra skillnad mellan banker och andra företag som bedriver tillståndspliktig värdepappersrörelse. Tvärtom finns det anledning att sträva mot ett regelsystem som befrämjar konkurrens i handeln med värdepapper. Jag anser därför att skuldebrevslagen bör ändras så att även värdepappersbolag och utländska värdepappersföretag undantas från kravet på besittningsöverföring.

Mitt förslag: Ett förbud införs för fondbolag som handlar för en värdepappersfonds räkning att sälja fondpapper som fonden inte förfogar över.

Bestämmelsen innebär en anpassning till EG:s direktiv för kollektiva investeringar i värdepappersfonder.

Bakgrunden till mitt förslag: Den 1 januari 1991 trädde lagen (1990:1114) om värdepappersfonder i kraft vilken ersatte aktiefondslagen (1974:931). Ett av lagens huvudsyften angavs vara en anpassning till minimikraven i det inom EG år 1985 antagna direktivet om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (s.k. Ucits-direktivet; Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities, UCITS, 85/611/EEC).

Frågan om ett fondbolags möjligheter att för en värdepappersfonds räkning utföra s.k. blankning berördes i prop. 1989/90:153 om värdepappersfonder. Föredragande statsrådet ansåg emellertid att den frågan skulle avgöras i samband med den slutliga beredningen av värdepappersmarknadskommitténs förslag (prop. s 60).

Skälen för mitt förslag: I EG:s Ucits-direktiv föreskrivs i artikel 42 att varken förvaringsinstitut eller vissa andra företag som handlar för en värdepappersfonds räkning får sälja överlåtbara värdepapper som fonden inte innehar. I lagen om värdepappersfonder bör därför införas ett förbud för ett fondbolag att sälja fondpapper som en värdepappersfond inte innehar, dvs. förfogar över. Förbudet bör tas in i 13 § lagen om värdepappersfonder som en ny punkt.

I lagrådsremissen angavs i detta avsnitt att förbudet att sälja fondpapper som fonden inte förfogar över bör omfatta såväl oäkta som äkta blankning. Som *lagrådet* påpekat innebär äkta blankning en försäljning av värdepapper som man fått med förfoganderätt genom en försträckning, medan en oäkta blankning avser försäljning av värdepapper som man över huvud taget inte innehar. I fråga om den äkta blankningen har lagrådet anmärkt att uttalandet om förbudets omfattning i allmänmotiveringen torde strida mot den föreslagna lagtexten (13 §). Lagrådets påpekande är riktigt. Jag vill därför klargöra att förbudet inte träffar äkta blankning. Ett fondbolag skall således för en värdepappersfonds räkning kunna utföra försäljning av fondpapper — exempelvis aktier — som erhållits genom en försträckning. Även om blankningsaffärer av detta slag således ej är förbjudna, är viss försiktighet i fråga om sådana affärer påkallad. Vid ett köp av värdepapper måste fonden erlägga vederlag motsvarande fondpapperens värde. Vid en blankningsaffär däremot kan fonden förfoga över värdepapperen genom en betydligt mindre kapital-

insats, nämligen den avgift som erläggs till den som försträcker (lånar ut) värdepapperen. Därigenom kan fonden komma att utsättas för risker som är jämförbara med dem som kan föreligga vid handel med optioner och terminer. I fråga om sådan handel gäller särskilda restriktioner för värdepappersfonderna. I nuläget anser jag det inte erforderligt att införa liknande restriktioner för fondernas blankningsaffärer. Emellertid bör finansinspektionen vid sin tillsyn av fonderna ägna sådana transaktioner särskild uppmärksamhet. Om det skulle visa sig att blankningsaffärer hos värdepappersfonderna får sådan utbredning och inriktning att en sund utveckling av fondverksamheten sätts i fara, bör inspektionen fästa regeringens uppmärksamhet på detta.

Ett alltmer vanligt sätt för kapitalförvaltare att öka avkastningen på sina värdepapper är att låna ut värdepapper till andra aktörer. Sådan utlåning kan ske i former som i princip är riskfria, bl.a. genom krav på säkerhet, och bör därför kunna bedrivas även av värdepappersfonder. Denna placeringsform aktualiserar emellertid en lagteknisk fråga i 13 §. Enligt punkt 2 i paragrafen råder ett förbud för ett fondbolag att i fondverksamheten "ta upp eller bevilja lån". För att undvika eventuella tolkningsproblem bör den bestämmelsen förtydligas så att ordet "lån" ersätts med "penninglån". Detta är också i överensstämmelse med EG:s Ucits-direktiv.

Vidare föreslås en ändrad lydelse av 18 § lagen om värdepappersfonder som en följd av att den nya börslagstiftningen inrymmer en alternativ auktorisationsform till börs. Den ändringen behandlas närmare i specialmotiveringen.

9 Ändringar i insiderlagen m.m.

Mitt förslag: Definitionen i insiderlagen av aktiemarknadsbolag ändras så att begreppet omfattar bolag som har aktier noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats. Tidsfristen i 13 § 1 insiderlagen för anmälan av aktieinnehav skall räknas från tidpunkten för notering.

Kommitténs förslag: I förslaget till lag om insynshandel på värdepappersmarknaden, vilket låg till grund för insiderlagen (1990:1342), användes inte begreppet aktiemarknadsbolag. Enligt förslaget skulle kretsen av personer med skyldighet att anmäla aktieinnehav omfatta personer med insynsställning i svenska aktiebolag vars aktier var allmänt spridda. Samma avgränsning skulle gälla i fråga om vilka bolag som skulle vara skyldiga att göra anmälan om personer med insynsställning i bolaget. "Allmänt spridda" aktier definierades som aktier som innehas av minst tvåhundra ägare.

Remissinstanserna lämnade förslaget i huvudsak utan erinran.

Hearingsynpunkter: *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* noterar med tillfredsställelse att begreppet aktiemarknadsbolag utvidgas. *Finansinspektionen* ifrågasätter om uttrycket "annan organiserad marknadsplats" i 2 § första stycket 1 insiderlagen skall bibehållas vid genomförande av förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet.

Skälen för mitt förslag: Den ändring av definitionen av aktiemarknadsbolag som jag föreslår är en följd av att ensamrätten för Stockholms fondbörs att bedriva fondbörsverksamhet upphör och att notering av icke inregistrerade fondpapper tillåts vid börser och auktoriserade marknadsplatser. Ändringen av innebörden i begreppet aktiemarknadsbolag påverkar emellertid också omfattningen av den straffsanktionerade anmälningsskyldigheten enligt insiderlagen. Även vissa andra lagar där begreppet förekommer får ett något ändrat tillämpningsområde. Min redovisning av skälen för mitt förslag skall ses mot denna bakgrund.

Insiderlagen innehåller dels regler om förbud i vissa fall mot handel med fondpapper på värdepappersmarknaden, vilka även gäller t.ex. O-listeaktier, dels regler om skyldighet för aktiemarknadsbolag att anmäla vilka personer som har insynställning i bolaget och för sådana personer att anmäla aktieinnehav. Vid utarbetandet av lagen frångicks kommitténs förslag i fråga om avgränsningen av anmälningsskyldighetens omfattning. I stället användes det från den då gällande lagen om värdepappersmarknaden hämtade begreppet aktiemarknadsbolag, dvs. bolag vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs samt OTC-bolag. I förarbetena till insiderlagen (prop. 1990/91:42 s. 53 och 54) angavs som motiv för denna lösning bl.a. att kommitténs förslag skulle kunna medföra svårigheter att bedöma vilka personer och bolag som vid varje tid omfattades av anmälningsskyldigheten. Definitionen av aktiemarknadsbolag har inneburit att s.k. O-listebolag och vissa andra bolag samt aktieägare i sådana bolag inte omfattas av anmälningsskyldighet enligt insiderlagen. Sveriges Aktiesparares Riksförbund har i en framställning till finansdepartementet (dnr 2638/91) betecknat detta förhållande som otillfredsställande och hemställt om lagändringar så att alla bolag som har allmänt spridda aktier kommer att omfattas av insiderreglerna.

Den nya definitionen av aktiemarknadsbolag som är en konsekvens av ny börslagstiftning innebär att den tidigare begränsningen till börsbolag och OTC-bolag försvinner och att i stället alla bolag med aktier noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats kommer att innefattas i begreppet. I praktiken innebär detta vid nuvarande förhållanden att det femtiotal bolag som i dag noteras på den s.k. O-listan blir att anse som aktiemarknadsbolag och att sådana bolag och personer med insynsställning i dessa kommer att omfattas av insiderlagens regler om anmälningsskyldighet. Beroende på hur marknaderna utvecklas kan detsamma komma att gälla andra bolag; i första hand kanske sådana som nu noteras på "inofficiella listan", "C-listan" etc. Självfallet kommer också alla i dag onoterade bolag vars aktier i framtiden blir föremål för notering vid en börs eller auktoriserad marknadsplats att falla in under definitionen.

Genom att definitionen av aktiemarknadsbolag ändras kommer tillämpningsområdet för vissa andra författningar där detta begrepp förekommer att utvidgas. Detta gäller aktiebolagslagen (1975:1385), aktiebolagsför-

ordningen (1975:1387), försäkringsrörelselagen (1982:713), försäkringsrörelseförordningen (1982:790), lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m. (den s.k. LEO-lagen), bankaktiebolagslagen (1987:618) och bankrörelseförordningen (1987:647). Utvidgningen ställer krav på följdändringar i bl.a. kommunalskattelagen (jfr avsnitt 12).

Enligt 13 § 1 insiderlagen skall anmälan om aktieinnehav eller ändring i innehavet anmälas senast fjorton dagar efter det att aktie i bolaget inregistrerats vid Stockholms fondbörs eller OTC-avtal antecknats hos finansinspektionen. Utgångspunkten för denna tidsfrist bör i enlighet med förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet ändras till tidpunkten för notering vid en börs eller auktoriserad marknadsplats.

Uttrycket "annan organiserad marknad" i den definition av "handel på värdepappersmarknaden" som finns i 2 § första stycket 1 insiderlagen är avsett att träffa all organiserad handel på värdepappersmarknaden som inte sker på en börs eller genom en mellanhand som yrkesmässigt bedriver handel med fondpapper. Det har ifrågasatts om inte i konsekvens med förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet i stället ett annat begrepp borde användas. Närmast till hands ligger då uttrycket "auktoriserad marknadsplats". Därvid måste emellertid beaktas att de två uttrycken inte har helt överensstämmande betydelse. Det är i och för sig ett krav för auktorisation att marknaden i fråga är organiserad i den mening som avses i insiderlagen. Auktorisation är däremot inte en förutsättning för en organiserad marknad. Auktorisation är enligt lagförslaget frivillig. Därtill kommer att en verksamhet som saknar en egentlig huvudman inte kommer att kunna auktoriseras. Om begreppet auktoriserad marknadsplats användes i definitionen av handel på värdepappersmarknaden skulle viss handel som i dag omfattas av insiderlagen falla utanför lagens tillämpningsområde. Ett exempel på en sådan marknad är den svenska penningmarknaden såsom den nu är organiserad. Jag anser mot denna bakgrund att lagens nuvarande uttryck "annan organiserad marknad" bör behållas.

10 Emissionsmedverkan av advokater och revisorer

Min bedömning: Den medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument som lämnas av advokater och revisorer omfattas normalt inte av tillståndsplikt enligt lagen om värdepappersrörelse. Någon lagändring behövs därför inte.

Skälen för min bedömning: Enligt 1 kap. 3 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse får värdepappersrörelse drivas bara efter tillstånd av finansinspektionen. Tillstånd får ges bl.a. för sådan verksamhet som avser "garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpap-

per eller erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets".

Under beredningsarbetet efterlystes från advokat- och revisorshåll ett klargörande av att tillståndsplikten inte omfattar rådgivning eller annat biträde som advokater och revisorer lämnar klienter som förbereder emissioner eller erbjudanden om köp eller försäljning. Det är inte ovanligt att sådant biträde i vissa fall utgör en stor del av åtminstone advokaters verksamhet. Några uttalanden som direkt tog sikte på sådan verksamhet gjordes emellertid inte i lagstiftningsärendet. Det har därför ifrågasatts om det behövs ett undantag i lagen för dessa yrkeskategorier.

I förarbetena till lagen (prop. 1990/91:142 s.107) uttalades att verksamhet som består i att erbjuda allmänheten tjänster på värdepappersmarknaden bör bedrivas så att allmänhetens förtroende för marknaden inte rubbas och att aktörer som bedriver yrkesmässig verksamhet som kan påverka allmänhetens intressen inom handeln bör stå under det allmännas tillsyn och kunna bli föremål för korrigerande ingripanden från en statlig myndighets sida. I fråga om medverkan i samband med emissioner uttalades (s. 112) att det behövs ett utökat skydd för investerarna och att det inträffat att erbjudanden till allmänheten saknat de mest grundläggande uppgifter som bör ingå i ett prospekt, trots att en emissionsförmedlare medverkat.

Enligt förarbetena tar lagens regler alltså sikte på företag som genom sin medverkan i emissioner och andra erbjudanden utåt framstår som garanter för att de till allmänheten riktade erbjudandena är utformade i enlighet med gällande normer. Den granskning- och rådgivningsverksamhet som revisorer och advokater bedriver gentemot sina klienter är normalt av en annan typ. När ett företag som skall upprätta ett prospekt anlitar en advokat eller revisor, uppträder denne som konsult på företagets sida, inte som en oberoende mellanhand i förhållande till allmänheten.

Mot denna bakgrund står det enligt min mening klart att tillståndskravet i värdepappersrörelselagen inte tar sikte på advokaters eller revisorers verksamhet som den här är beskriven. Saken kommer i ett annat läge om en advokat eller revisor i ett prospekt framhålls som medverkande vid emissionen eller erbjudandet och kanske rent av undertecknar prospektet. En regelbunden verksamhet av det slaget omfattas - och bör omfattas - av tillståndskravet. Någon lagändring är således inte påkallad.

11 Ekonomiska effekter av mitt förslag

Mina framlagda förslag innebär bl.a. att etableringsfrihet i princip införs för börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer. Clearingverksamheten lagregleras, vilket innebär ökad säkerhet i handeln eftersom en stor del av de potentiella riskmomenten är koncentrerade till clearingledet. Dessa förändringar får förväntas leda till en ökad konkurrens och till att värdepappersmarknaden blir mer effektiv. Det är emellertid svårt att i mer exakta termer förutsäga de ekonomiska effekterna av dessa reformer.

Finansinspektionen åläggs nya och delvis arbetskrävande uppgifter. Kostnaderna för dessa bör täckas av att nya tillsynsobjekt blir tillståndspliktiga. Även i övrigt bör inspektionens kostnader såsom föreslås täckas av avgifter.

Mitt förslag innebär också att nuvarande ansvarsregel ersätts med ett vitesförfarande. Sådant vite döms ut av länsrätt. Mot vissa beslut av en börs skall klandertalan kunna föras vid allmän domstol. Vidare föreslås att finansinspektionens beslut skall kunna överklagas till kammarrätten i stället för som enligt gällande rätt regeringen. Nämnda lagändringar torde medföra endast obetydlig ökning av domstolarnas arbetsbelastning. För denna bedömning talar de erfarenheter som vunnits av motsvarande ändringar i annan lagstiftning på värdepappersmarknadsområdet, nämligen de för värdepappersfonder och värdepappersinstitut. Lagen om värdepappersfonder trädde i kraft den 1 januari 1991 och lagen om värdepappersrörelse den 1 augusti samma år. Under den tid dessa lagar varit i kraft har inga överklaganden av finansinspektionens beslut förekommit. Ej heller har några mål om utdömande av vite anhängiggjorts av inspektionen. Härvid kan noteras att det antal institut som berörs av angivna lagar är avsevärt fler än de som kan förväntas beröras av den nya lagen om börs- och clearingverksamhet.

12 Ikraftträdande och vissa följdändringar

Den nya börslagstiftningen bör, framför allt med hänsyn till de åtaganden som Sverige avser att göra i EES-avtalet, träda i kraft senast den 1 januari 1993. En ombildning av Stockholms fondbörs enligt de riktlinjer som föreslagits i avsnitt 4 är givetvis inte helt okomplicerad att genomföra och en viss osäkerhet föreligger följaktligen om den tidpunkt då ombildningen kan vara helt genomförd. Möjligheterna att starta börsverksamhet enligt den föreslagna lagstiftningen bör vara lika för fondbörsen och andra företag. Ombildningen av fondbörsen bör därför vara klar när den generella lagstiftningen träder i kraft. Annars skulle det bli nödvändigt att låta fondbörsen driva sin verksamhet med stöd av gällande regler medan andra börser följde de nya reglerna. Tidpunkten för den nya börslagstiftningens ikraftträdande bör därför synkroniseras med tidpunkten för ombildningens slutförande. Detta kan lösas praktiskt om det överlämnas åt regeringen att bestämma när den nya lagstiftningen skall träda i kraft. Lagstiftningen skall dock, som nyss nämnts, träda i kraft senast den 1 januari 1993.

Omfattande föreskrifter skall meddelas med anledning av den nya börslagstiftningen och de nya regler som införs i lagen om handel med finansiella instrument. Dessa föreskrifter måste vara färdigställda vid ikraftträdandet. Även med hänsyn härtill är det lämpligt att regeringen får bestämma om ikraftträdandet.

Den ändring av lagen om skuldebrev som föreslås i avsnitt 7 saknar samband med den nya börs- och clearinglagstiftningen. Ikraftträdandet för denna ändring kan därför bestämmas till viss tidpunkt, lämpligen den 1 september 1992.

Den nya börslagstiftningen föranleder ändringar i ett flertal andra författningar. De lagar som nu föreslås ändrade redovisas i avsnitt 13. Det föreligger emellertid behov av ändringar också på skattelagstiftningens område. Detta gäller främst kommunalskattelagen (1928:370), lagen (1941:416) om arvskatt och gåvoskatt och lagen (1947:576) om statlig inkomstskatt. De ändringar i dessa lagar som kan aktualiseras fordrar emellertid ytterligare överväganden. Jag avser därför att vid en senare tidpunkt återkomma med förslag på detta område.

13 Upprättade lagförslag

I enlighet med det anförda har inom finansdepartementet upprättats förslag till

1. lag om börs- och clearingverksamhet,
2. lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev,
3. lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse,
4. lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385),
5. lag om ändring i lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.,
6. lag om ändring i sekretesslagen (1980:100),
7. lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713),
8. lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729),
9. lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande,
10. lag om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden,
11. lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618),
12. lag om ändring i konkurslagen (1987:672),
13. lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder,
14. lag om ändring i insiderlagen (1990:1342),
15. lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,
16. lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse,
17. lag om ändring i lagen (1992:000) om utländska filialer m.m.

Samråd har skett med chefen för justitiedepartementet beträffande lagförslagen 2, 4, 6 och 12 och med chefen för näringsdepartementet beträffande lagförslagen 3, 5, 8 och 17.

Lagrådet har granskat samtliga lagförslag utom lagförslag 17.

14 Specialmotivering

14.1 Förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet

Inledande bestämmelser

1 kap. Tillämpningsområde m.m.

1 kap. 1 §

(Jfr 2 och 3 §§ i kommitténs förslag)
Paragrafen anger lagens tillämpningsområde.

Första stycket

Av första stycket framgår att lagen anvisar två auktorisationsformer för företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument, nämligen *börs* och *auktoriserad marknadsplats*. Börser är i lagen underställda något mer långtgående krav än auktoriserade marknadsplatser. Grundreglerna för de bägge verksamhetsformerna är dock i många stycken gemensamma. De mest utmärkande skillnaderna mellan verksamhetsformerna har angetts i allmänmotiveringen (avsnitt 3.2.3).

Något tvång att söka auktorisation som börs eller marknadsplats föreligger inte. Emellertid kräver sådan yrkesmässig verksamhet som består i förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller medverkan i annat fall vid transaktioner avseende sådana instrument tillstånd enligt 1 kap. 3 § 2 lagen om värdepappersrörelse. Som konstaterats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.1) är verksamhet av börskaraktär i princip tillståndspliktig enligt nämnda bestämmelse. För att inte företag som får auktorisation som börs eller marknadsplats skall vara tvungna att samtidigt ha tillstånd också enligt lagen om värdepappersrörelse föreslås en ändring i den lagen. Ändringen innebär att den som har auktorisation enligt förevarande lag som börs eller marknadsplats skall vara undantagen från tillståndsskyldigheten enligt 1 kap. 3 § 2 lagen om värdepappersrörelse.

Utanför både lagen om värdepappersrörelse och förevarande lag faller däremot sådan verksamhet som bara avser handel för egen räkning inom en sluten krets. Om ett antal placerare träffar avtal om att regelbundet göra värdepappersaffärer med varandra, så kan de inte få auktorisation som börs eller marknadsplats för den verksamheten. Detta gäller även om de har bildat ett särskilt bolag för att organisera handeln, dvs. förmedla kontakt mellan säljare och köpare av värdepapper. Normalt måste ett sådant bolag emellertid ha tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse (jfr prop. 1990/91:142 s. 110).

Kravet på regelbundenhet innebär att verksamhet som är av så liten omfattning att den kan förutses leda till endast sporadisk handel med finansiella instrument inte är möjlig att få auktorisation för. Kravet på periodicitet innebär med andra ord att verksamheten måste ha viss omfattning. Detta är också nödvändigt för att en börs eller en auktoriserad marknadsplats skall kunna erbjuda likviditet i de finansiella

instrument som handlas där. Några bestämda gränser för hur omfattande handeln måste vara för att den skall kunna betraktas som regelbunden kan inte anges närmare. Detta måste bli en fråga för finansinspektionen att avgöra från fall till fall vid auktorisationsprövningen. Här kan dock så mycket sägas att den omständigheten att handeln avser ett fåtal eller kanske t.o.m. endast ett visst finansiellt instrument inte i sig bör utgöra hinder för auktorisation. För att kravet på regelbundenhet skall vara uppfyllt bör normalt krävas att verksamheten upprätthålls dagligen under vardagar.

Som framgår av 4 § 9 har begreppet finansiellt instrument samma betydelse som i lagen om handel med finansiella instrument (1 kap. 1 §).

Andra stycket

Bestämmelserna om clearing i denna lag omfattar enbart sådan verksamhet som går ut på att i options- eller terminsavtal inträda som part eller på annat sätt garantera fullgörande av avtalet (clearingverksamhet). Vad som avses med clearingverksamhet samt optioner och terminer framgår av 4 §.

Tredje stycket

Av bestämmelsen framgår att finansinspektionen svarar för auktorisation av såväl börser som marknadsplatser och för tillståndsgivning vad gäller clearingorganisationer. Även tillsynen över dessa företag utövas av finansinspektionen (11 kap. 1 §).

1 kap. 2 §

(Jfr 3 § andra stycket i kommitténs förslag)

De som har möjlighet att få auktorisation som börs eller marknadsplats eller att få tillstånd som clearingorganisation är svenska aktiebolag och svenska ekonomiska föreningar samt utländska företag.

Kraven i fråga om associationsform för svenska företag har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.2). För aktiebolag eller ekonomisk förening som fått auktorisation eller tillstånd enligt den förevarande lagen gäller vad som är föreskrivet om aktiebolag resp. ekonomiska föreningar i allmänhet, om inte annat följer av den förevarande lagen.

Auktorisation eller tillstånd för utländska företag kräver filialetablering (2 kap. 7 § resp. 8 kap. 3 §). Med utländskt företag avses en juridisk person som är bildad enligt lagen i en främmande stat. Ett svenskt aktiebolag som fått auktorisation eller tillstånd kan naturligtvis vara dotterföretag till ett utländskt företag.

1 kap. 3 §

(Saknar motsvarighet i kommitténs förslag)

Lagen är indelad i fem avdelningar med sammanlagt 12 kapitel. I paragrafen anges vilka kapitel som särskilt avhandlar börs, auktoriserad marknadsplats resp. clearingorganisation.

Vissa grundläggande regler som gäller för en börs gäller också för en auktoriserad marknadsplats. I 7 kap., som behandlar auktoriserad marknadsplats, har därför valts tekniken att göra hänvisningar till bestämmelserna i börskapitlen i fråga om sådana regler som är gemensamma för båda verksamhetsformerna. De bestämmelser vartill hänvisas i börskapitlen får - med avseende på auktoriserad marknadsplats - läsas som om där stod auktoriserad marknadsplats i stället för börs. Även 8 kap., som behandlar clearingorganisation, innehåller sådana hänvisningar till börskapitlen och får följaktligen hanteras på samma sätt.

De tre avslutande kapitlen (10-12) innehåller bestämmelser om avbrytande av handel, tillsyn och överklagande som i huvudsak är gemensamma för samtliga verksamhetsformer.

1 kap. 4 §

(Jfr 2 § i kommitténs förslag)

Paragrafen innehåller definitioner av flera i lagen centrala begrepp. Innebörden av begreppen utvecklas i det följande i den ordning de förekommer i paragrafen.

Med *börs* avses företag som har fått auktorisation enligt bestämmelserna i 2 kap. för sådan verksamhet som anges i 1 § första stycket med den preciseringen att den handel som organiseras av börsen skall ske mellan till börsen anslutna medlemmar. Av 2 § framgår att auktorisation som börs kan meddelas enbart svenska aktiebolag och svenska ekonomiska föreningar samt utländska företag.

Till skillnad från kommitténs lagförslag innehåller den förevarande lagen inte någon definition av börsverksamhet. Det har inte ansetts nödvändigt att explicit ange en sådan i lagen. Börsverksamhet enligt den av kommittén valda definitionen (se 2 § 1 i kommitténs förslag) torde för övrigt rymmas inom den i den här lagen valda beskrivningen "verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar".

Med *börsmedlem* avses den som av en börs har fått tillåtelse att delta i handeln vid börsen. Kännetecknande för börsmedlemmen är att han kan utföra värdepappersaffärer på börsen utan att behöva anlita någon mellanhand. Han har med andra ord direkttillträde till börsen. Bestämmelser om börsmedlemmar finns i 3 kap. Där anges bl.a. vilka typer av aktörer som kan ifrågakomma för börsmedlemskap.

Eftersom börsverksamhet kan drivas av en ekonomisk förening, bör påpekas att börsmedlemsbegreppet ej är detsamma som medlemsbegreppet i lagen om ekonomiska föreningar. En ekonomisk förening har till ändamål att främja medlemmarnas ekonomiska intresse genom ekonomisk verksamhet i vilken medlemmarna på olika sätt deltar. Deltagande i verksamheten kan bl.a. ske genom att föreningens tjänster begagnas (1 kap. 1 § lagen om ekonomiska föreningar). Den som är börsmedlem kan sägas utnyttja börsens tjänster. Därmed är det också möjligt för en börsmedlem, om börsverksamheten drivs av en ekonomisk förening, att även vara medlem i föreningen. För ekonomiska föreningar gäller

öppenhetsprincipen och inträde som medlem får inte vägras någon, om det inte finns särskilda skäl med hänsyn till arten eller omfattningen av föreningens verksamhet eller föreningens syfte eller annan orsak (3 kap. 1 §). Särskilda skäl att vägra den som uppfyller förutsättningarna för börsmedlemskap medlemskap i den ekonomiska föreningen torde i allmänhet inte föreligga. Det ligger snarare närmare till hands att en ekonomisk förening som driver en börs kräver att medlemmarna i föreningen skall uppfylla förutsättningarna för börsmedlemskap enligt den förevarande lagen. Ett sådant krav torde vara befogat och utgöra sådana särskilda skäl som enligt den nämnda bestämmelsen i lagen om ekonomiska föreningar kan ligga till grund för vägran att medge inträde som medlem i föreningen (jfr prop. 1986/87:7 s. 87).

Det föreligger inte något krav i lagstiftningen att alla börsmedlemmar också skall vara medlemmar i den ekonomiska föreningen, eftersom det inte finns något allmänt krav att en ekonomisk förening får erbjuda sina tjänster osv. uteslutande till medlemmarna. Däremot kan en börs som är ekonomisk förening — om den så önskar — ställa upp ett sådant krav.

Med *auktoriserad marknadsplats* avses företag som har fått auktorisation enligt 7 kap. att driva sådan verksamhet som anges i 1 § första stycket. Till skillnad från börs krävs ej att den handel som organiseras måste äga rum mellan personer som är knutna till marknadsplatsen genom medlemskap. Av 2 § framgår att auktorisation som marknadsplats kan meddelas enbart svenska aktiebolag och svenska ekonomiska föreningar samt utländska företag genom filialetablering.

En definition av *clearingverksamhet* finns för närvarande i 1 kap. 1 § lagen om handel med finansiella instrument. Definitionen av sådan verksamhet ändras samtidigt som den förs över till den förevarande lagen. Den nya definitionen av clearingverksamhet omfattar endast options- och terminsavtal och är således inte lika vid som tidigare då den omfattade samtliga typer av finansiella instrument (se prop. 1990/91:142 s. 144). De materiella regler för clearingverksamhet som finns i lagen om handel med finansiella instrument gäller emellertid enbart clearing avseende optioner och terminer (se 2 kap. nämnda lag). I samband med att samtliga regler för clearingverksamhet i lagen om handel med finansiella instrument förs över till den nya lagen, som också tar sikte på enbart dessa slag av derivatinstrument, saknas för närvarande behov av att ha kvar en så vid definition av clearingverksamhet som den nu gällande. Som nämnts i allmänmotiveringen har regeringen tillsatt en utredning (Dir 1991:111) som har till uppgift att bl.a. se över lagstiftningen om clearingverksamhet på hela värdepappersmarknaden. Definitionen av clearingverksamhet kan, liksom regelverket i övrigt, komma att ändras med anledning härav.

I kravet på yrkesmässighet ligger att det skall vara fråga om mer än bara enstaka clearinguppdrag.

Med *clearingorganisation* avses företag som har fått tillstånd enligt 8 kap. att driva clearingverksamhet. Av 2 § framgår att sådant tillstånd kan meddelas enbart svenska aktiebolag och svenska ekonomiska föreningar samt utländska företag genom filialetablering.

Med *clearingmedlem* avses den som av en clearingorganisation har fått tillåtelse att delta i clearingen hos organisationen. Den som är clearingmedlem kan delta i clearingen utan att behöva gå via någon mellanhand. Av 8 kap. 6 § framgår att endast den som har betryggande kapitalstyrka och som i övrigt bedömts vara lämplig kan bli clearingmedlem.

Clearingverksamhet kan drivas av ekonomisk förening (se 2 §). Detta aktualiserar frågan om förhållandet mellan medlemsbegreppet i den förevarande lagen och det i lagen om ekonomiska föreningar. Beträffande denna fråga hänvisas till vad som ovan anförts i fråga om börsmedlem, eftersom samma synpunkter kan anföras även i fråga om clearingmedlem.

Definitionerna av *option* och *termin* har - utan några ändringar - flyttats över från lagen om handel med finansiella instrument (1 kap. 1 §). Angående innebörden av dessa begrepp hänvisas till förarbetena till den lagen (prop. 1990/91:142 s. 88, 89, 143 och 144).

Med *finansiellt instrument* avses enligt lagen om handel med finansiella instrument, fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. *Fondpapper definieras i samma lag* som aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis). Vad gäller den närmare innebörden av nämnda begrepp hänvisas till förarbetena till nämnda lag (prop. 1990/91:142 s. 85-88 och 141-143).

Börs

2 kap. Förutsättningar för auktorisation m.m.

Sundhetskrav

2 kap. 1 §

(Jfr 4 § andra stycket i kommitténs förslag)

Paragrafen innehåller en allmän förhållnings- och sundhetsregel för börser.

Första stycket

Regler av liknande typ finns för närvarande i 1 kap. 2 § lagen om handel med finansiella instrument och 1 kap. 7 § lagen om värdepappersrörelse. Dessa utgör i viss mån förebild för den här intagna bestämmelsen.

Andra stycket

De principer som anges i andra stycket har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitten 2.3.1, 3.1.3 och 3.1.6).

2 kap. 2 §

(Jfr 4 § första stycket i kommitténs förslag)

I paragrafen föreskrivs vissa villkor för att auktorisation som börs skall få meddelas svenska aktiebolag och svenska ekonomiska föreningar.

Punkten 1 har sin förebild i bl.a. 2 kap. 1 § lagen om värdepappersrörelse. Det är angeläget att bolagsordningen resp. stadgarna granskas i auktorisationsärendet.

I fråga om det för börsverksamhet centrala sundhetskravet hänvisas i punkt 2 till 1 §. Med utgångspunkt i detta krav skall göras en övergripande prövning av verksamheten.

Av punkten 3 följer att finansinspektionen vid prövning av auktorisationsärenden måste förvissa sig om att övriga förutsättningar i lagen är uppfyllda.

Det får ankomma på det företag som söker auktorisation att ta fram och presentera den utredning och de handlingar som finansinspektionen behöver för sin prövning.

2 kap. 3 §

(Första stycket: Jfr 5 § i kommitténs förslag. Andra stycket: Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Första stycket

Bestämmelsen innebär att möjlighet öppnas för finansinspektionen att meddela auktorisation innan bolaget eller föreningen har registrerats hos patent- och registreringsverket resp. länsstyrelsen.

Andra stycket

Bestämmelsen har tillkommit efter förebild i banklagstiftningen och lagen om värdepappersrörelse. Prövningen av en ansökan om auktorisation skall innefatta bl.a. en allmän bedömning av omfattningen och beskaffenheten av den planerade verksamheten. En sådan bedömning avses bl.a. ligga till grund för det kapitalkrav som bör ställas på företaget. Syftet med uppgifterna i verksamhetsplanen är att de skall komplettera de uppgifter om den tilltänkta verksamheten som finns i bolagsordningen.

I likhet med vad som gäller beträffande ansökan att bedriva värdepappersrörelse bör det kunna överlämnas åt inspektionen att ange vilka uppgifter som skall finnas med i en verksamhetsplan. En verksamhetsplan enligt lagen om värdepappersrörelse skall enligt inspektionens föreskrifter (FFS 1991:2 och 3), såvitt här är av intresse, bl.a. innehålla en organisationsplan samt uppgifter om regelansvarig befattningshavare, verksamhet som uppdragits åt annat företag och användningen av datorstöd i verksamheten.

2 kap. 4 §

(Jfr 8 § i kommitténs förslag)

Paragrafen har sina förebilder i banklagstiftningen och lagen om värdepappersrörelse. Ett aktiebolags bolagsordning skall enligt 2 kap. 4 § aktiebolagslagen ange bl.a. föremålet för bolagets verksamhet, angivet till sin art. Motsvarande regel för ekonomiska föreningar finns 2 kap. 2 § lagen om ekonomiska föreningar. Där sägs att föreningens stadgar skall ange ändamålet med föreningens verksamhet och verksamhetens art. Redan av de uppgifter som skall lämnas enligt dessa bestämmelser framgår vilken verksamhet bolaget resp. föreningen skall bedriva. Av den verksamhetsplan som enligt 3 § andra stycket skall fogas till en ansökan om auktorisation skall därutöver framgå verksamhetens omfattning mer i detalj.

Första stycket

Enligt första stycket ankommer det på finansinspektionen att i samband med auktorisationsprövningen godkänna bolagsordningen resp. stadgarna.

Andra stycket

Enligt andra stycket prövar finansinspektionen även ändringar i bolagsordning eller stadgar. Patent- och registreringsverket eller länsstyrelsen får inte registrera beslut om ändringar i dessa handlingar förrän finansinspektionen har godkänt beslutet. Detta innebär att stämmans beslut bör fattas med uttryckligt förbehåll för inspektionens godkännande.

2 kap. 5 §

(Jfr 6 § i kommitténs förslag)

Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.4). Där framgår bl.a. vad som kan hänföras till "andra finansiella resurser".

2 kap. 6 §

(Jfr 9 § i kommitténs förslag)

Av 8 kap. 1 och 3 §§ aktiebolagslagen framgår att ett aktiebolags *styrelse* skall bestå av minst tre ledamöter om aktiekapitalet eller maximikapitalet uppgår till minst 1 milj.kr. och att det i sådana bolag skall utses en verkställande direktör. Vilka som skall utses till styrelseledamöter avgörs av aktieägarna. Huruvida styrelsens ledamöter helt eller delvis skall rekryteras ur ägarkretsen blir därmed också en sak för aktieägarna att avgöra.

Styrelsen i en ekonomisk förening skall enligt bestämmelsen i 6 kap. 1 § lagen om ekonomiska föreningar ha minst tre ledamöter. I bestämmelsen sägs också att styrelsen väljs av föreningsstämman, om det inte föreskrivs i stadgarna att en eller flera styrelseledamöter skall utses på annat sätt. Styrelseledamöterna skall vara medlemmar i föreningen, om inte stadgarna i särskilt angivna fall tillåter annat (6 kap. 4 §).

Av 8 kap. 3 § aktiebolagslagen framgår att den *verkställande direktören* utses av styrelsen. Detsamma gäller för ekonomiska föreningar. Av 6 kap. 3 § lagen om ekonomiska föreningar framgår vidare att verkställande direktör skall utses om antalet anställda i föreningen under vart och ett av de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200. Styrelsen kan också utse verkställande direktör i annat fall, om stadgarna föreskriver detta.

Styrelsen i företag som driver börsverksamhet bör med hänsyn till sådan verksamhets betydelse ha en viss minsta storlek som överstiger vad som gäller för aktiebolag resp. ekonomiska föreningar i allmänhet. Som minsta antal styrelseledamöter har, i likhet med kommitténs förslag, fem funnits lämpligt. Någon översta gräns för antalet styrelseledamöter anges inte. Detta får bestämmas i bolagsordningen eller stadgarna och kan därmed anpassas efter börsens särskilda förhållanden. Börsdrivande företag bör av samma skäl ha en verkställande direktör.

Kommittén anger i sitt lagförslag att beslut i vissa för börsverksamheten viktiga frågor skall fattas av börsens styrelse; bl.a. gäller detta antagande och uteslutning av medlemmar, in- och avregistrering av fondpapper och beslut om handelsstopp. Förevarande lag innehåller inte något sådant krav. Härav kan emellertid inte dras den slutsatsen att styrelsen inte behöver befatta sig med de aktuella besluten. Enligt reglerna i aktiebolagslagen och lagen om ekonomiska föreningar svarar styrelsen för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter, medan verkställande direktören handhar den löpande förvaltningen enligt riktlinjer och anvisningar som styrelsen meddelar. De aktuella frågorna kan inte anses ingå i den löpande förvaltning av verksamheten som en verkställande direktör normalt handhar. Emellertid bör uppmärksammas möjligheten för verkställande direktören att i brådskande fall vidta åtgärder av osedvanlig beskaffenhet om styrelsens beslut inte kan avvaktas (se 8 kap. 6 § aktiebolagslagen resp. 6 kap. 6 § lagen om ekonomiska föreningar). Detta kan vara fallet vid t.ex. beslut att avbryta handeln med ett visst finansiellt instrument.

Beslut om avregistrering kräver enligt kommitténs förslag kvalificerad majoritet i styrelsen. Eftersom förevarande lag inte innehåller föreskrifter om att vissa beslut skall fattas av börsens styrelse, saknas följaktligen även regler om hur besluten fattas i styrelsen. I stället gäller bestämmelserna om styrelsebeslut i aktiebolagslagen (8 kap. 9 §) och lagen om ekonomiska föreningar (6 kap. 9 §).

I finansinspektionens auktorisationsprövning och tillsyn bör ingå att granska huruvida fördelningen inom börsens organisation av beslutanderätten i olika frågor anordnats på ett lämpligt sätt.

2 kap. 7 §

(Liknande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Första stycket

I första stycket anges förutsättningarna för att ett utländskt företag skall kunna meddelas auktorisation för börsverksamhet som bedrivs här i landet från en filial.

De i *punkten 1* upptagna förutsättningarna hänför sig till företagets förhållanden i hemlandet. Det ankommer på finansinspektionen att bedöma huruvida företaget i sitt hemland bedriver samma typ av verksamhet som auktorisationsansökan avser och huruvida det finns en tillfredsställande tillsyn av företaget där. Som framgår av allmänmotiveringen så innebär den vida beskrivning som valts för den auktoriserbara verksamheten att i praktiken all verksamhet som utomlands betecknas som börsverksamhet också skall vara möjlig att få auktorisation för här i landet.

För auktorisationsprövningen och den tillsyn som följer om auktorisation meddelas är det av vikt att det kan etableras ett tillfredsställande informationsutbyte mellan inspektionen och den utländska tillsynsmyndigheten.

Som ytterligare förutsättning för att ett utländskt företag skall kunna få auktorisation anges i *punkten 2* att den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla sundhetskriteriet. Kraven härvidlag är avsedda att vara i princip desamma som svenska företag måste uppfylla för att få auktorisation (se avsnitten 2.3.1 och 3.1.3).

Utländska företag som söker auktorisation för filialetablering i Sverige skall givetvis inte missgynnas i förhållande till de svenska företagen. Det är emellertid av vikt att stor omsorg ägnas åt den kvalitativa prövningen av ansökningar som avser filialer till utländska företag. Även om den verksamhet som skall bedrivas här i landet kommer att vara underkastad svenska rörelseregler och svensk tillsyn så är det ofrånkomligt att vid auktorisationsprövningen värdera de förhållanden under vilka företaget verkar i hemlandet. Det måste därför krävas att lagstiftning och övriga normer som i hemlandet styr företagets verksamhet är i rimlig utsträckning tillgängliga och överskådliga.

Andra stycket

I prop. 1991/92:88 om ändrade regler om utlänningars rätt att idka näring i Sverige har föreslagits att lagen (1968:555) om rätt för utlänning och utländskt företag att idka näring här i riket skall ersättas av en ny lag, lagen om utländska filialer m.m. Genom den nya lagen, som föreslås träda i kraft den 1 juli 1992, avskaffas kravet på näringstillstånd. Detta ersätts med ett registreringsförfarande. I övrigt innehåller de nya bestämmelserna inga större förändringar i förhållande till gällande rätt.

I andra stycket av förevarande paragraf anges att också bestämmelserna i lagen om utländska filialer m.m. gäller för de utländska företagens filialverksamhet här i Sverige. Av dessa bestämmelser framgår bl.a. att ett utländskt företag skall bedriva sin näringsverksamhet här genom ett avdelningskontor med självständig förvaltning, s.k. filial. Filialen skall stå under ledning av en verkställande direktör för den svenska rörelsen. Det utländska företagets verksamhet här skall drivas under firma som innehåller företagets namn med tillägg av ordet filial som också tydligt anger företagets nationalitet. Firman tecknas av den verkställande direktören. Filialen skall ha en bokföring som är helt skild från det utländska företagets bokföring i övrigt.

Sekretess

2 kap. 8 §

(Jfr 54 § i kommitténs förslag)

Paragrafen motsvarar 36 § lagen om Stockholms fondbörs. Lydelsen har dock anpassats till ett modernare språkbruk.

I motiven till bestämmelsen om tystnadsplikt för vissa personer knutna till Stockholms fondbörs (prop. 1975/76:175 s. 25 och 26) anges att en förutsättning för att ansvar skulle kunna utkrävas är att yppandet eller nyttjandet av vad som meddelats skett obehörigen. Som exempel härpå nämns, att den som omfattas av tystnadsplikten i sina privata aktieaffärer utnyttjar en uppgift om ett börsbolag som erhållits i förtroende inom fondbörsen. I motiven framhålls vidare, att tystnadsplikten kan brytas av vittnesplikt eller annat tvingande skäl samt att obehörigt yppande eller nyttjande inte torde föreligga om den som berörs av åtgärden lämnat medgivande till den eller uppenbarligen inte kan lida skada därigenom. I motiven påpekas också att revisorer som utsetts för att granska fondbörsens räkenskaper omfattas av tystnadsplikten.

Den som bryter mot bestämmelsen kan dömas för brott mot tystnadsplikt enligt 20 kap. 3 § brottsbalken. Av den paragrafen framgår att den som uppsåtligen röjer vad han till följd av lag eller annan författning är skyldig att hemlighålla eller olovligen utnyttjar sådan hemlighet kan dömas till böter eller fängelse i högst ett år. Gärning som begås av oaktsamhet kan medföra böter. I ringa fall skall inte dömas till ansvar.

Om de hemliga uppgifterna utnyttjas för privata aktieaffärer eller på annat sätt så att brott mot insiderlagen föreligger skall emellertid dömas till ansvar enligt den lagen. Detta följer av reglerna om brottskonkurrens i 21 § insiderlagen.

3 kap. Börsmedlemmar

3 kap. 1 §

(Jfr 19 § i kommitténs förslag)

Paragrafen har delvis sin förebild i 11 § lagen om Stockholms fondbörs. Den har behandlats ingående i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.6).

Första stycket

Vad gäller punkten 3 bör uppmärksammas att den inte omfattar utländska företag som är värdepappersinstitut med något av de i punkten 2 angivna tillståndsslagen, utan den gäller endast utländska företag som inte etablerat sig i Sverige och således agerar från utlandet. Till skillnad från kommitténs förslag krävs inte att ett utländskt företag som söker börsmedlemskap förprövas av regeringen eller finansinspektionen. Det ankommer på börsen att pröva både om de formella förutsättningarna föreligger och om företaget är lämpligt som börsmedlem. Den senare bedömningen skall ske på samma grunder som för värdepappersinstituten.
Om det för börsen skulle råda tveksamhet vad gäller ett företags lämplighet som börsmedlem kan börsen naturligtvis inhämta synpunkter från eller samråda med finansinspektionen på informell väg innan börsen fattar sitt beslut i saken.

Andra stycket

I bestämmelsen ligger att börsen skall, utöver en bedömning av de finansiella resurserna, göra en viss diskretionär prövning av lämpligheten hos företag som söker medlemskap. En sådan lämplighetsprövning måste vara opartisk och ske utifrån objektiva grunder. Detta följer av att de i allmänmotiveringen behandlade principerna om neutralitet och fritt tillträde måste iakttas (se avsnitten 2.3.1 och 3.1.6).

Den nämnda principen om fritt tillträde är av betydelse även när det gäller en börs möjligheter att på annan grund än olämplighet, t.ex. tekniska eller fysiska hinder, kunna neka någon medlemskap. Denna fråga har utvecklats i allmänmotiveringen.

3 kap. 2 §

(Jfr 21 och 72 §§ i kommitténs förslag)

Paragrafen anger ramen för den mest ingripande sanktion som en börs kan tillgripa mot ett till börsen anslutet företag, dvs. beslut om upphörande av medlemskapet.

I fråga om hanteringen av disciplinära åtgärder avviker den förevarande lagens bestämmelser väsentligt från kommitténs förslag. Som framgår av den allmänna motiveringen (avsnitt 3.6) har valts att lägga prövningen av disciplinärenden hos resp. börs i stället för att, såsom kommittén föreslagit, samla sådana ärenden hos en särskild disciplinnämnd. Den här valda ordningen för disciplinfrågor överensstämmer med vad som nu gäller enligt lagen om Stockholms fondbörs. En annan avvikelse från kommitténs förslag är att endast den mest ingripande sanktionsformen, nämligen indragning av medlemskapet, regleras i lagen.

Första stycket

På motsvarande sätt som börser i princip måste godta som medlem var och en som uppfyller uppställda krav, är börsen enligt förevarande paragrafs första stycke skyldig att utesluta den som inte uppfyller kraven.

Av 1 § följer att medlemskretsen - förutom riksbanken - endast får bestå av värdepappersinstitut som har tillstånd för någon av de angivna typerna av värdepappersrörelse och utländska företag som har börstillträde i hemlandet och där står under tillsyn. Skulle brist i de nämnda formella förutsättningarna uppkomma beträffande företag som antagits som medlem vid en börs medför det att börsen inte längre kan tillåta företaget att delta som medlem i verksamheten.

Medlemskapet skall även bringas att upphöra om börsmedlemmen inte längre har de finansiella resurser som behövs eller på annat sätt visat sig olämplig som sådan medlem. Så kan vara fallet om medlemmen tidigare vid flera tillfällen ådragit sig anmärkningar för begångna fel av mindre allvarlig beskaffenhet och trots detta fortsätter att begå sådana fel.

Beslut om upphörande av medlemskap skall meddelas bl.a. om medlemmen visat sig olämplig genom att bryta mot någon bestämmelse i den förevarande lagen. Så kan vara fallet om medlemmen underlåter att rapportera avslut till börsen på sätt som han är skyldig att göra eller i övrigt allvarligt brister i sin upplysningsskyldighet mot börsen. Beslut om upphörande av medlemskap skall också meddelas om medlemmens olämplighet dokumenterats genom att han brutit mot lagen om handel med finansiella instrument eller lagen om värdepappersrörelse eller mot föreskrift som har meddelats med stöd av någon av dessa lagar eller den förevarande lagen. Det naturliga i sådana fall torde dock vara att finansinspektionens bedömning huruvida tillståndet för medlemmen att bedriva värdepappersrörelse skall återkallas eller inte kommer att föregå ett ståndpunktstagande från börsens sida. Om tillståndet återkallas av inspektionen så medför det att börsen inte längre kan ha företaget som medlem.

Sanktionsåtgärder av mindre ingripande karaktär än upphörande av börsmedlemskapet överlämnas åt börsen att reglera i de avtal som får förutsättas bli träffade med medlemmarna i samband med att de ansluts till verksamheten. Kravet på neutralitet talar för att avtalen i detta hänseende får ett standardiserat innehåll.

Att sanktionsreglerna får en lämplig och tydlig utformning i anslutningsavtalen blir en uppgift för finansinspektionen att kontrollera i samband med auktorisationsprövningen. Vid ändring av avtalen bör finansinspektionen informeras. Något formellt underställningsförfarande är inte påkallat utan det får anses ingå i inspektionens löpande tillsyn av börsernas verksamhet att granska ändringar i avtalen och påtala eventuella brister och oklarheter.

Som anförts i specialmotiveringen till 1 kap. 4 § kan, om börsen drivs av en ekonomisk förening, börsmedlem också vara medlem i föreningen. Vid upphörande av ett börsmedlemskap uppkommer i ett sådant fall frågan om medlemmen då kan kvarstå som medlem i föreningen. Enligt 3 kap. 4 § tredje stycket lagen om ekonomiska föreningar kan en ekonomisk förening ta in bestämmelser i sina stadgar om att en medlem kan uteslutas, om de förutsättningar för uteslutning som anges i stadgarna föreligger. Det synes lämpligt att en ekonomisk förening som driver börsverksamhet tar in bestämmelser i sina stadgar som möjliggör uteslutning av föreningsmedlem vars börsmedlemskap bringats att upphöra.

Även om stadgarna skulle sakna sådan bestämmelse torde emellertid uteslutning ändå kunna ske, om det för medlemskap i föreningen förutsätts deltagande i den handel med värdepapper som föreningen i egenskap av börs organiserar. Det ligger då i sakens natur att föreningsmedlem på grund av att börsmedlemskapet upphört inte längre kan vara medlem i föreningen (jfr prop. 1986/87:7 s. 90).

Andra stycket

Bestämmelsen i andra stycket är avsedd att förhindra att en börsmedlems uppdragsgivare i onödan drabbas vid börsmedlemskapets upphörande.

Ett beslut om att medlemskapet upphör innebär att medlemmen i princip är stoppad från vidare deltagande i den börshandel som medlemskapet är kopplat till. Detta kan i vissa fall få besvärliga konsekvenser för medlemmens uppdragsgivare. Bestämmelsen öppnar möjlighet att lösa detta problem genom att medlemmen tillåts att utföra köp- eller säljorder vid börsen åt sin uppdragsgivare, om särskilda skäl föreligger. Sådana skäl kan vara för handen om medlemmens uppdragsgivare står i begrepp att köpa värdepapper för att kunna fullgöra en leveransskyldighet i ett tidigare ingånget options- eller terminsavtal och saken är så brådskande att det inte kan krävas att uppdragsgivaren vänder sig till annan medlem vid börsen för att få köpet utfört. Liknande situationer kan också uppkomma vid blankningsaffärer. Särskilda skäl kan vidare föreligga om uppdragsgivaren inlett värdepapperstransaktioner som ingår i en särskild affärsstrategi och genomförandet av denna skulle riskera att omintetgöras, om uppdragsgivaren tvingades att vända sig till en ny mellanhand.

Det ankommer på börsen att avgöra om särskilda skäl föreligger eller inte.

3 kap. 3 §

(Jfr 25 § i kommitténs förslag)

Paragrafens förebilder finns i 23 § lagen om Stockholms fondbörs och 8 § förordningen om Stockholms fondbörs.

Med stöd av denna bestämmelse kan en börs bl.a. avkräva en börsmedlem uppgift om slutkund i avslut som avser ett finansiellt instrument som är noterat vid börsen. En sådan uppgift kan behövas t.ex. vid utredning av misstänkt överträdelse av insiderreglerna (jfr prop. 1990/91:42 s. 63 och 64). Inhämtade uppgifter omfattas av sekretess enligt 2 kap. 8 §. Beträffande medlem som är värdepappersinstitut kan finansinspektionen med stöd av 18 § första stycket insiderlagen begära in vissa uppgifter direkt från institutet.

Godkännande för notering och handel

4 kap. 1 §

(Första och andra styckena: Jfr 26 § i kommitténs förslag; Tredje stycket: Jfr 11 § i kommitténs förslag till lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument)

Första stycket

Som anförts i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.7) skall notering och handel vid en börs kunna avse alla typer av finansiella instrument. Detta innebär en utvidgning jämfört med vad som för närvarande gäller enligt lagen om Stockholms fondbörs, som endast tillåter notering och handel beträffande fondpapper. Såväl svenska som utländska finansiella instrument kan noteras och handlas på en svensk börs.

I första stycket slås fast att varken notering eller handel får påbörjas förrän börsen lämnat sitt godkännande till detta. Av 5 kap. 1 § (inregistrerade fondpapper) och 6 kap. 1 § (ej inregistrerade fondpapper) framgår att notering av eller handel med fondpapper inte kan komma till stånd utan initiativ från den som har gett ut fondpapperen.

Andra stycket

I fråga om fondpapper måste börsen göra en viss prövning innan godkännande för handel och notering kan lämnas. För denna prövning finns två alternativ. Fondpapper som är föremål för ansökan om inregistrering vid börsen skall prövas i enlighet med de kriterier som anges i 5 kap. 1 §. Innan inregistreringen kan ske av fondpapper måste utgivaren av dessa i regel också ha upprättat ett börsprospekt, som skall ha granskats och godkänts av börsen (se 5 kap. 5 §). För fondpapper som inte är föremål för inregistrering måste en prövning ske i enlighet med vad som anges i 6 kap. 1 §.

Tredje stycket

Bestämmelsen har förts över från 2 kap. 1 § lagen om handel med finansiella instrument. Därvid har gjorts några redaktionella ändringar för att den skall passa in i börslagstiftningen. Dessutom har kravet att optioner och terminer bara får bli föremål för clearingverksamhet om det förekommer en betydande handel med tillförlitlig kurssättning i den eller de tillgångar som optionen eller terminen grundas på tagits bort.

Bestämmelsen syftar till att motverka möjligheterna till otillbörlig prismanipulation och främja en tillförlitlig kurssättning på optioner och terminer. Bestämmelsen har kommenterats i prop. 1990/91:142 s.145 och 146.

4 kap. 2 §

(Första stycket: Liknande bestämmelse saknas i kommitténs förslag; Andra stycket: Jfr 33 § i kommitténs förslag)

Första stycket

I första stycket ställs krav på att en börs skall ha ändamålsenliga regler för den handel som bedrivs på börsen. Handelssystemet och handelsreglerna utgör så att säga navet i börsverksamheten. Det är därför nödvändigt att reglerna för handeln är tydliga och väl anpassade till det handelssystem som tillämpas för den enskilda börsen. Det har inte ansetts ändamålsenligt att i lagen ge närmare föreskrifter om vad handelsreglerna skall innehålla. En självklar utgångspunkt är emellertid att börsens interna regler för handeln skall stå i överensstämmelse med sundhetsprincipen och de övriga krav som i lagen uppställs för börsverksamhet.

Handelsregler skall ha upprättats när ett företag ansöker om auktorisation för börsverksamhet. En granskning av reglerna utifrån de angivna huvudkriterierna måste ingå i auktorisationsprövningen.

Den som vill ta del av en börs handelsregler skall kunna göra det. Börsen måste därför hålla dessa tillgängliga för allmänheten.

Andra stycket

Genom bestämmelsen, som har sin förebild i 22 § lagen om Stockholms fondbörs, fastslås börsens skyldighet att bedriva marknads- och kursövervakning. En viktig del i denna övervakning är insiderbevakningen. En effektiv övervakning av handeln och kursbildningen på börsen ökar möjligheterna att snabbt upptäcka misstänkt insiderhandel. I motiven till insiderlagen betonades också vikten av att marknadsplatsernas kursövervakning utnyttjas vid tillsynen av insiderlagens efterlevnad (prop. 1990/91:42 s. 65). Som där anfördes bör omfattningen av den löpande övervakningen anpassas till varje marknadsplats förhållanden, bl.a. karaktären och volymen på den handel som bedrivs där.

I nämnda motiv sades också att det torde få ankomma på tillsynsmyndigheten att med varje marknadsplats komma fram till en lämplig organisation av kursövervakningen. Som ett moment i auktorisationsprövningen bör ingå att finansinspektionen granskar hur det sökande företaget tänkt lösa sin kursövervakande uppgift. Givetvis skall även den löpande tillsynen omfatta den kursövervakande funktionen hos börsen.

Av andra stycket framgår vidare att börsen skall se till att handeln vid börsen sker i överensstämmelse med författning och god sed på värdepappersmarknaden. Häri ligger ett ansvar på börsen att ingripa mot medlemmar som inte följer uppställda regler. Ansvaret begränsas till vad börsen kan kontrollera. Handel utanför börsen, t.ex. direkt mellan två medlemmar, ligger således inte inom börsens ansvarsområde.

4 kap. 3 §

(Jfr 31 § i kommitténs förslag)

Paragrafen har sin förebild i 21 § lagen om Stockholms fondbörs. Till denna bestämmelse har lagts att omsättningsuppgifter skall offentliggöras.

Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.12).

Med kurser som rapporteras till börsen avses avslut som skett utanför börsen och som skall rapporteras dit enligt 4 § (börsmedlemmar) och 7 kap. 3 § (auktoriserad marknadsplats) samt 1 kap. 7 a § lagen om värdepappersrörelse (värdepappersinstitut). Inrapportering enligt de två senare lagrummen avser enbart vid börsen inregistrerade fondpapper.

Ansvaret för att kurser noteras och att omsättningsuppgifter sammanställs vilar på börsen. Detsamma gäller offentliggörandet av dessa uppgifter.

Offentliggörandet skall enligt huvudregeln ske omedelbart. Finansinspektionen får emellertid tillåta avvikelse från omedelbarhetsprincipen om det är väl motiverat med hänsyn till effektiviteten i handeln. Detta avgörs i samband med inspektionens prövning av de handelsregler som börsen upprättat.

Rapportering av avslut

4 kap. 4 §

(Jfr 32 § i kommitténs förslag)

Paragrafen överensstämmer i huvudsak med 25 § första stycket förordningen om Stockholms fondbörs.

Börsmedlemmar skall till börsen anmäla de avslut i vid börsen noterade fondpapper och andra finansiella instrument som medlemmarna — utanför börsen — har gjort för egen eller annans räkning. Rapporteringen skall ske i den ordning och omfattning som börsen bestämmer. Det ankommer på börsen att ange hur lång tid som får förflyta mellan avslut och rapportering. Denna tidsutdräkt kan naturligtvis variera beroende på hur handel och rapporteringssystem är upplagda och vilka tekniska hjälpmedel som börsen är utrustad med. I de fall handeln sker i ett datoriserat system som hålls öppet dygnet runt bör inrapportering i princip kunna ske inom samma tidsrymd oavsett vid vilken tidpunkt på dygnet affärerna görs upp. Om systemet hålls öppet bara under del av dygnet, får affärer som görs upp efter öppethållandet inrapporteras så snart systemet öppnas igen.

I den nuvarande regeln i 25 § andra stycket förordningen om Stockholms fondbörs anges att börsstyrelsen bestämmer hur sådana anmälningar skall offentliggöras och att anmälningar som enligt börsstyrelsen skulle vara missvisande eller utan väsentlig betydelse för en bedömning av marknadsläget inte behöver offentliggöras. En bestämmelse av samma innehåll har tagits in i kommitténs lagförslag. Det har dock inte ansetts vara nödvändigt att ha med en sådan regel i lagen. Det får ankomma på varje enskild börs att utifrån principen om god genomlysning (2 kap. 1 §)

avgöra hur och i vilken omfattning de ifrågavarande anmälningarna skall offentliggöras. Inte heller har det ansetts nödvändigt att, såsom kommittén föreslagit, i lagen föreskriva att det av anmälan om avslut skall framgå om avslutet avser blankade fondpapper. Sådana detaljer i anmälningsskyldigheten får bestämmas av varje enskild börs.

Avslut i fondpapper som är inregistrerade vid en börs skall inrapporteras även av värdepappersinstitut som inte är börsmedlemmar. En bestämmelse med sådant innehåll införs i lagen om värdepappersrörelse. Dessutom är, enligt 7 kap. 3 §, en auktoriserad marknadsplats, vid vilken förekommer notering av fondpapper som är inregistrerade vid en börs, skyldig att till börsen rapportera avslut i dessa fondpapper som sker vid marknadsplatsen eller som anmäls dit.

Det kan uppkomma situationer då en börsmedlem blir skyldig att anmäla samma avslut till flera börser. Detta gäller om det finansiella instrument som avslutet avser är noterat vid flera börser, som han är medlem vid. Låt oss säga att rapportering skall ske till två börser. Om medlemmen anmäler avslutet till dessa - utan att för någon av dem nämna att avslutet samtidigt anmälts till annan börs - kommer omsättningsuppgifterna för det aktuella instrumentet att bli missvisande. Problemet bör lösas så att medlemmen i sin rapportering till en av börserna, vilken bör medlemmen själv få välja, inte nämner något om att avslutet anmälts också till annan börs, medan han för den andra talar om att anmälan till annan börs skett. Den senare börsen har då att undanta rapportering i sina omsättningsuppgifter. Däremot hindrar inget att priset, dvs. betalkursen, kan redovisas.

En motsvarande situation kan uppkomma om en börsmedlem också deltar i handeln vid en auktoriserad marknadsplats som noterar fondpapper som är inregistrerade vid börsen. Av 7 kap. 3 § framgår att marknadsplatsen är skyldig att till börsen rapportera avslut i där inregistrerade fondpapper som sker vid marknadsplatsen eller som anmäls dit. Om börsmedlemmen har gjort ett avslut i sådana fondpapper *vid* marknadsplatsen behöver rapportering inte ske till börsen. Detta framgår av den förevarande paragrafens andra mening. Detta avslut kommer att av marknadsplatsen rapporteras till börsen. Om ett avslut sker *utanför* såväl börsen som marknadsplatsen, skall börsmedlemmen anmäla avslutet till börsen. Skulle rapporteringsskyldighet enligt avtalsförhållande föreligga även gentemot marknadsplatsen, får börsmedlemmen vid den rapporteringen upplysa marknadsplatsen om att han rapporterar även till börsen. Marknadsplatsen har då att undanta avslutet vid sin rapportering av avslut till börsen.

Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.12).

4 kap. 5 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)
Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.5).

Organisationsförvärv

4 kap. 6 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)
Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.5).

5 kap. Inregistrering av fondpapper

Förutsättningar för inregistrering

5 kap. 1 §

(Första stycket: Jfr 27 § i kommitténs förslag; Andra stycket: Jfr 28 § i kommitténs förslag; Tredje stycket: Jfr 43 § första stycket 8 i kommitténs förslag; Fjärde stycket: Jfr 43 och 44 §§ i kommitténs förslag)
Paragrafen anger de allmänna riktlinjer som skall gälla för inregistrering av fondpapper vid en börs.

Första stycket

Inregistrering av fondpapper sker på ansökan av den som har gett ut fondpapperen. Motsvarande bestämmelser finns för närvarande i 11, 17 och 18 §§ förordningen om Stockholms fondbörs.
Ansökan kan också göras av den som har trätt i utgivarens ställe (jfr specialmotiveringen till 3 § första stycket).

Andra stycket

Frågan om inregistreringsvillkoren har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.8).
Närmare upplysningar om utgivarens ekonomiska förhållanden som ger möjlighet för investerare att bedöma dennes soliditet, lönsamhet och framtidsutsikter skall finnas med i det börsprospekt som utgivaren skall upprätta och offentliggöra i samband med inregistreringen (se 5 §).
I likhet med vad som nu gäller enligt lagen om Stockholms fondbörs är detaljkraven för inregistrering av fondpapper inte intagna i lagen. Dessa finns för närvarande i 19 § förordningen om Stockholms fondbörs.
Av 2 § första stycket framgår att en ansökan om inregistrering inte får avslås utan att sökanden har fått del av det utredningsmaterial i ärendet som tillförts av annan, såvida detta inte är obehövligt.

Tredje stycket

I de fall skyldighet att upprätta och offentliggöra börsprospekt föreligger enligt 5 § får börsen inte inregistrera de aktuella fondpapperen förrän prospektet har godkänts av börsen och därefter offentliggjorts av utgivaren.

Fjärde stycket

De inregistreringsvillkor som föreskrivs skall uppfylla de minimikrav som gäller inom EG, dvs. de som föreskrivs i det första börsdirektivet från år 1979 (se *bilaga 11*); innehållet i detta har beskrivits i allmänmotiveringen (3.1.8). EG:s minimivillkor skall således utgöra basen för de detaljföreskrifter som skall utarbetas. Föreskrifterna kan innehålla strängare villkor än de som utgör EG:s minimistandard, men som framhålls i allmänmotiveringen bör de åtminstone inledningsvis som regel inte ställa upp strängare krav än EG:s minimistandard. Om strängare regler sätts upp, måste villkoren utformas så att de gäller generellt för samtliga emittenter av fondpapper eller för kategorier av sådana emittenter. Det kan finnas behov av att förtydliga och fylla ut de villkor som anges i EG-direktivet. Även i dessa fall måste den nämnda principen om generell tillämpning iakttas.

5 kap. 2 §

(Jfr 27 § och 28 § andra stycket i kommitténs förslag)

Första stycket

Av första stycket följer att ansökan om inregistrering av fondpapper vid en börs inte får avslås förrän sökanden fått ta del av utredningsmaterialet. Kommunikationen med sökanden behöver dock inte ske om detta är uppenbart obehövligt.

Andra stycket

Bestämmelsen är ny och har tillkommit för att anpassa reglerna om inregistrering till vad som gäller inom EG. Meddelas inget beslut i inregistreringsfrågan inom sex månader från det att en komplett ansökan om inregistrering förelåg hos börsen, likställs detta med att ansökan lämnats utan bifall. Sökanden har då möjlighet att väcka talan mot börsen vid allmän domstol (se 12 kap. 2 §). Börsen är oförhindrad att meddela beslut i inregistreringsfrågan efter sexmånadersfristen. Detta gäller även om talan skulle ha väckts.

5 kap. 3 §

(Jfr 28 § första stycket och 34 § i kommitténs förslag)

Bestämmelsen, som i huvudsak motsvarar 19 § andra stycket och 23 § lagen om Stockholms fondbörs, utgör grunden för den informationsskyldighet som åvilar utgivare av inregistrerade fondpapper. Regelbunden information om verksamheten skall självmant lämnas till börsen. Utgivaren skall dessutom - på begäran av börsen - lämna sådana upplysningar som börsen i övrigt behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter. Härvid måste börsen kunna få tillgång till även till sådan information som inte behöver offentliggöras. Sådana uppgifter omfattas av sekretesskyddet i 2 kap. 8 §.

Förutom att lämna information till börsen skall utgivare av inregistrerade fondpapper också offentliggöra upplysningar om sin verksamhet. Ett väsentligt syfte med detta är att ge allmänheten underlag för en välgrundad bedömning av utgivarens ekonomiska situation.

I motsvarande regler i lagen om Stockholms fondbörs sägs att informationsplikten i fråga gäller även den som har trätt i utgivarens ställe. Det har emellertid inte ansetts nödvändigt att ta in en sådan passus i den nya lagen. Det får nämligen anses självklart att förpliktelserna enligt paragrafen gäller även den som har trätt i utgivarens ställe utan att detta behöver anges uttryckligen.

Beträffande utgivarens informationsskyldighet hänvisas i övrigt till vad som anförts i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.8).

Detaljföreskrifter om skyldigheten att informera börsen och offentliggöra upplysningar skall meddelas av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen. Dessa skall uppfylla de minimiregler om informationsskyldighet som finns i EG:s första börsdirektiv från år 1979 (se *bilaga 11*); innehållet i detta har beskrivits översiktligt i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.8). Detaljreglerna skall kunna innehålla strängare krav än de som utgör EG:s minimistandard, men även här är det lämpligt att föreskrifterna åtminstone inledningsvis lämnar utrymme för självreglering. Om strängare eller kompletterande krav införs, måste informationskraven utformas så att de gäller generellt för samtliga utgivare av fondpapper eller för kategorier av sådana utgivare.

Avregistrering

5 kap. 4 §

(Jfr 35 och 75 §§ i kommitténs förslag)

Paragrafen har sin förebild i 24 § lagen om Stockholms fondbörs. Av den bestämmelsen framgår uttryckligen att reglerna om avregistrering gäller även den som har trätt i utgivarens ställe. Det har emellertid inte ansetts nödvändigt att ta in en sådan passus i den nya lagen. Det får nämligen anses självklart att paragrafen gäller även den som har trätt i utgivarens ställe, utan att detta behöver anges (jfr specialmotiveringen till 3 § första stycket).

Enligt den nuvarande regeln i lagen om Stockholms fondbörs *får* börsstyrelsen besluta om avregistrering om marknadsförhållandena eller annan omständighet föranleder det och det ej är olämpligt från allmän synpunkt. Samma regel anger också att utgivaren - eller den som ersatt honom - kan föreläggas att vidta viss åtgärd vid påföljd av att avregistrering annars kan komma att ske. I mindre allvarliga fall kan varning meddelas.

Enligt första stycket är en börs *skyldig* att besluta om avregistrering om utgivaren av de inregistrerade fondpapperen själv begär det eller om han allvarligt åsidosatt sina förpliktelser enligt lag eller annan författning, såvida det inte är olämpligt från allmän synpunkt att avregistrering sker. Avgörandet av om det är olämpligt från allmän synpunkt med en avregistrering får ske utifrån en helhetsbedömning där både för- och nackdelar i det enskilda fallet vägs in. Härvid måste börsen självmant beakta bl.a. de olägenheter som en avregistrering kan medföra för innehavare av de aktuella fondpapperen.

Avregistrering på egen begäran skall kunna nekas endast i klara fall. Ett sådant kan vara att det pågår en icke obetydlig handel vid börsen med de fondpapper som begärs avregistrerade, exempelvis ett bolags aktier, och någon notering inte sker eller avses att ske vid någon annan börs eller vid en auktoriserad marknadsplats. En omedelbar avregistrering kan i ett sådant fall slå hårt mot aktieägarna. Om aktierna inte marknadsnoteras försämras möjligheterna att omsätta dem, vilket också normalt innebär att aktiernas värde sjunker. Om en avregistrering ansetts olämplig från allmän synpunkt och därför nekats, innebär detta givetvis inte att börsen kan hålla kvar aktierna någon längre tid. Härvid måste bl.a. beaktas att utgivaren får betala avgifter till börsen under den tid inregistreringen kvarstår. Åtgärden är temporär och det får avgöras från fall till fall hur lång tid som inregistreringen tvångsvis skall kunna bestå. I normalfallet torde en tid om några månader vara försvarbar och, i undantagsfall, upp till ett halvår, men knappast längre tid.

Om utgivaren begär en omedelbar avregistrering av fondpapperen för att han ämnar notera dem vid en annan börs eller vid en auktoriserad marknadsplats, skall börsen inte kunna neka detta, om det inte i inregistreringsavtal mellan börsen och utgivaren finns bestämmelser som säger att viss uppsägningstid måste iakttas eller att inregistreringen gäller en viss avtalad tidsperiod.

I de fall fråga om avregistrering uppkommer på grund av att utgivaren har allvarligt åsidosatt sina förpliktelser enligt lag eller annan författning får beaktas de konsekvenser som en avregistrering medför för utgivaren och innehavarna av fondpapperen. Det måste dock till mycket starka skäl för att det skall kunna anses olämpligt från allmän synpunkt att vidta avregistrering i dessa fall. Som exempel på åsidosättande som bör föranleda avregistrering kan nämnas att utgivaren gjort sig skyldig till grova eller upprepade överträdelser av informationsplikten.

Någon särskild bestämmelse om rätt för börsen att besluta om av-

registrering i de fall handeln i ett fondpapper inte längre har den regelbundenhet och omfattning som krävs har inte ansetts behövlig. Sådan rätt får anses föreligga utan att detta behöver anges särskilt i lagen. Däremot kan det vara på sin plats att i avtal med utgivaren reglera förfarandet i dessa fall. Det kan nämnas att EG:s första börsdirektiv (artikel 14) anger att avnotering får beslutas om normal regelbunden handel med ett värdepapper på grund av särskilda omständigheter inte längre är möjlig.

Mot beslut om avregistrering av fondpapper får talan föras vid allmän domstol (12 kap. 2 §).

När det gäller andra åtgärder med avseende på inregistrerade fondpapper och sanktionsformer av lindrigare natur än avregistrering får det ankomma på resp. börs att i inregistreringsavtal med utgivarna reglera sådana frågor. En sådan ordning förekommer redan i dag vid Stockholms fondbörs genom det s.k. inregistreringskontraktet. I inregistreringskontraktet har fondbörslagens bestämmelser om avregistrering och meddelande av varning kompletterats med en möjlighet för fondbörsen att ålägga utgivaren (bolaget) vite eller meddela erinran om han åsidosätter informationsskyldigheten enligt kontraktet.

Vid auktorisationsprövningen skall finansinspektionen granska det eller de inregistreringsavtal som är tänkta att tillämpas vid börsen. Därvid får bedömas om de angivna frågorna reglerats på ett lämpligt sätt i avtalen. Vid den löpande tillsynen av en börs bör ingå att granska de eventuella ändringar som sker av avtalen i berörda hänseende.

Andra stycket

Enligt andra stycket måste som huvudregel kommunikationsprincipen iakttas. Avsteg kan dock göras om kommunikation är uppenbart obehövlig eller beslutet inte kan uppskjutas.

Tredje stycket

Beslut om avregistrering skall omedelbart offentliggöras av börsen.

Börsprospekt

5 kap. 5 §

(Jfr 36 § i kommitténs förslag)

En liknande bestämmelse finns för närvarande i 13 § förordningen om Stockholms fondbörs. Den redogörelse som enligt denna bestämmelse skall offentliggöras i samband med inregistrering av ett aktiebolags aktier benämns där introduktionsprospekt. Av skäl som angetts i allmänmotiveringen har i den föreslagna lagen valts att i stället kalla den redogörelse som skall presenteras vid inregistrering av fondpapper för börsprospekt. Reglerna om börsprospekt har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.9).

I första stycket anges att utgivare av fondpapper till ansökan om inregistrering skall foga en särskild redogörelse för sina förhållanden (börsprospekt). I dag gäller regeln om prospekt vid inregistrering endast av aktier. För att nå överensstämmelse med vad som gäller inom EG har bestämmelsen utvidgats till att avse alla typer av fondpapper.

Ansökan om inregistrering kan göras av någon som har trätt i utgivarens ställe (se specialmotiveringen till 1 § första stycket). I sådant fall gäller naturligtvis skyldigheten att upprätta börsprospekt inte utgivaren utan den som har trätt i hans ställe.

Första stycket anger också ramen för innehållet i ett börsprospekt. Denna ram är avsedd att täcka åtminstone de uppgifter som ett börsprospekt skall innehålla för att det skall uppfylla den minimistandard som föreskrivs i EG:s andra börsdirektiv *(se bilaga 12)*; innehållet i direktivet har beskrivits översiktligt i allmänmotiveringen.

Närmare föreskrifter skall meddelas om innehållet i börsprospekt och om hur sådana prospekt skall offentliggöras (se tredje stycket). Dessa föreskrifter skall, såsom påpekats i allmänmotiveringen, utformas så att minst den minimistandard beträffande prospektinnehåll och krav på offentliggörande som gäller inom EG uppnås.

Om ett aktiebolag i samband med inregistrering av aktier bjuder ut aktierna till "en vidare krets" så föreligger samtidigt skyldighet att upprätta emissionsprospekt enligt aktiebolagslagens regler. Det kan då vara lämpligt att ett enda prospekt upprättas som innehållsmässigt uppfyller kraven för både börsprospekt och emissionsprospekt.

Andra stycket

Här anges direkt i lagen två generella undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt. Fondpapper utgivna av svenska staten omfattas inte av prospektkravet. Inregistrering av t.ex. obligationer utgivna av staten behöver således inte föregås av ett börsprospekt. Undantaget gäller däremot inte statligt ägda företag. Utgivare är då företaget, inte staten. Det andra undantaget gäller andelar i en värdepappersfond.

Vidare lämnas åt regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen att i föreskrifter meddela ytterligare undantag från skyldigheten att upprätta prospekt. I artikel 6 i EG:s andra börsdirektiv anges ett flertal olika fall i vilka undantag, helt eller delvis, från skyldigheten att offentliggöra prospekt kan göras. Här kan nämnas några exempel. Prospekt behöver inte offentliggöras beträffande värdepapper som varit föremål för emission till allmänheten eller som erhållits i samband med ett uppköpserbjudande och då handling, som innehåller information som är likvärdig med den som krävs i ett börsprospekt, offentliggjorts högst ett år före ansökan om börsnotering av värdepapperen. Något prospekt behöver heller inte offentliggöras om börsnoteringen avser aktier som utan vederlag tilldelas innehavare av aktier som redan är noterade vid börsen i fråga, under förutsättning att viss information beträffande aktierna redan offentliggjorts. De närmare föreskrifterna om

undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt tar sikte på sådana fall som räknas upp i EG-direktivets artikel 6.

Tredje stycket

Börsprospektet skall ges in till den börs där inregistreringen av fondpapperen sker. Samma börs svarar för granskning och godkännande av prospektet. Någon kontroll av att uppgifterna i prospektet är riktiga behöver inte göras. Det är med andra ord frågan om en formaliagranskning. Om börsen vid sin granskning av prospektet upptäcker uppenbara felaktigheter, bör man dock självfallet se till att rättelse sker.

Efter det att prospektet har godkänts skall det offentliggöras av utgivaren. Beslut om inregistrering får inte fattas förrän prospektet har offentliggjorts. Detta framgår av 1 § tredje stycket.

Halvårsrapport

5 kap. 6 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Bestämmelsen innebär en anpassning till reglerna i EG:s tredje börsdirektiv. Den har kommenterats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.10). Första stycket ger besked om att det är bolaget som svarar för att rapporten offentliggörs. Samtidigt med offentliggörandet skall rapporten ges in till börsen.

Skyldigheten att offentliggöra halvårsrapport inskränker inte bolagens skyldighet att avge delårsrapport i enlighet med bestämmelserna i 11 kap. 12-14 §§ aktiebolagslagen. Detta betyder att ett bolag vars aktier är inregistrerade vid en börs i princip skall avge två slags rapporter under ett räkenskapsår. Emellertid torde det mest rationella vara att bolaget förenar rapporterna i en och samma handling, naturligtvis under förutsättning att såväl den förevarande lagens som aktiebolagslagens krav beträffande innehållet och tidpunkten för avlämnande av rapporten iakttas.

Detaljföreskrifter skall meddelas om innehållet i halvårsrapporter och om hur sådana rapporter skall offentliggöras. Dessa föreskrifter måste utformas så att minst den minimistandard i fråga om innehållet i halvårsrapporter som ställs i EG:s tredje börsdirektiv (se *bilaga 15*) uppnås; innehållet i direktivet har beskrivits översiktligt i allmänmotiveringen.

6 kap. Fondpapper som inte inregistreras

Förutsättningar för notering

6 kap. 1 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Första stycket

Även i fråga om fondpapper som inte är föremål för inregistrering vid börsen är det en förutsättning att utgivaren av fondpapperen ansöker om notering av dem. Börsen kan således inte självmant uppta fondpapperen till notering, vilket grundar sig på att börsen måste kunna garantera att utgivaren lämnar den information som krävs enligt 2 §.

Ansökan kan också göras av den som har trätt i utgivarens ställe (jfr specialmotiveringen till 5 kap. 1 § första stycket). I sådant fall blir det denne som har att fullgöra informationsplikten enligt 2 §.

Andra stycket

I det andra stycket anges ramen för den prövning som börsen skall göra av fondpapper som inte är föremål för inregistrering innan notering tillåts. Det ankommer på varje enskild börs att på egen hand bestämma vilka krav som skall gälla för notering av sådana fondpapper vid börsen. Här föreligger alltså en skillnad gentemot fondpapper som inregistreras, eftersom grundvillkoren för notering av dessa skall bestämmas i föreskrifter som regeringen eller finansinspektionen meddelar. Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.11).

Utgivarens informationsplikt

6 kap. 2 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Som angetts i allmänmotiveringen bör den informationsplikt som åvilar utgivare av fondpapper gentemot börsen och allmänheten vara av ungefär samma omfattning oavsett om fondpapperen är inregistrerade eller inte. När bestämmelser om informationsplikten utformas av börsen, eventuellt i samråd med utgivarna, kan de föreskrifter härom som kommer att meddelas med stöd av 5 kap. 3 § tjäna som förebild.

Informationsplikten enligt paragrafen gäller även den som har trätt i utgivarens ställe (se specialmotiveringen till 1 §).

7 kap. Förutsättningar för auktorisation m.m.

Sundhetskrav

7 kap. 1 §

(Liknande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

I paragrafen finns en allmän förhållnings- och sundhetsregel som till sitt innehåll i princip överensstämmer med motsvarande regel för börser (se 2 kap. 1 §). Skillnaderna i ordalydelse är betingade av att det för auktoriserad marknadsplats inte finns några bestämmelse som motsvarar börsformens regler om börsmedlemskap (se 3 kap.).

Tillämpliga bestämmelser

7 kap. 2 §

(Liknande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Paragrafen anger vilka av bestämmelserna för börser som skall tillämpas även beträffande auktoriserade marknadsplatser. Härav framgår att 3 kap. om börsmedlemmar och 5 kap. om inregistrering av fondpapper över huvud taget inte är tillämpliga i fråga om auktoriserade marknadsplatser.

De bestämmelser i börskapitlen vartill hänvisas i paragrafen får med avseende på auktoriserad marknadsplats läsas med den teknik som beskrivits i specialmotiveringen till 1 kap. 3 §.

Genom hänvisningen i första stycket och de undantag som görs i andra stycket är följande bestämmelser för börser tillämpliga även för auktoriserade marknadsplatser.

De i *2 kap. 2* § angivna villkoren för att ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening skall få meddelas auktorisation gäller även för auktoriserad marknadsplats.

Vidare gäller bestämmelsen i *2 kap. 3* § första stycket som tillåter finansinspektionen att meddela auktorisation innan bolaget eller föreningen har registrerats. Enligt andra stycket i samma paragraf skall till en ansökan om auktorisation fogas en plan för den tilltänkta verksamheten.

Hänvisningen till *2 kap. 4* § innebär att en auktoriserad marknadsplats bolagsordning eller stadgar skall godkännas av finansinspektionen i samband med att auktorisation beviljas och att beslut om ändring av dessa inte får registreras innan beslutet har godkänts av inspektionen.

I fråga om finansiella resurser ställs i grunden samma krav på en auktoriserad marknadsplats som på en börs (*2 kap. 5* §). Bestämmelsen för börs har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitten 3.2.1 och 3.1.4).

Auktorisation för utländskt företag att driva verksamhet som auktoriserad marknadsplats från filial här i landet kan meddelas under de förutsättningar som anges i *2 kap. 7* §.

Sekretessregeln i *2 kap. 8* § gäller även för auktoriserade marknadsplatser.

I överensstämmelse med vad som gäller för börser får ett finansiellt instrument inte noteras eller handlas vid en auktoriserad marknadsplats innan marknadsplatsen gett sitt godkännande därtill. Det är alltså marknadsplatsen som bestämmer vilka finansiella instrument som skall få förekomma där. Av *4 kap. 1* § följer vidare att upptagande av ett fondpapper till notering vid en auktoriserad marknadsplats skall föregås av samma typ av prövning som åligger en börs beträffande sådana fondpapper som inte omfattas av inregistreringsreglerna.

Regeln i 4 kap. 1 § tredje stycket, som har förts över från 2 kap. 1 § lagen om handel med finansiella instrument, gäller även för notering av optioner och terminer vid en auktoriserad marknadsplats. Bestämmelsen har kommenterats i prop. 1990/91:142 s. 145 och 146.

Hänvisningen till bestämmelsen i *4 kap. 2* § innebär att även en auktoriserad marknadsplats skall ha ändamålsenliga regler för handeln där och att marknadsplatsen skall vaka över handeln och kursbildningen. Det närmare innehållet av dessa förpliktelser framgår av specialmotiveringen till den nämnda paragrafen.

Bestämmelserna om sidoverksamhet och organisationsförvärv i *4 kap. 5* § resp. *4 kap. 6* § gäller även för auktoriserad marknadsplats. Bestämmelserna har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitten 3.2.1 och 3.1.5).

De förutsättningar som enligt *6 kap. 1* § gäller för notering av fondpapper vid en börs gäller även för en auktoriserad marknadsplats. Denna fråga har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitten 3.2.1 och 3.1.11). Av vad som anförts där framgår att det generellt sett bör accepteras att en auktoriserad marknadsplats ställer lägre krav för notering än vad som kan godtas i fråga om en börs. För t.ex. notering av aktier vid en auktoriserad marknadsplats kan därför accepteras något lägre krav i fråga om bl.a. värdet av de aktier som avses att noteras och spridningen av dessa. När det gäller utgivarens informationsskyldighet (*6 kap. 2* §) skall dock i princip ingen skillnad föreligga mellan de båda auktorisationsformerna. Den närmare omfattningen av utgivarens informationsskyldighet och hur den skall praktiseras kan i huvudsak bestämmas av marknadsplatsen på egen hand eller - i enlighet med det mönster som i dag gäller vid Stockholms fondbörs - i inregistreringsavtal mellan marknadsplatsen och utgivaren.

För en auktoriserad marknadsplats gäller vad som föreskrivs i aktiebolagslagen eller lagen om ekonomiska föreningar beträffande styrelsens minsta storlek och utseende av verkställande direktör. Detta följer av att 2 kap. 6 § enligt andra stycket inte skall tillämpas för auktoriserade marknadsplatser.

Rapporteringsskyldighet

7 kap. 3 §

(Liknande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.1.12).

Hur rapporteringen av de aktuella avsluten till börsen skall ske blir en fråga som marknadsplatsen och börsen i första hand själva får komma överens om. Detsamma gäller med vilken frekvens rapportering skall ske. Det ankommer på finansinspektionen att vid tillsynen av de berörda företagen kontrollera att rapporteringsrutinerna är tillfredsställande och att rapporteringen sker med den snabbhet som kan krävas med hänsyn till den tekniska utrustning som marknadsplatsen har.

Ett företag som är börsmedlem kan komma att delta även i handeln vid en auktoriserad marknadsplats. För att förhindra att avslut som en börsmedlem gör vid en auktoriserad marknadsplats i fondpapper som är inregistrerade vid börsen dubbelrapporteras till börsen, är medlemmen enligt särskilt undantag i 4 kap. 4 § befriad från den annars gällande skyldigheten att anmäla avslutet till börsen.

Kursnotering och information

7 kap. 4 §

(Jfr 31 § i kommitténs förslag)

Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.2.1). Samma stränga krav på omedelbart offentliggörande av kurser och omsättningsuppgifter som föreskrivs för börs ställs ej för auktoriserade marknadsplatser. Syftet härmed är att ge större mått av flexibilitet vid organisationen av handel på en auktoriserad marknadsplats.

Clearingorganisation

8 kap. Förutsättningar för tillstånd m.m.

Sundhetskrav

8 kap. 1 §

(Jfr 4 § andra stycket i kommitténs förslag)

Paragrafen innehåller en allmän förhållnings- och sundhetsregel för clearingorganisationer. Den har motsvarande funktion som den liknande regel som uppställts för börser i 2 kap. 1 §.

De grundläggande krav som ställs i paragrafen har behandlats i den allmänna motiveringen (avsnitten 2.3.1 och 3.3.2).

Svenska företag

8 kap. 2 §

(Jfr 4 § första stycket i kommitténs förslag)

I paragrafen föreskrivs vissa villkor för att tillstånd att driva clearingverksamhet skall få meddelas svenska aktiebolag och svenska ekonomiska föreningar.

Punkten 1 har sin förebild i bl.a. 2 kap. 1 § lagen om värdepappersrörelse. Det är angeläget att bolagsordningen resp. stadgarna granskas i tillståndsärendet.

Punkten 2 innehåller liknande slag av sundhetsprövning som gäller för värdepappersinstitut och börser. Häri ligger att en allmän kvalitetsprövning skall göras av den tilltänkta verksamheten.

Av punkten 3 följer att finansinspektionen vid prövning av tillståndsärendet måste förvissa sig om att övriga förutsättningar i lagen är uppfyllda.

Det ankommer på det företag som söker tillstånd att ta fram och presentera den utredning och de handlingar som finansinspektionen behöver för sin prövning.

Utländska företag

8 kap. 3 §

(Liknande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Första stycket

De utländska företag som här avses är sådana som i sitt hemland bedriver clearingverksamhet avseende optioner och terminer. Om företaget vill etablera sig i Sverige genom filial krävs tillstånd av finansinspektionen.

Andra stycket

I andra stycket anges förutsättningarna för att ett utländskt företag skall kunna få tillstånd för clearingverksamhet som bedrivs här i landet från en filial.

De i *punkten 1* upptagna förutsättningarna hänför sig till företagets förhållanden i hemlandet. Det ankommer på finansinspektionen att bedöma huruvida företaget i sitt hemland bedriver den typ av verksamhet som tillståndsansökan avser och huruvida det finns en tillfredsställande tillsyn av företaget där. För tillstånd och den tillsyn som följer därav, är det av vikt att det kan etableras ett tillfredsställande informationsutbyte mellan inspektionen och den utländska tillsynsmyndigheten.

Som ytterligare förutsättning för tillstånd anges i *punkten 2* att den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla sundhetskriteriet. Kraven härvidlag är avsedda att vara i princip desamma som för svenska företag.

Utländska företag som söker tillstånd för filialetablering i Sverige skall givetvis inte missgynnas i förhållande till de svenska företagen. Det är emellertid av vikt att stor omsorg ägnas åt den kvalitativa prövningen av ansökningar som avser filialer till utländska företag. Även om den verksamhet som skall bedrivas här i landet kommer att vara underkastad svenska rörelseregler och svensk tillsyn, är det ofrånkomligt att vid tillståndsprövningen värdera de förhållanden under vilka företaget verkar i hemlandet. Det måste därför krävas att lagstiftning och övriga normer som i hemlandet styr företagets verksamhet är i rimlig utsträckning tillgängliga och överskådliga.

I prop. 1991/92:88 om ändrade regler om utlänningars rätt att idka näring i Sverige har föreslagits att lagen (1968:555) om rätt för utlänning och utländska företag att idka näring här i riket skall ersättas av en ny lag om utländska filialer m.m. Genom den nya lagen, som föreslås träda i kraft den 1 juli 1992, avskaffas kravet på näringstillstånd. Detta ersätts med ett registreringsförfarande. I övrigt innehåller den nya lagen inga större förändringar i förhållande till gällande rätt.

Övrigt

8 kap. 4 §

(Jfr 5, 6, 8, 9 och 54 §§ i kommitténs förslag)

Att bestämmelsen i *2 kap. 3* § skall tillämpas även i fråga om clearingorganisationer innebär dels att finansinspektionen har rätt att meddela tillstånd för clearingverksamhet innan bolaget eller föreningen har registrerats, dels att en ansökan om tillstånd skall åtföljas av en plan för den tilltänkta verksamheten.

Hänvisningen till *2 kap. 4* § innebär att en clearingorganisations bolagsordning eller stadgar skall godkännas av finansinspektionen i samband med att tillstånd beviljas och att beslut om ändring av bolagsordning eller stadgar inte får registreras innan beslutet har godkänts av inspektionen.

Det grundläggande kravet på en clearingorganisation i fråga om finansiella resurser överensstämmer enligt lagtexten med motsvarande krav för börser i och med hänvisningen till *2 kap. 5* §. Således förekommer inte heller för clearingorganisationer något i lagtext till beloppet bestämt krav på kapitalstyrka. En bedömning av vilket krav på kapitalstyrka som skall ställas får göras från fall till fall av finansinspektionen. Härvid skall ses till verksamhetens omfattning och art. De risker som är förenade med clearingverksamhet är dock typiskt sett betydligt större än de risker som förekommer i börsverksamhet, varför det finns anledning att överlag ställa högre krav på finansiella resurser i clearingverksamhet. Kravet på finansiella resurser för företag som bedriver clearingverksamhet har behandlats ingående i den allmänna motiveringen (avsnitt 3.3.3). Vid behov kan regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen också i fråga om clearingorganisationer meddela föreskrifter om storleken av aktiekapitalet resp. summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

En clearingorganisations styrelse skall ha minst fem ledamöter och företaget skall ha en verkställande direktör. Detta följer av hänvisningen till *2 kap. 6* §.

Sekretessregeln i *2 kap. 8* § gäller även för clearingorganisationer.

8 kap. 5 §

(Jfr 50 § i kommitténs förslag)

Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.3.3).

Clearingmedlemmar

8 kap. 6 §

(Jfr 19 och 72 §§ i kommitténs förslag)

Första stycket

Bestämmelsen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.3.4).

Andra stycket

Liksom för börser föreligger skyldighet för en clearingorganisation att utesluta medlem som visar sig vara olämplig. Vad som i specialmotiveringen till motsvarande bestämmelse för börser, 3 kap. 2 § första stycket, anförts i fråga om sanktionsåtgärder av mindre ingripande slag än uteslutning gäller även i fråga om clearingorganisationer. Därav följer bl.a. att det är en sak för clearingorganisationen att i anslutningsavtal med medlemmarna ange närmare regler i denna fråga.

Tredje stycket

Bestämmelsen i tredje stycket är avsedd att förhindra att en clearingmedlems uppdragsgivare inte i onödan drabbas då en clearingmedlem förlorar sitt medlemskap.

Ett beslut om att medlemskapet upphört för en clearingmedlem innebär att denne i princip är stoppad från vidare deltagande i clearingen. Om clearingmedlemmen exempelvis är ett värdepappersinstitut kan detta få besvärliga konsekvenser för institutets kunder. Bestämmelsen öppnar en möjlighet att lösa den typen av problem genom att medlemmen tillåts att vidta åtgärder gentemot clearingorganisationen, om särskilda skäl föreligger. Sådana skäl bör anses vara för handen bl.a. då den tidigare medlemmen behöver tid på sig för att hjälpa sin uppdragsgivare att via någon annan medlem cleara sina options- eller terminsavtal eller att ställa säkerhet gentemot clearingorganisationen.

Det ankommer på clearingorganisationen att avgöra om särskilda skäl föreligger eller inte.

8 kap. 7 §

(Jfr 25 § i kommitténs förslag)

De medlemmar som är anslutna till clearingverksamhet är skyldiga att lämna clearingorganisationen de uppgifter organisationen behöver för att fullgöra sina uppgifter enligt den förevarande lagen eller annan författning.

Inledande bestämmelse

9 kap. 1 §

(Första stycket: Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag; Andra stycket: Jfr 47 § 5 i kommitténs förslag)

Första stycket

Kravet på att det skall finnas ändamålsenliga regler för hur clearingen hos en clearingorganisation skall gå till har behandlats i den allmänna motiveringen (avsnitt 3.3.2).

Andra stycket

Enligt bestämmelsen skall clearingverksamheten drivas i överensstämmelse med denna lag och annan författning, samt med iakttagande av god sed på värdepappersmarknaden. Clearingorganisationen är ansvarig för verksamheten och skall övervaka att verksamheten uppfyller nämnda krav.

Säkerhetskrav m.m.

9 kap. 2-4 §§

Bestämmelserna har, med vissa redaktionella ändringar, förts över från 2 kap. 2-4 §§ lagen om handel med finansiella instrument. Vad gäller den närmare innebörden av bestämmelserna hänvisas till prop. 1990/91:142 s. 93-97, 146 och 147.

9 kap. 5 §

(Jfr 49 § i kommitténs förslag)

Paragrafen har betydelse för sådan clearing där clearingorganisationen inträder som part. Den ställer krav på att en clearingorganisations riskmässiga ställning i handeln alltid skall vara balanserad. Innebörden härav är att clearingorganisationens risk skall vara neutraliserad genom att en av clearingorganisationen innehavd option balanseras av en likadan utfärdad option och en köpt termin balanseras av en likadan termin som sålts. Uppstår obalans så innebär det att clearingorganisationen själv har en nettoposition. Detta skall normalt inte förekomma, men om så skulle bli fallet måste organisationen omedelbart vidta åtgärder för att återställa balansen.

Sidoverksamhet

9 kap. 6 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Samma principer som för börs gäller för en clearingorganisations sidoverksamhet (se avsnitt 3.1.5). Dock skall större uppmärksamhet ägnas åt att en clearingorganisation inte bedriver annan verksamhet som kan riskera att kapitalet till skydd för clearingen går förlorat.

Organisationsförvärv

9 kap. 7 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Samma principer som för börs gäller för en clearingorganisations förvärv av organisationsaktier (se avsnitt 3.1.5).

Gemensamma bestämmelser

10 kap. Avbrytande av handel

Handelsstopp

10 kap. 1 §

(Jfr 51 § första stycket i kommitténs förslag)

Paragrafen har sin motsvarighet i 25 § första stycket lagen om Stockholms fondbörs.

Bestämmelsen ålägger en börs eller auktoriserad marknadsplats att besluta om avbrytande av handeln med ett visst finansiellt instrument som är noterat där (handelsstopp), om särskilda skäl föreligger. Motivet till bestämmelsen är att trygga att kursbildningen sker under riktiga förutsättningar. Rent allmänt kan sägas att handelsstopp är avsett att tillgripas för att eliminera eller förebygga en väsentlig snedvridning av kursbildningen som har sin grund i att intressenterna på värdepappersmarknaden inte på lika villkor eller i tillräcklig omfattning har tillgång till relevanta upplysningar om utgivaren eller det finansiella instrumentet. Detta återspeglas i de exempel på särskilda skäl som anges i bestämmelsen. (Jfr prop. 1975/76:175 s. 21.)

Ett handelsstopp kan användas som påtryckningsmedel för att förmå en emittent, t.ex. ett börsnoterat bolag, att offentliggöra viktig information som rör verksamheten. Handelsstopp kan emellertid även tillgripas i situationer där bristande information inte kan läggas emittenten till last. Handelsstoppet ger då börsen eller marknadsplatsen en möjlighet att undersöka förhållanden som har betydelse för kursbildningen. Ett exempel på en sådan situation är att det har uppstått ett visst rykte om en förestående händelse och att kraftiga kursrörelser med anledning därav inträffat eller förväntas inträffa.

Handelsstopp skall också kunna användas om t.ex. en börsmedlem bryter mot de normer som gäller för honom eller handlar i strid mot vad god affärssed bjuder och därigenom framkallar en snedvridning av börskurserna. Handeln i ett visst finansiellt instrument skall också kunna tillfälligt avbrytas om kursstörningar eller väntade sådana beror på åtgärder från en person som står utanför börsen eller marknadsplatsen. Det kan exempelvis vara fallet då en aktör använder sig av insiderinformation för att göra otillåtna börsaffärer. Under den tid handelsstoppet varar får börsen eller marknadsplatsen undersöka vad som framkallat kursstörningen och därefter lämna marknaden den information som kan finnas att ge.

På en derivatmarknad kan det föreligga skäl att stoppa handeln i indexinstrument om det index som är föremål för handel inte kan fastställas fortlöpande. Så kan vara fallet om aktuell kursinformation avseende flera aktier som ingår i ett aktieindex inte går att få fram därför att handeln i aktierna avbrutits på grund av tekniskt fel. Det kan också förhålla sig så att aktuell kursinformation inte finns tillgänglig på grund av kommunikationsavbrott.

En annan situation då det finns skäl att avbryta handeln med ett derivatinstrument kan vara när det av skilda orsaker inte går att upprätthålla en rättvis och ordnad marknad i det instrumentet. Detta kan inträffa när priserna på instrumentet rör sig så snabbt att det uppstår panikartade beteenden i handeln.

Att handeln med ett visst derivatinstrument måste avbrytas om handeln i det underliggande finansiella instrumentet avbrutits framgår av 2 §.

Förbud för värdepappersinstitut att handla eller medverka vid handel med ett finansiellt instrument som omfattas av beslut om handelsstopp föreligger enligt 3 kap. 8 § lagen om värdepappersrörelse. I dess nuvarande lydelse avser förbudet finansiellt instrument som handlas på eller noteras vid Stockholms fondbörs. Bestämmelsen ändras så att den omfattar beslut om handelsstopp enligt det förevarande kapitlet i stället.

10 kap. 2 §

(Jfr 52 § första-tredje styckena i kommitténs förslag)

Paragrafen saknar motsvarighet i nuvarande lagstiftning.

Första stycket

Av bestämmelsen i första stycket följer att handeln med en viss option eller termin måste stoppas om det underliggande finansiella instrumentet blivit föremål för handelsstopp.

Premiens storlek vad gäller optioner och prisbildningen vad avser terminskontrakt är starkt knuten till priset på avistamarknaden. Om den underliggande tillgången utgörs av fondpapper som är föremål för handel på en börs eller en auktoriserad marknadsplats och denna handel stoppas blir prissättningen på derivatmarknaden ytterst osäker. Skulle handeln på derivatmarknaden få fortgå under tid då handeln på avistamarknaden stoppats är risken uppenbar för en osund spekulation i handeln med

derivat. Genom att avistamarknaden och derivatmarknaden är starkt knutna till varandra skulle syftet med ett handelsstopp i ett finansiellt instrument, nämligen att stoppa all yrkesmässig handel i instrumentet, motverkas om handeln får fortgå med derivat som är baserade på det handelsstoppade instrumentet.

Det kan ifrågasättas om inte handeln i indexoptioner eller indexterminer skulle på motsvarande sätt stoppas så snart handelsstopp råder för en aktie som ingår i indexet. Så har hittills inte skett. I stället har man låtit senast kända betalkurs för den handelsstoppade aktien ingå vid beräkningen av indexvärdet. Det skulle tala för att handelsstopp inte är nödvändigt i ett sådant fall. Även om marknadsvärdet för den handelsstoppade aktien är osäkert kan detta förhållande knappast leda till någon osund spekulation, detta sagt med utgångspunkt i det förhållandet att de indexserier som för närvarande är föremål för handel är baserade på ett stort antal aktier. När handelsstoppet för aktien sedan hävs kan den nya aktiekursen inte ensam påverka indexet i sådan utsträckning att det finns skäl att införa en lagregel om obligatoriskt handelsstopp i nu beskrivet fall. Å andra sidan finns situationer där handelsstopp för indexbaserade instrument kan vara motiverade. Detta gäller exempelvis om indexet är smalt, dvs. baserat på ett fåtal aktier, och en i indexet dominerande aktie handelsstoppats.

Även med den indexserie som för närvarande är föremål för handel vid OM kan det i vissa situationer vara motiverat att handeln med indexoptioner och indexterminer stoppas, om flera av de aktier som indexserierna är baserade på är föremål för handelsstopp. Det är svårt att säga var en sådan gräns går. Utgångspunkten bör vara att om indexvärdet kan påverkas kraftigt från det att handelsstoppet inträder till dess att det hävs, så skall handeln med indexderivat också avbrytas under tid då handelsstoppet råder. En kraftig inverkan på indexvärdet kan bli följden om en betydande del av det totala kapitalvärde som indexserien är baserad på har stoppats. I USA har man infört en bestämmelse som säger att handeln med indexoptioner skall avbrytas när handeln i underliggande aktier, vilkas viktade värde representerar mer än 20 % av det totala kapitalvärde som indexserien är baserad på, har stoppats. Som en illustration kan nämnas att t.ex. Astra i indexet OMX representerar ca 20 % av det totala kapitalvärde som OMX baseras på.

Underliggande tillgång för optioner och terminer behöver inte vara andra finansiella instrument utan kan även vara bl.a. råvaror, exempelvis olja och kaffe, och valutor samt index eller liknande värde som baseras på sådana tillgångar (se prop. 1990/91:142 s. 145 och 146). Om tillförlitligt marknadsvärde saknas för underliggande tillgång av nu nämnt slag skall börsen också stoppa handeln med optionen eller terminen.

Handeln med optionerna eller terminerna får inte återupptas förrän handeln med det underliggande finansiella instrumentet startat igen eller, om den underliggande tillgången utgörs av annan egendom, det föreligger ett tillförlitligt marknadsvärde för egendomen.

I andra stycket har öppnats en möjlighet att, om särskilda skäl föreligger, göra undantag från bestämmelsen i första stycket. Initiativet till att ett sådant undantag görs bör tas av börsen eller marknadsplatsen. Av paragrafen framgår att dispens meddelas av finansinspektionen.

Särskilda skäl att medge undantag från huvudregeln bör endast komma i fråga om det kan antas att handelsstoppet inte kommer att vara helt kortvarigt eller om slutdagen för optionerna eller terminerna infaller under handelsstoppet. Syftet med att medge dispens från huvudregeln skall endast vara att bereda parterna i options- eller terminsaffärer tillfälle att avveckla eller neutralisera sina positioner för att de på det sättet skall kunna förhindra att onödiga förluster uppstår. Därvid kan det vara tillräckligt att dispensen avser en viss options- eller terminsserie och att dispensen tidsbegränsas.

I lagrådremissens lagförslag fanns en andra mening i andra stycket som angav att inspektionens medgivande får begränsas till viss tid och förenas med villkor. Efter påpekande från *lagrådet* har den meningen strukits. Som lagrådet anfört följer av allmänna förvaltningsrättsliga principer att medgivandet får förenas med villkor som ligger inom ramen för de syften som ligger till grund för undantaget.

Bestämmelser om offentliggörande och underrättelse om beslut om avbrytande av handel och återupptagande av denna enligt den förevarande paragrafen finns i 6 §.

10 kap. 3 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Bestämmelsen har införts för att förhindra att handel med ett visst finansiellt instrument, som har avbrutits med stöd av 1 eller 2 §, fortgår vid någon annan börs eller auktoriserad marknadsplats. Beslut av en börs att avbryta handeln med ett visst finansiellt instrument får alltså automatisk verkan för andra börser och marknadsplatser, vid vilka handel med samma instrument förekommer.

10 kap. 4 §

(Jfr 51 § andra stycket i kommitténs förslag)

Det är viktigt att börser och auktoriserade marknadsplatser inte av konkurrensskäl underlåter att stoppa handeln med ett visst finansiellt instrument, när skyldighet att göra det föreligger enligt någon av de tidigare paragraferna i kapitlet. Därför har införts en bestämmelse som ger finansinspektionen möjlighet att ingripa genom att i börsens eller marknadsplatsens ställe fatta beslut om att avbryta handeln med det finansiella instrumentet. Har inspektionen fattat ett sådant beslut i de situationer som avses i 1 § måste börsen eller marknadsplatsen i samråd med inspektionen besluta om återupptagande av handeln.

I sin tillsyn över börser och auktoriserade marknadsplatser skall inspektionen kontrollera att bestämmelserna i detta kapitel efterlevs. Självfallet skall inspektionen därvid också kontrollera att beslut om handelsstopp är befogade. Det får t.ex. inte förekomma att en börs eller en marknadsplats missbrukar möjligheten att stoppa handeln i ett visst finansiellt instrument för att störa handeln vid en konkurrerande börs eller marknadsplats.

Stängning

10 kap. 5 §

(Jfr 53 § i kommitténs förslag)

Paragrafen motsvarar i huvudsak 26 § lagen om Stockholms fondbörs med den justeringen att en börs eller en auktoriserad marknadsplats beslut att avbryta all handel (stängning) skall underställas regeringen.

Stängning av en börs eller en auktoriserad marknadsplats kan bara komma i fråga vid krig, krigsfara eller andra onormala förhållanden. En händelse som den som inträffade på aktiemarknaden under oktober 1987 då kurserna under en dag föll med mer än åtta procent är naturligtvis på ett sätt att betrakta som ett onormalt förhållande. I princip bör emellertid börsen eller marknadsplatsen hållas öppen även när fråga är om mycket häftiga kursrörelser. Om marknaden inte fortlöpande får finna sitt rätta läge, kan resultatet när börsen eller marknadsplatsen öppnar igen bli värre än om den hela tiden hållits öppen. Det bör dock inte anses som uteslutet att med stöd av paragrafen förordna om stängning vid en alldeles extrem kursutveckling.

En börs eller en marknadsplats kan komma att vara stängd även av andra orsaker, t.ex. då elavbrott inträffar eller andra tekniska hinder uppstår. Någon särskild bestämmelse om detta har inte ansetts erforderlig. Likaväl som börsen eller marknadsplatsen kan besluta om sina öppettider kan den besluta att stoppa verksamheten av nämnda skäl utan att det behövs något lagstöd. Om en börs eller marknadsplats hålls stängd av andra orsaker än som nu nämnts föreligger givetvis inte något hinder mot att handel med de finansiella instrument som börsen eller marknadsplatsen har noterade hos sig bedrivs vid annan börs eller auktoriserad marknadsplats, förutsatt att de är noterade även där.

Offentliggörande och underrättelse av beslut om stängning skall ske i enlighet med bestämmelserna i 6 §.

Offentliggörande av beslut om handelsstopp eller stängning

10 kap. 6 §

(Jfr 51 § tredje stycket, 52 § fjärde stycket och 53 § andra stycket kommitténs förslag)

Beslut om handelsstopp och stängning av en börs eller en auktoriserad marknadsplats samt om hävande av sådana beslut skall offentliggöras. För detta ansvarar den som fattat beslutet. Offentliggörandet kan därmed komma att ombesörjas av en börs eller en marknadsplats, eller av

finansinspektionen. I de fall börsen eller marknadsplatsen fattat beslutet skall - utöver offentliggörandet - särskild underrättelse ske till finansinspektionen.

11 kap. Tillsyn

Upplysningsskyldighet

11 kap. 1 och 2 §§

(Jfr 58 § och 60 § i kommitténs förslag)

Paragraferna överensstämmer i huvudsak med 3 och 30 §§ i lagen om Stockholms fondbörs.

Tillsynsbestämmelserna har utformats efter mönster från lagen om värdepappersrörelse. Avsikten härmed är bl.a. att finansinspektionen skall kunna bedriva tillsynen på ett effektivt sätt och med ett större mått av flexibilitet än hittills så att den kan anpassas efter ändrade förhållanden på värdepappersmarknaden. I linje härmed har undvikits att införa onödiga detaljbestämmelser. Inspektionens allmänna tillsyn av börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer sker genom granskning av de uppgifter som inspektionen har rätt att begära in. Inspektionen har vidare rätt att göra undersökningar hos dessa företag.

Hur tillsynen skall bedrivas

11 kap. 3 §

(Jfr 59 § i kommitténs förslag)

Paragrafen svarar mot 29 § lagen om Stockholms fondbörs. Lydelsen har dock ändrats så att den överensstämmer med motsvarande regel i lagen om värdepappersrörelse (6 kap. 4 §).

För samtliga verksamhetsformer gäller krav på sundhet (se 2 kap. 1 §, 7 kap. 1 § och 8 kap. 1 §). Vad som avses härmed har utvecklats i allmänmotiveringen.

11 kap. 4 §

(Jfr 63 § i kommitténs förslag)

Motsvarigheter till bestämmelsen finns i bl.a. 6 kap. 5 § lagen om värdepappersrörelse och 7 kap. 3 § första och tredje styckena bankrörelselagen.

Första stycket

Enligt första stycket har finansinspektionen rätt att avgöra om en av inspektionen förordnad revisor behövs eller inte. Med hänsyn till att de verksamheter som står under tillsyn kan vara av skiftande karaktär och omfattning kan det inte förutsättas att förhållandena i varje företag är sådana att de kräver en av inspektionen särskilt förordnad revisor.

Något krav på att revisor som utses av inspektionen skall vara auktoriserad ställs inte upp. Det ankommer därmed på inspektionen att avgöra om den revisor som utses skall vara auktoriserad.

I aktiebolagslagen (10 kap. 3 §) ställs krav på att minst en utsedd revisor skall vara auktoriserad. Något motsvarande krav finns inte för revisor i ekonomisk förening.

Andra stycket

I andra stycket anges - i överensstämmelse med vad som gäller för bl.a. värdepappersinstitut och banker - att de företag som står under tillsyn skall betala arvodet till sådan revisor som utses med stöd av första stycket och att finansinspektionen bestämmer arvodets storlek.

11 kap. 5 §

(Jfr 62 § i kommitténs förslag)

Bestämmelsen svarar mot 32 § i lagen om Stockholms fondbörs. Lydelsen har dock ändrats något så att den harmonierar med motsvarande bestämmelse i lagen om värdepappersrörelse (6 kap. 6 §) och bankrörelselagen (7 kap. 4 §).

Ingripanden mot företag som står under tillsyn

11 kap. 6 §

(Jfr 61 § i kommitténs förslag)

Bestämmelsen motsvarar 31 § första stycket lagen om Stockholms fondbörs. Lydelsen har dock ändrats något så att den harmonierar med motsvarande bestämmelse i lagen om värdepappersrörelse (6 kap. 7 §) och bankrörelselagen (7 kap. 8 §).

Bestämmelsen ger finansinspektionen möjlighet att på ett tidigt stadium ingripa mot felaktiga beslut. Sådant ingripande kan t.ex. ske mot beslut att tillåta notering och handel med ett visst finansiellt instrument i strid med bestämmelserna i 4 kap. 1 § andra och tredje styckena. Föreläggande om rättelse av beslutet får enligt 10 § förenas med vite.

Återkallelse av auktorisation m.m.

11 kap. 7 §

(Jfr 68 § i kommitténs förslag)

Paragrafen reglerar återkallelse av auktorisation eller tillstånd som har meddelats enligt denna lag. Den har utformats efter förebild i 6 kap. 9 § lagen om värdepappersrörelse.

Första stycket

I första stycket anges de fall då återkallelse av auktorisation eller tillstånd skall ske.

För återkallelse enligt *punkten 1* fordras att företaget visat sig olämpligt att bedriva den typ av verksamhet som auktorisationen eller tillståndet avser. Detta kan, som särskilt anges, ha skett genom överträdelse av bestämmelse i den förevarande lagen eller av föreskrift som har med-

delats med stöd av sådan bestämmelse. Naturligtvis kan olämpligheten också ha uppenbarat sig genom överträdelse av andra lagar och föreskrifter.

Underlåter en börs eller en auktoriserad marknadsplats att besluta om handelsstopp trots att förutsättningarna härför är för handen eller underlåter en clearingorganisation att kontrollera att betryggande säkerhet ställs enligt bestämmelserna i 9 kap. 2 §, eller uppfyller de ifrågavarande företagen inte sundhetskravet, kan det bli aktuellt att återkalla auktorisationen resp. tillståndet.

Bestämmelsen i *punkten 2* syftar till att förhindra att det uppstår oklarheter gentemot marknaden och tillsynsmyndigheten beträffande ett auktoriserat företags verksamhet.

Enligt *punkten 3* skall auktorisation eller tillstånd som meddelats ett svenskt aktiebolag återkallas om bolagets egna kapital reducerats till en nivå som understiger 2/3 av det registrerade aktiekapitalet och bristen inte täcks inom tre månader. När denna tid löpt ut skall auktorisationen eller tillståndet återkallas.

Gränsen för tvångslikvidation enligt aktiebolagslagen är hälften av aktiekapitalet.

Andra stycket

Även om grund för återkallelse föreligger enligt första stycket 1, dvs. företaget har visat sig olämpligt att driva sådan verksamhet som auktorisationen eller tillståndet avser, har finansinspektionen möjlighet att i stället för att genast återkalla auktorisationen eller tillståndet meddela företaget en varning.

Tredje stycket

Genom denna bestämmelse överlämnas åt finansinspektionen att i sitt beslut om återkallelse av tillstånd att bedriva clearingverksamhet ge anvisningar om hur rörelsen bör avvecklas. Därigenom ges utrymme att ta hänsyn till individuella förhållanden hos den clearingorganisation som beslutet avser.

Någon motsvarande regel avseende börser och auktoriserade marknadsplatser erfordras inte, eftersom någon auktorisationsplikt för dessa inte föreligger enligt den förevarande lagen. Företag som får sin auktorisation som börs eller marknadsplats indragen kan dock, om det skall kunna fortsätta verksamheten, bli tvunget att söka tillstånd för förmedlingsverksamhet enligt lagen om värdepappersrörelse.

Fjärde stycket

När finansinspektionen återkallar ett tillstånd att driva clearingverksamhet får samtidigt ges ett förbud att fortsätta verksamheten. Att ett sådant förbud får förenas med vite framgår av 10 §.

11 kap. 8 §

(Jfr 11, 70 och 81 §§ i kommitténs förslag)
Paragrafen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.8).

Första stycket

För clearingverksamhet krävs tillstånd. Saknas tillstånd får finansinspektionen förelägga ett företag att upphöra med verksamheten.

Värdepappersinstitut kan komma att driva börsliknande verksamhet med stöd av tillstånd enligt 1 kap. 3 § 2 lagen om värdepappersrörelse. Om ett sådant institut skulle använda sig av ordet börs eller auktoriserad marknadsplats i sin firma eller som beteckning på verksamheten kan finansinspektionen ingripa mot detta även med stöd av lagen om värdepappersrörelse (se prop. 1990/91:142 s. 160).

Av 10 § framgår att föreläggande enligt första stycket kan förenas med vite.

Andra stycket

Enligt andra stycket har finansinspektionen rätt att begära in upplysningar från ett företag om det är osäkert huruvida den verksamhet som företaget bedriver omfattas av lagens bestämmelser om tillståndsplikt för clearingverksamhet. Inspektionen skall kunna rikta en formell förfrågan till företag som kan misstänkas ägna sig åt tillståndspliktig clearingverksamhet.

Föreläggande att lämna upplysningar får enligt 10 § förenas med vite.

Tredje stycket

Ett föreläggande med stöd av första eller andra stycket som avser ett utländskt företag får riktas både mot företaget och den som här i landet är verksam för företagets räkning.

Avgifter m.m.

11 kap. 9 §

(Första stycket: Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag; Andra stycket: Jfr 64 § i kommitténs förslag)

Bestämmelserna i paragrafen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.7).

Första stycket

För finansinspektionens prövning av auktorisations- och tillståndsärenden skall sökanden betala avgift. Avgifterna är utformade som ansökningsavgifter. Detta innebär att erläggande av avgift är en förutsättning för att en ansökan skall prövas. Sökanden kan inte undandra sig avgiften genom att återkalla sin ansökan om prövningen befaras leda till avslag. Avgifterna, som skall motsvara den verkliga kostnaden för inspektionens

prövning, skall beräknas enligt de närmare bestämmelser regeringen meddelar.

Om bedömningen i vissa avseenden fordrar särskild fackkunskap kan inspektionen uppdra åt någon utanför myndigheten, t.ex. en konsult, att utreda frågan. En sådan person skall för att garantera en objektiv bedömning anlitas och betalas av inspektionen. Kostnaden skall ersättas av sökanden. Innan en konsult anlitas bör inspektionen genom inhämtande av offert eller liknande skaffa sig en uppfattning om den förväntade kostnaden. Sökanden bör ges tillfälle att yttra sig och i förekommande fall komplettera ansökan eller vidta andra åtgärder för att minska kostnaden.

Andra stycket

Stycket motsvarar 34 § lagen om Stockholms fondbörs. Bestämmelser med samma innehåll i detta avseende finns i bl.a. bankrörelselagen, försäkringsrörelselagen och lagen om värdepappersrörelse. Avgifter skall erläggas enligt de närmare bestämmelser regeringen meddelar.

Vite

11 kap. 10 §

(Jfr 70 § i kommitténs förslag)

Paragrafen har sin förebild i bl.a. 6 kap. 12 § lagen om värdepappersrörelse. De situationer i vilka finansinspektionen kan tillgripa föreläggande eller förbud regleras i 6-8 §§. Finansinspektionen skall inte få döma ut förelagt vite. Därmed kommer lagen (1985:206) om vite att bli tillämplig. Detta innebär att inspektionen får ansöka hos länsrätten om utdömande av vite.

12 kap. Överklagande

12 kap. 1 §

(Jfr 77 § i kommitténs förslag)

Paragrafen har utformats efter förebild i 7 kap. 1 § lagen om värdepappersrörelse.

Första stycket

Finansinspektionens beslut enligt denna lag bör med två undantag kunna överklagas. Undantagen gäller beslut enligt 11 kap. 5 § och 11 kap. 8 § andra stycket. Om möjlighet till överklagande fanns i där angivna situationer skulle den som vill tredskas kunna fördröja inspektionens utredning i onödan.

Andra stycket

I de lagar för värdepappersmarknaden som tillkommit under de två senaste åren har införts bestämmelser om att finansinspektionens beslut enligt resp. lag skall överklagas till kammarrätten. Tidigare har gällt att tillsynsmyndighetens beslut skall överklagas till regeringen. Ett huvudmotiv för denna ändring av instansordningen har varit att regeringen inte bör belastas med ärenden som inte av någon speciell orsak bör prövas av regeringen. Inte heller ärendena enligt den förevarande lagen är av sådan speciell karaktär. Därför har den numera antagna instansordningen med överklagande till kammarrätten valts.

Av allmänna principer om överklagande följer att även ett beslut om varning kan överklagas.

Tredje stycket

Enligt bestämmelsen har finansinspektionen rätt att i vissa angivna fall bestämma att dess beslut skall gälla med omedelbar verkan.

12 kap. 2 §

(Jfr 78 § i kommitténs förslag)

Enligt EG:s första börsdirektiv skall beslut om avslag på ansökan om officiell notering av värdepapper vid en fondbörs och beslut om avförande av värdepapper från sådan notering gå att få prövade av domstol. Paragrafen innebär en anpassning till dessa regler i det första börsdirektivet.

Av 5 kap. 2 § andra stycket framgår att en ansökan om inregistrering skall anses ha lämnats utan bifall om något beslut om inregistrering inte fattats inom sex månader från det att ansökan eller komplettering av denna gavs in till börsen. Även denna bestämmelse utgör en anpassning till EG:s regler.

Det får förutsättas att börsens beslut innehåller utförlig motivering. Börsen skall underrätta sökanden eller — vid avregistrering — den utgivare vars fondpapper avregistreras om beslutet.

I andra fall då någon vill angripa beslut som fattats av en börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation gäller allmänna civil- och processrättsliga regler.

Övergångsbestämmelser

Ikraftträdandebestämmelsen i *punkten 1* och upphävandet av lagen om Stockholms fondbörs i *punkten 2* har behandlats i den allmänna motiveringen (avsnitt 12).

Efter lagrådsgranskningen har punkten 2 tillförts en andra mening. Även sedan lagen om Stockholms fondbörs upphävts finns uppgifter som skall fullgöras av fondbörsstyrelsen. Främst är det fråga om att för räkenskapsåret 1992 upprätta och avge årsredovisning samt självdeklaration. Det kan också finnas kvarstående avvecklingsfrågor att besluta om.

Genom tillägget ges möjlighet att låta fondbörsstyrelsen ta hand om dessa uppgifter.

Bestämmelsen i *punkten 3* behövs för att företag som fortfarande driver verksamhet med stöd av fondkommissionstillstånd enligt fondkommissionslagen skall kunna bli börsmedlemmar.

Av praktiska skäl medges i *punkten 4* att auktorisations- och tillståndsfrågor får prövas redan före ikraftträdandet.

Efter lagrådsgranskningen har *punkten 5* försetts med ett andra stycke. Bestämmelsen har tillkommit för att skydda dem som innehar fondpapper som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs i de fall emittenten av fondpapperen inte begär inregistrering av dessa vid den nya börs som avses överta fondbörsens rörelse. Sådana fall träffas ej av den nya lagens bestämmelser om avregistrering (5 kap. 4 §), som innebär att avregistrering inte får ske om det är olämpligt från allmän synpunkt. Som framgår av specialmotiveringen till den nämnda paragrafen är möjligheten att hålla kvar en inregistrering mot emittentens vilja avsedd att kunna användas enbart temporärt. I övergångsregeln har den tid under vilken den nya börsen — i anslutning till övertagandet av fondbörsens rörelse — tvångsvis kan hålla fondpapperen inregistrerade begränsats till tre månader. I överensstämmelse med vad som anförts i anslutning till bestämmelsen i 5 kap. 4 § skall den nya börsen inte kunna utnyttja möjligheten att hålla fondpapperen inregistrerade mot emittentens vilja, om han ämnar notera papperen vid en annan börs eller vid en auktoriserad marknadsplats.

14.2 Förslaget till ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev

22 §

I paragrafens första stycke stadgas att en överlåtelse av ett löpande skuldebrev inte är gällande mot överlåtarens borgenärer om inte förvärvaren fått skuldebrevet i sin besittning. Från denna regel görs i andra stycket undantag i fråga om överlåtelse från en bank. Bestämmelsen gäller enligt 10 § samma lag även i fråga om pantsättning och enligt 3 kap. 6 § aktiebolagslagen (1975:1385) även för aktiebrev, emissionsbevis och optionsbevis. Ändringen innebär att undantagsregeln utvidgas till att gälla även överlåtelser från företag som enligt 1 kap. 2 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse är värdepappersinstitut. En bank kan också vara värdepappersinstitut, men behöver enligt 1 kap. 4 § lagen om värdepappersrörelse inte tillstånd enligt den lagen när banken handlar med vissa räntebärande fordringsbevis för egen räkning.

14.3 Förslagen till ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse, aktiebolagslagen (1975:1385) och lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.

Ändringarna föranleds av att ensamrätten för Stockholms fondbörs att bedriva börsverksamhet upphör och att möjlighet öppnas att bedriva handel med finansiella instrument, *förutom* vid börs, även vid auktoriserad marknadsplats.

Lagrådet har beträffande de föreslagna följdändringarna i gällande lagar anmärkt att det föreligger viss oklarhet om - och i vilka fall - ändringarna inbegriper även utländska börser eller marknader. Med anledning härav har förtydliganden gjorts i lagförslagen. I de fall bestämmelserna enbart tar sikte på företag med auktorisation enligt lagen om börs- och clearingverksamhet används skrivningen "en börs eller auktoriserad marknadsplats". Om även utländska företeelser utan sådan auktorisation omfattas så uttrycks detta med "en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad".

14.4 Förslaget till ändring i sekretesslagen (1980:100)

8 kap. 5 §

Ändringarna har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 3.5)

Första stycket

Ändringen innebär att uppräkningen av tillsynsobjekt på värdepappersområdet ersätts med det sammanfattande begreppet "värdepappersmarknaden". Beträffande begreppet värdepappersmarknaden se bl.a. prop. 1984/85:157 s. 20 och 21, prop. 1990/91:42 s. 39, 43, 49 och 50 samt prop. 1991/92:142 s. 86.

Finansinspektionen utövar tillsyn över värdepappersmarknaden samt över institut och andra aktörer på marknaden enligt bl.a. följande bestämmelser: 1 kap. 4 § aktiekontolagen (1989:827), 39 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder, 17 § insiderlagen (1990:1342), 5 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, 6 kap. 1 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse samt 11 kap. lagen om börs- och clearingverksamhet.

I stycket läggs till en ny bestämmelse som innebär att samma sekretess som gäller för uppgifter som erhållits enligt ett av riksdagen godkänt avtal, skall gälla även för uppgift som finansinspektionen erhållit från motsvarande utländsk myndighet enligt ett annat avtal. Det är då i första hand fråga om sådana avtal som finansinspektionen ingått med stöd av 10 kap. 3 § regeringsformen. Sådan sekretess gäller endast i den mån regeringen föreskriver det. Regeringen får med stöd av 2 kap. 2 § andra stycket tryckfrihetsförordningen genom förordning meddela närmare föreskrifter om bestämmelsens tillämplighet. Sådana föreskrifter om att sekretessbestämmelsen skall tillämpas i fråga om visst avtal bör tas in i sekretessförordningen. Det lämnas i lagen inga anvisningar om hur uppgifter skall inhämtas. Detta bör i stället regleras i de avtal som träffas. Ett allmänt krav bör därvid vara att förutsättningarna och formerna för utlämnandet dokumenteras på lämpligt sätt, eftersom detta är av betydelse för en senare prövning av om uppgiften är offentlig eller inte.

14.5 Förslagen till ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713), konkurrenslagen (1982:729), lagen (1983:890) om allemanssparande, lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden, bankaktiebolagslagen (1987:618) och konkurslagen (1987:672)

Ändringarna föranleds av att ensamrätten för Stockholms fondbörs att bedriva börsverksamhet upphör och att möjlighet öppnas att bedriva handel med finansiella instrument — förutom vid en börs — även vid auktoriserad marknadsplats. I lagen om allemanssparande utmönstras begreppet OTC-bolag eftersom legaldefinitionen av detta tas bort. Hänvisningen i konkurslagen till lagen om Stockholms fondbörs utgår eftersom den senare upphävs.

Efter anmärkning från *lagrådet* har förtydliganden av följdändringarna gjorts på det sätt som angetts i avsnitt 14.3. Dessutom har bestämmelsen i 37 § lagen med reglemente för allmänna pensionsfonden om begränsning av fjärde och femte fondstyrelsernas förvärv av aktier i ett aktiebolag ändrats så att begränsningen gäller enbart med avseende på svenska bolag. Regeln i fråga tillkom under tid då placeringar fick göras enbart i svenska värdepapper och har inte ändrats i samband med att placeringsmöjligheterna utvidgats till att avse även aktier m.m. i utländska företag. Skäl saknas emellertid att låta begränsningen avse annat än förvärv i svenska företag.

14.6 Förslaget till lag om ändring lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

13 §

Punkt 2

Ändringen har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 8).

18 §

I och med den nya börslagstiftningen kommer det mot bakgrund av vad som sagts i allmänmotiveringen (avsnitt 3.2.4) att i Sverige finnas två former av reglerade marknader för värdepappershandel, nämligen börs och auktoriserad marknadsplats. Uttrycket "någon annan reglerad marknad som är öppen för allmänheten" syftar därför i första hand på i utlandet förekommande marknader. Lagtexten håller emellertid öppet att det kan uppstå andra marknader än börser och auktoriserade marknadsplatser vilka uppfyller EG-direktivets krav på reglerad marknad som är öppen för allmänheten. Bestämmelsen i första stycket lämnar utrymme för att finansiella instrument som handlas på en sådan marknad skall kunna ingå i en värdepappersfonds portfölj i vidare mån än vad 10 %-regeln i andra stycket tillåter.

I punkt 1 i första stycket har gjorts en följdändring till den nya börslagstiftningen genom att begreppet fondbörs ersatts med börs. Efter påpekande från *lagrådet* har ett förtydligande av lagtexten skett så att häri uttryckligen anges att såväl svensk som utländsk börs avses. Detta är dock ingen ändring av materiell innebörd. Även för närvarande är placering i värdepapper som är börsnoterade utomlands tillåten (jfr prop. 1989/90:153 s. 34 och 63).

Vidare har i samma punkt ordet inregistrering bytts ut mot notering. Detta har gjorts för att även finansiella instrument som är noterade vid en börs utan att vara inregistrerade där skall rymmas under den punkten, i stället för att som nu hänföras till annan punkt, dvs. nuvarande punkten 2 (se nämnda proposition s. 62). Placeringar i finansiella instrument noterade vid en auktoriserad marknadsplats har förts in som en särskild punkt för att tydliggöra att det är fråga om en reglerad marknad enligt de kriterier som finns i EG-direktivet om värdepappersfonder. Detta har i sin tur medfört att den nuvarande punkten 2 i stället blivit punkten 3.

Ett nytt andra stycke har tagits in i paragrafen. Motsvarande bestämmelse återfinns för närvarande i första stycket.

14.7 Förslaget till lag om ändring i insiderlagen (1990:1342)

Ändringarna föranleds av att ensamrätten för Stockholms fondbörs att bedriva börsverksamhet upphör och att möjlighet öppnas att bedriva handel med finansiella instrument, förutom vid en börs, även vid auktoriserad marknadsplats. Ändringen av definitionen av aktiemarknadsbolag medför att den anmälningsskyldighet m.m. som nu gäller för personer med insynsställning i vissa bolag utsträcks så att den omfattar

personer med insynsställning i samtliga bolag som har aktier noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats. Den nya definitionen innebär också att vissa andra författningar där begreppet aktiemarknadsbolag förekommer får ett utökat tillämpningsområde. De aktuella författningarna har redovisats i allmänmotiveringen. Anmälningsskyldigheten enligt 13 § 1 inträder 14 dagar efter det att aktie noterats. Med "noterats" avses första dagen för notering och inte den dag då börsen resp. marknadsplatsen beslutar om att godkänna upptagande till notering.

14.8 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

1 kap. 1 §

Definitionerna av option, termin, clearingverksamhet och clearingorganisation har, som framgår av allmänmotiveringen (se avsnitt 3.3.1), förts över till lagen om börs- och clearingverksamhet.

2 kap. Prospekt

2 kap. 1 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs lagförslag)

Första stycket

Första stycket anger att skyldighet enligt denna lag att upprätta prospekt föreligger vid emission av fondpapper och erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument till en öppen krets. Begreppet öppen krets finns i lagen om värdepappersrörelse och med det avses ett obestämt antal personer (prop. 1990/91:142 s. 113). Om ett erbjudande riktas till samtliga eller i vart fall flertalet av aktieägarna i ett aktiebolag är erbjudandet riktat till en öppen krets eftersom antalet aktieägare kan skifta när som helst. Enligt den lagen krävs tillstånd för sådan verksamhet som består i medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudande om köp eller försäljningar av finansiella instrument till en öppen krets, s.k. marknadserbjudande. Prospektdirektivet är tillämpligt på erbjudande till allmänheten men innehåller inte någon definition av detta begrepp. Däremot anges i direktivet vilka erbjudanden som inte omfattas, bl.a. erbjudanden till personer inom en begränsad krets. Genom begreppet öppen krets omfattas inte sådana erbjudanden av förevarande lag. Begreppet öppen krets är förenligt med prospektdirektivet men skiljer sig från det i bl.a. aktiebolagslagen (4 kap. 18 §) utnyttjade begreppet "en vidare krets" som tar sikte på antalet mottagare av erbjudandet (se t.ex. SOU 1989:72 s. 464).

Skyldighet att upprätta prospekt föreligger om summan av de belopp som till följd av emissionen eller erbjudandet kan komma att erläggas uppgår till 300 000 kr. Skyldighet föreligger även om emissionen eller erbjudandet sker i utländsk valuta.

I första stycket anges vidare det grundläggande kravet på ett prospekt. Syftet med ett prospekt är att ge marknaden och presumtiva köpare och säljare ett underlag för bedömning av erbjudandet och den risk som är förknippad med en investering i de finansiella instrument som prospektet avser. Ett prospekt skall därför innehålla sådana uppgifter som kan antas vara av betydelse för en bedömning av erbjudandet.

Vilka uppgifter som skall ingå i ett prospekt är givetvis beroende av emissionens eller erbjudandets art och omfattning. Som exempel på nödvändig information i ett prospekt kan nämnas fullständiga och klara uppgifter om villkoren för erbjudandet samt bakgrunden till erbjudandet. För en bedömning av erbjudandet krävs också relevant information om utgivaren och utgivarens verksamhet. De senaste årens årsredovisningar utgör väsentlig information för en presumtiv investerare. Dessa bör kompletteras med upplysningar om sådana för bedömningen av bolagets resultat och ställning viktiga förhållanden och händelser i övrigt av betydelse för bolaget, avseende tiden efter avlämnandet av de redovisningshandlingar som återges i prospektet. Det skall vidare framgå vem som medverkat vid framtagandet av prospektet. De närmare detaljerna om vilka uppgifter som skall ingå i ett prospekt och hur dessa skall offentliggöras skall meddelas av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen. Om skyldighet även föreligger att upprätta prospekt enligt aktiebolagslagen (se härom i avsnitt 5) kan det vara lämpligt att ett enda prospekt upprättas som uppfyller kraven i både denna lag och aktiebolagslagen.

Andra och tredje styckena

I andra stycket anges fyra undantag från skyldigheten att upprätta prospekt. Finansiella instrument utgivna av staten, andelar i en värdepappersfond och s.k. korta papper, dvs. fordringsrätter med löptid på mindre än ett år, är uttryckligen undantagna i prospektdirektivet. Om lägsta belopp som skall erläggas per investerare vid emissionen är 300 000 kr., föreligger inte heller skyldighet att upprätta prospekt.

Enligt tredje stycket lämnas åt regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen att i föreskrifter meddela ytterligare undantag från skyldigheten att upprätta prospekt. Som närmare redovisats i allmänmotiveringen (avsnitt 5) innehåller prospektdirektivet undantag för ett antal typer av erbjudanden. De närmare föreskrifterna om ytterligare undantag från skyldigheten att upprätta prospekt tar sikte på sådana fall som räknas upp i direktivet.

2 kap. 2 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Som utvecklats i allmänmotiveringen tar dessa regler sikte på emissioner utanför börs. Skyldighet att upprätta prospekt enligt denna paragraf föreligger vid emission av fondpapper som inte är inregistrerade och inte heller avses att inregistreras vid en auktoriserad börs. I lagen om börs- och clearingverksamhet finns bestämmelser om prospekt vid inregistre-

ring av ett fondpapper vid en börs. Vid emission av fondpapper som, utan att vara inregistrerade, noteras vid en börs eller som noteras vid en auktoriserad marknadsplats skall prospekt upprättas enligt förevarande lag.

Med fondpapper avses, enligt 1 kap. 1 § denna lag, aktie eller obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och s.k. depåbevis. Av förarbetena framgår att utöver i lagtexten angivna instrument även s.k. mellanformer av delägarrätt och fordringsrätt, t.ex. konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt och vinstandelsbevis, ingår i fondpappersdefinitionen liksom presumtiva delägarrätter såsom emissionsbevis och interimsbevis (prop. 1990/91:142 s. 141-143).

Finansinspektionens möjligheter att ingripa mot den som inte lämnar in prospekt till inspektionen, eller som inlämnar bristfälligt prospekt, behandlas i specialmotiveringen till 4 §.

EG:s prospektdirektiv innehåller en detaljerad och omfattande uppräkning av de uppgifter som skall ingå i ett prospekt.

I överensstämmelse med den ordning som förespråkats i allmänmotiveringen beträffande bestämmelserna om inregistrering, börsprospekt och halvårsrapporter skall regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen utfärda föreskrifter om innehållet i prospekt och hur dessa skall offentliggöras.

2 kap. 3 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Prospekt skall även upprättas när någon riktar ett erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument till en öppen krets. Det kan vara en större aktieägare som riktar ett erbjudande till en öppen krets att köpa aktier eller ett erbjudande från en person att förvärva aktier från allmänheten. Bestämmelsen omfattar alla finansiella instrument.

Med finansiellt instrument avses, enligt 1 kap. 1 § i denna lag, fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Detta innebär att även erbjudande avseende s.k. derivatinstrument omfattas av skyldigheten att upprätta prospekt. Exempelvis är en derivatbörs skyldig enligt denna paragraf att upprätta prospekt vid lanseringen av ett nytt instrument. Vid ett erbjudande att köpa eller sälja optioner eller terminer kan det belopp som initialt skall erläggas, t.ex. premien eller avgiften till derivatbörsen, vara relativt ringa. Det underliggande värdet för optionen eller terminen kan emellertid vara betydande. Det slutliga beloppet kommer att kunna beräknas först vid tidpunkten för lösen. Om det kan antas att det slutliga beloppet kommer att uppgå till minst 300 000 kr. föreligger skyldighet att upprätta prospekt vid lansering av ett finansiellt instrument till en öppen krets. Det bör härvid observeras att finansinspektionen med stöd av den nya 5 kap. 2 § 1 kan ingripa mot handel med ett finansiellt instrument som strider mot den grundläggande regeln i 1 kap. 2 §.

Finansinspektionens möjligheter att ingripa mot dem som inte lämnar in prospekt eller som lämnar in bristfälliga prospekt behandlas i specialmotiveringen till 4 §.

Patent- och registreringsverket (PRV) har i sitt remissvar påpekat att tillämpningsproblem kan uppstå om en emittent riktar ett erbjudande till exempelvis en bank som tecknar hela emissionen med avsikt att aktierna därefter skall vidareförsäljas till en vidare krets. Detta är ett inte ovanligt förfarande och formellt innebär det att banken säljer redan emitterade aktier. Utåt, mot allmänheten, märks dock ingen skillnad i förhållande till en vanlig emission från bolaget direkt till allmänheten. Ett sådant förfarande där aktierna vidareförsäljs på oförändrade villkor är att jämställa med en emission och skall därför följa reglerna i 2 §. En föreskrift härom bör lämpligen beslutas av regeringen.

Behov av ytterligare föreskrifter kan exempelvis uppkomma om finansinspektionen vid genomgång av registrerade prospekt finner att dessa relativt frekvent visar på allvarliga brister. Som anförts i allmänmotiveringen föreligger beträffande innehållet i prospekt vid erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument utrymme för självreglering, exempelvis av det slag som NBK:s rekommendationer utgör.

2 kap. 4 §

Första stycket

(Jfr 3 och 13 §§ i kommitténs förslag till lag om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda)

Enligt paragrafen skall prospekt före offentliggörandet lämnas in med ansökan om registrering till finansinspektionen. Detta gäller för det första prospekt vid emission av fondpapper som inte är inregistrerade och inte heller avses att inregistreras vid en auktoriserad börs (2 §). Även prospekt vid erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument skall lämnas till finansinspektionen (3 §). Förutsättningen för att inspektionen skall registrera ett prospekt är att det innehåller föreskrivna uppgifter. Däremot skall det inte göras någon förhandsgranskning av prospektet (se avsnitt 5). Om ett prospekt inte upprättas, inte uppfyller kraven i denna lag eller föreskrift som meddelats med stöd av denna lag eller inte lämnas in till finansinspektionen får inspektionen enligt 5 kap. 3 § 1 förelägga den ansvarige, dvs. utgivaren eller, vid köp eller försäljning, den som lämnar erbjudandet att vidta rättelse.

Enligt 1 kap. 2 § skall handel med finansiella instrument bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Ett prospekt med så allvarliga brister att en investerare inte kan göra en välgrundad bedömning av erbjudandet kan strida mot såväl bestämmelserna i detta kapitel som regeln i 1 kap. 2 §. Som exempel på sådana brister kan nämnas att villkoren för erbjudandet saknas eller är mycket oklart formulerade och att uppgifter om t.ex. utgivarens verksamhet eller ekonomiska ställning saknas eller innehåller väsentliga brister.

Finansinspektionen övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag, däribland skyldigheten att upprätta och till inspektionen lämna in prospekt. Inspektionen skall således övervaka att utgivare och de som lämnar erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument uppfyller sina skyldigheter enligt prospektreglerna.

Prospekt innehåller ofta känsliga uppgifter, t.ex. innehållet i ett "take-over"-erbjudande, villkoren vid en förmånlig emission, uppgift om en ny uppfinning eller nya siffror om ett företags lönsamhet. Om sådana uppgifter blir kända i förtid kan det antas att den som lämnar erbjudandet skadas. Enligt 8 kap. 5 § sekretesslagen gäller i sådant fall sekretess för prospekt som innehåller uppgift om affärs- eller driftförhållanden hos den som myndighetens verksamhet avser, i detta fall således den som lämnar erbjudandet. Sekretess gäller till dess prospektet offentliggörs.

Andra stycket

Finansinspektionens verksamhet finansieras genom avgifter och bidrag från de institut som anges i förordningen (1991:1384) om finansiering av finansinspektionens verksamhet. Reglerna om prospekt medför att inspektionen får arbetsuppgifter avseende bl.a. företag som normalt inte ingår i inspektionens tillsynskrets och inte heller är medtagna i nyss nämnda förordning. Finansinspektionens kostnader för registrering och övrigt arbete med prospekt skall därför täckas av en särskild avgift som tas ut vid ansökan om registrering av prospekt.

4 kap. Offentliggörande av aktieinnehav

4 kap. 1 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Bestämmelserna om flaggningsskyldighet avser aktiebolag, svenska eller utländska, som har aktier noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats. Det räcker att ett bolag har noterat ett aktieslag för att bestämmelserna om flaggning skall bli tillämpliga på köp eller försäljningar av aktier tillhörande annat aktieslag.

Till skillnad från reglerna om anmälningsskyldighet i insiderlagen och NBK:s flaggningsrekommendation omfattar skyldigheten enligt förevarande bestämmelse att anmäla innehav huvudsakligen aktier. Ett undantag föreligger, nämligen om avtal träffats om ett framtida förvärv av aktier, t.ex. ett options- eller terminsavtal, vilket framgår av 2 § och motiveringen till den paragrafen.

Skyldighet att anmäla innehav av aktier i aktiebolag och förändringar av sådant innehav föreligger för alla fysiska och juridiska personer. Det innebär att, förutom bolag och föreningar, även t.ex. staten, kommun, stiftelse, dödsbo och konkursbo är anmälningsskyldiga. Även utländska, fysiska och juridiska, personer som förvärvar eller överlåter aktier i ett bolag som är noterat vid börs eller auktoriserad marknadsplats i Sverige omfattas av bestämmelsen.

Anmälan skall ske vid alla förvärv och överlåtelser av aktier. Alla fång omfattas, såväl onerösa som benefika. Köp eller försäljning av ett företag som äger aktier i ett noterat bolag kan medföra anmälningsskyldighet, om det förvärvande bolagets sammanlagda innehav påverkas av affären.

En skriftlig anmälan skall inom sju dagar ske till såväl bolaget som den börs eller auktoriserad marknadsplats där bolagets aktier noteras. Som framgår av 4 § är bolaget ytterst ansvarigt för att uppgifterna i anmälan offentliggörs.

Skyldigheten att anmäla aktieinnehav inträder när röstandelarna av innehavet uppgår till minst 10 % av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Därefter skall anmälan ske varje gång när i paragrafen angivna gränsvärden uppnås eller överstigs. Enligt punkt 2 gäller motsvarande anmälningsskyldighet när dessa gränsvärden underskrids.

Gränsvärdena i punkterna 1 och 2 överensstämmer med minimikraven i EG:s flaggningsdirektiv. Som framgår av allmänmotiveringen (avsnitt 6) föreligger inte något hinder för en börs eller auktoriserad marknadsplats att uppställa strängare krav än de lagstadgade. Vid sidan av de lagstadgade reglerna kan således t.ex. Stockholms fondbörs även fortsättningsvis tillämpa NBK:s rekommendation angående flaggningskyldighet.

4 kap. 2 §

Första stycket

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

I paragrafen anges i vilka fall aktier som tillhör någon annan vid tillämpning av 1 § skall likställas med förvärvarens eller överlåtarens egna. Punkterna 1-4 utgör en anpassning till EG:s flaggningsdirektiv.

Enligt såväl insiderlagen som NBK:s flaggningsrekommendation skall sammanläggning ske med sådana aktier som ägs av den anmälningsskyldige resp. förvärvarens eller överlåtarens make, sambo eller omyndiga barn. Punkterna 5 och 6 utgör en samordning med dessa regler.

Sammanläggningsreglerna syftar till att upplysa marknaden om de faktiska ägarförhållandena i aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats. Utöver koncern- och släktskapsförhållandena kan en aktieägare genom ett avtal med en annan aktieägare om samverkan ha ett betydligt större inflytande än vad aktieboken utvisar. En aktieägare kan också genom ett avtal ha erhållit en ensidig rätt att köpa aktier i bolaget, t.ex. ett options- eller terminsavtal. Nu nämnda situationer är av betydelse för en bedömning av ägarförhållandena i bolaget.

Enligt aktiebolagslagen tillkommer rätten att delta i och rösta på bolagstämma varje legitimerad aktieägare. För att vara legitimerad måste aktieägaren vara införd i aktieboken. Det gäller således att både vara aktieägare och legitimerad som sådan ägare. De svenska börsbolagen är s.k. avstämningsbolag vilket bl.a. innebär att värdepapperscentralen för bolagens aktieböcker. I avstämningsbolag tillkommer rätten att delta i bolagstämma den som upptagits som aktieägare i värdepapperscentralens

utskrift av aktieboken som avser förhållandena tio dagar före stämman. Aktiebolagslagen utgår således från att endast den som är aktieägare skall ha rätt att delta i beslut på bolagstämman. Någon sanktion mot exempelvis bulvaner innehåller emellertid inte aktiebolagslagen (se Kedner-Roos, Aktiebolagslagen, del 1, 3:e upplagan s. 225). I förhållande till aktieboken kommer sammanläggningsreglerna att medföra en bättre genomlysning av de faktiska ägar- och maktförhållandena i de noterade bolagen.

Punkt 1 avser aktier i ett noterat bolag, vilka ägs av ett eller flera företag inom samma koncern som förvärvaren eller överlåtaren.

Punkt 2 omfattar fall där aktierna i bolaget innehas för annans räkning. Det kan således vara fråga om ett s.k. bulvanförhållande.

Punkt 3 avser fall då någon har träffat ett skriftligt avtal med förvärvaren eller överlåtaren om ett samordnat utövande av rösträtt för att inta en långsiktig gemensam hållning rörande bolagets förvaltning.

Punkt 4 motsvarar följande uppräkning i flaggningsdirektivet.

- Rösträtt som innehas av annan med stöd av ett skriftligt avtal som han träffat med den fysiska eller juridiska personen eller med ett företag som står under denna persons ägarkontroll, där avtalet medger tillfällig överflyttning av rösträtten mot ersättning.
- Rösträtt som följer med aktier som ägs av den fysiska eller juridiska personen och vilka denne deponerat som säkerhet, utom då rösträtten kan disponeras av den hos vilken säkerheten ställts och denne förklarar sig ha för avsikt att utöva den, i vilket fall rösträtten skall anses tillkomma den sistnämnde.
- Rösträtt som följer med aktier till vilka den fysiska eller juridiska personen har en livsvarig dispositionsrätt.
- Rösträtt som den fysiska eller juridiska personen eller någon annan av de personer som avses i det föregående har en självständig rätt att förvärva på grund av ett uttryckligt avtal. I sådant fall skall den föreskrivna underrättelsen lämnas den dag då avtalet ingås.
- Rösträtt som följer med aktier som deponerats hos den fysiska eller juridiska personen, där denne i avsaknad av särskilda instruktioner kan utöva rösträtten efter eget gottfinnande.

Punkt 5 och 6 överensstämmer vad gäller kretsen med 10 § 1 och 2 insiderlagen.

Flaggningskyldighet i samband med s.k. aktielån har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 6).

Andra stycket

Koncernbegreppet är detsamma som i aktiebolagslagen. Motsvarande koncernregel finns i bankaktiebolagslagen och försäkringsrörelselagen vilka tillämpas om det är fråga om bank eller försäkringsbolag.

4 kap. 3 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Paragrafen reglerar vilka uppgifter den anmälningsskyldige skall lämna till bolaget och till börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen. Som framgår av 1 § skall anmälan ske skriftligen. Uppgift om person- eller organisationsnummer kan endast lämnas om sådant har tilldelats den anmälningsskyldige. Om t.ex. personnummer inte kan lämnas, skall i stället annat identifieringsnummer anges, t.ex. den anmälningsskyldiges födelsedatum.

4 kap. 4 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Paragrafen anger av vem och när offentliggörande skall ske. Utgångspunkten är att börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen vanligtvis offentliggör, men skulle det inte ske åligger det bolaget att offentliggöra uppgiften. En samordning bör kunna ske med reglerna om anmälningsskyldighet enligt insiderlagen och börsens eller marknadsplatsens egna regler, så att offentliggörande av samma affär endast behöver ske en gång.

Bolaget är ansvarigt för att offentliggörandet sker. Ett bolag kan vara noterat på flera olika börser, t.ex. Stockholms fondbörs, Londonbörsen och Parisbörsen. Enligt flaggningsdirektivet är bolaget ansvarigt för offentliggörandet av uppgifterna om ägarförändring. När exempelvis ett bolag har säte i Frankrike skall anmälan ske till bolaget i Frankrike. För kontroll av att uppgiftskyldigheten iakttas av aktörerna på den svenska marknaden skall anmälan även ske till den börs eller auktoriserade marknadsplats i Sverige där bolaget har sina aktier noterade. För det fall det noterade bolaget har säte i Sverige, åligger det börsen eller marknadsplatsen att övervaka att bolaget offentliggör uppgifter såväl i Sverige som i övriga länder där bolaget finns officiellt noterat på en fondbörs. Detaljföreskrifter om offentliggörande skall lämnas av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen.

4 kap. 5 §

Första stycket

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Paragrafen innehåller undantag från flaggningsskyldigheten. Enligt artikel 11 i flaggningsdirektivet får en behörig myndighet i undantagsfall medge befrielse från skyldigheten att offentliggöra uppgifterna i en anmälan, om myndigheten finner att detta skulle stå i strid med allmänhetens intresse eller allvarligt skada de berörda bolagen. I det senare fallet får undantag medges endast om det inte kan antas vilseleda allmänheten beträffande sakuppgifter och förhållanden som är av väsentlig betydelse för värderingen av värdepapperen i fråga. Undantag från flaggningsskyldigheten får enligt artikel 9 föreskrivas även för förvärv eller avyttring som görs av yrkesmässigt verksam fondhandlare, förutsatt

att han handlar i denna sin egenskap och inte utnyttjar förvärvet för att ingripa i förvaltningen av det berörda bolaget. För att komma i fråga för undantaget i artikel 9 krävs att fondhandlaren står under tillsyn av behörig myndighet. I Sverige är undantaget tillämpligt på värdepappersinstitut.

Andra stycket

Med hänsyn till att bestämmelserna om flaggningsskyldighet syftar till att öka genomlysningen av aktiebolag med noterade aktier vad avser ägarförhållanden och att ett undantag från denna skyldighet utgör ett avsteg från denna princip, skall börsens eller marknadsplatsens beslut om undantag från anmälningsskyldigheten omedelbart tillställas bolaget och finansinspektionen. För det fall inspektionen inte delar bedömningen skall uppgifterna offentliggöras av börsen eller marknadsplatsen.

5 kap. 2 §

Lagtexten till paragrafen var inte medtagen i lagrådsremissen, vilket uppmärksammats av *lagrådet*. Paragrafen har samma innehåll som nuvarande 4 kap. 2 § med undantag av punkten 2 som utgått till följd av att bestämmelserna för handel med optioner och terminer (nuvarande 2 kap.) förts över till den nya lagen om börs- och clearingverksamhet.

5 kap. 3 §

(Motsvarande bestämmelse saknas i kommitténs förslag)

Punkt 1 har behandlats i motiveringen till 2 kap. 4 §.

Med stöd av *punkt 2* kan finansinspektionen ingripa mot den som inte anmäler en ägarförändring eller lämnar bristfälliga uppgifter.

Punkt 3 ger finansinspektionen rätt att förelägga ett bolag som inte följer bestämmelserna i 4 kap. 4 § om offentliggörande av uppgifter i en anmälan om förändring av aktieinnehav att göra rättelse. Har inspektionen med stöd av 4 kap. 5 § omprövat och ändrat ett beslut om att göra undantag från anmälningsskyldigheten kan inspektionen förelägga den börs eller marknadsplats som inte följer finansinspektionens beslut att vidta rättelse.

Ett föreläggande kan förenas med vite.

14.9 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse

1 kap. 3 a §

I paragrafen undantas företag som erhållit auktorisation som börs eller marknadsplats enligt lagen om börs- och clearingverksamhet från kravet på tillstånd för verksamhet som avses i 3 § 2. Sådana företag skall i stället omfattas av verksamhets- och tillsynsreglerna i lagen om börs- och clearingverksamhet. En konsekvens av bestämmelsen är att företag vars auktorisation upphör kan bli tillståndspliktiga enligt förevarande lag, om de fortsätter sin verksamhet. Sanktionsbestämmelserna i denna lag blir då tillämpliga.

1 kap. 7 a §

(Jfr 32 § tredje stycket i kommitténs förslag till lag om börs- och clearingverksamhet)

I paragrafen föreskrivs skyldighet för värdepappersinstitut som utanför en börs gör avslut i fondpapper vilka är inregistrerade vid en börs att inrapportera detta till den berörda börsen. Inrapporteringen skall ske omedelbart. Detta innebär att inrapportering skall göras så snart det är praktiskt möjligt. Görs avslut under tid då börsen är stängd bör rapport lämnas omedelbart efter börsens öppnande påföljande börsdag. Som framgår av andra meningen behöver någon rapportering inte ske om avslutet har gjorts vid någon annan börs, svensk eller utländsk.

Paragrafen har fått en ändrad lydelse jämfört med lagrådsremissen. Anledningen härtill är den allmänna anmärkning *lagrådet* framfört om vad som i ändringarna i gällande lagar avses med börs, dvs. om det uteslutande är svenska börser eller om även utländska börser åsyftas.

3 kap. 8 § och 4 kap. 5 §

Ändringarna föranleds av att lagen om börs- och clearingverksamhet ersätter lagen (1979:749) om Stockholm fondbörs.

15 Hemställan

Jag hemställer att regeringen föreslår riksdagen att

dels anta förslagen till

1. lag om börs- och clearingverksamhet,
2. lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev,
3. lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse,
4. lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385),
5. lag om ändring i lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.,
6. lag om ändring i sekretesslagen (1980:100),
7. lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713),
8. lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729),
9. lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande,
10. lag om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden,
11. lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618),
12. lag om ändring i konkurslagen (1987:672),
13. lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder,
14. lag om ändring i insiderlagen (1990:1342),
15. lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,
16. lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse,
17. lag om ändring i lagen (1992:000) om utländska filialer m.m.,

dels godkänna de riktlinjer för en ombildning av Stockholms fondbörs till aktiebolag som har redovisats i avsnitt 4,

dels bemyndiga regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, riksgäldskontoret att teckna aktier i det aktiebolag som avses överta Stockholms fondbörs rörelse (avsnitt 4.2),

dels medge att kostnaden för aktieteckningen får belasta det under sjunde huvudtiteln för budgetåret 1992/93 föreslagna förslagsanslaget D2 Riksgäldskontoret: Kostnader för upplåning och låneförvaltning (avsnitt 4.2).

16 Beslut

Regeringen ansluter sig till föredragandens överväganden och beslutar att genom proposition föreslå riksdagen att anta de förslag som föredraganden har lagt fram.

Sammanfattning av värdepappersmarknadskommitténs betänkande SOU 1989:72 (kap. 6, 7, 9, 11 och 13-15)

Regler för börs- och clearingverksamhet

I *kap. 6* beskriver vi våra närmare förslag när det gäller börs- och clearingverksamhet. Vi anser det vara av mycket stor vikt att handeln sker i organiserade, av samhället kontrollerade former och under stor öppenhet. Av vikt är då att regleringens tillämpningsområde preciseras på ett adekvat sätt genom att en tidsenlig beskrivning skapas av vad som är börsverksamhet. Den definition som återfinns i gällande svensk börslagstiftning tar inte hänsyn till de nya former för värdepappershandel som har vuxit fram under 1980-talet.

Vi föreslår följande nya definition. Med börsverksamhet förstås att köp- och säljanbud samt uppgifter om betalkurser beträffande fondpapper och andra finansiella instrument regelbundet genom automatisk databehandling eller vid auktion eller på annat sätt sammanförs för information om marknadsläget i syfte att åstadkomma handel.

Värdepappershandelns organisatoriska former har också stor betydelse i andra avseenden. I första hand den svenska handeln med aktier har under senare år utsatts för en stark konkurrens från marknadsplatser i vissa andra länder. Likviditeten på marknaden och möjligheterna till snabb och samlad information om marknadsläget är en viktig konkurrensfaktor. För att i så hög grad som möjligt fylla kraven på dessa områden bör man enligt vår mening förhindra att aktiehandeln splittras på olika delmarknader, oavsett om dessa är organiserade i börsform eller inte. Internationellt tycks också utvecklingen spontant gå i riktning mot ökad koncentration av marknadsplatserna på grund av stordriftsfördelarna i verksamheten.

En annan faktor av betydelse är framväxten av organiserad börshandel i derivatinstrument som optioner och terminer. Denna handel har inte samma stora omfattning och samhällsekonomiska betydelse som handeln med aktier och räntebärande värdepapper. Konkurrensen från utlandet synes inte heller vara lika stark. Enligt vår uppfattning finns därför inte samma behov av kraftsamling till en marknadsplats inom options- och terminshandeln.

Vår samlade bedömning är att tillräckliga skäl saknas för ett legalt monopol i handeln med optioner och terminer. Av bland annat lagtekniska orsaker är det olämpligt att i detta avseende särbehandla handeln i olika slag av värdepapper. Det legala börsmonopolet bör därför inte bibehållas. En förutsättning för att börsverksamhet skall tillåtas föreslås vara koncession för verksamheten. Koncession skall kunna meddelas, om regeringen finner att den tilltänkta börsverksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna.

Beträffande börshandel i aktier anser vi att konkurrensen gentemot utlandet förutsätter en koncentration av handeln till en marknadsplats här i landet. Det kan inte förutses att någon ytterligare marknadsplats för

aktier skulle kunna vara till nytta. Stockholms fondbörs kommer därmed även i fortsättningen att inta en dominerande position inom aktiehandeln. Först om fondbörsen skulle misslyckas att bedriva en fungerande handel, bör tillstånd meddelas en annan organisation att påbörja börshandel i aktier.

Av skäl som redovisas i kapitlet anser vi att det inte är lämpligt att tillstyrka de då och då i den allmänna debatten framförda önskemålen om regionala och lokala börser. Den mycket begränsade handel som förekommer på vissa platser i landet kan dock enligt vår mening inte karakteriseras som börsverksamhet och den bör därför kunna få fortsätta. I definitionen av börsverksamhet i vårt förslag till ny lag om börs- och clearingverksamhet ingår ett uttryckligt undantag från definitionen av börsverksamhet för verksamhet som endast är knuten till viss ort och drivs i mindre omfattning samt avser fondpapper utgivna av aktiebolag med anknytning till orten.

En följd av våra förslag är också att Stockholms fondbörs - till skillnad från vad som nu gäller - får rätt att starta clearingverksamhet i egen regi eller i samarbete med annan organisation och att fondbörsen får bedriva handel med optioner och terminer.

Förhållandena inom handeln med obligationer och andra räntebärande värdepapper är f.n. under stark förändring och därför svårbedömda. Trots monopol för Stockholms fondbörs har denna handel sedan flera decennier alltså i praktiken helt skett utanför börsen. Med hänsyn till detta är det inte självklart att sådan handel för all framtid skall vara förbehållen fondbörsen. Vi kan med andra ord se en möjlighet att även en annan huvudman skulle kunna få koncession för denna handel.

Vårt förslag till reviderad definition av börsverksamhet utesluter att spridning i efterhand av till exempel enbart avslutsnoteringar från börserna kan betraktas som börsverksamhet. För friheten att förmedla upplysningar är det av vikt att sådana media inte omfattas av koncessionsplikt eller andra restriktioner från samhällets sida.

Vi har ingående övervägt frågan om lämplig huvudmannaform för en börs. Inom derivathandeln i Sverige har det under senare år - vid sidan om lagstiftningen men med tillsynsmyndighetens provisoriska godkännande - etablerats privatägda marknadsplatser med eget vinstsyfte. Dessa företagsbildningar avviker från det i svenska och internationella börssammanhang normala förhållandet med en marknadsplats uppbyggd kring medlemmar och utan självständigt vinstintresse.

Principiellt anser vi att det är olämpligt att börsverksamhet drivs med vinstsyfte. Det kan bland annat inte uteslutas att otillbörliga hänsyn av olika slag tas i en sådan organisation. Dessa risker bör dock kunna minskas i tillräckligt hög grad genom regler på olika områden. Vi anser därför att fortsatt verksamhet hos privatägda företag i denna handel kan godtas under förutsättning att de av oss föreslagna reglerna införs.

Börs- eller clearingverksamhet - vid sidan om Stockholms fondbörs - skall enligt våra förslag bedrivas i aktiebolagsform eller som ekonomisk förening. För att främja ett spritt ägande bör ingen enskild ägare få inneha mer än 20 procent av aktiekapitalet eller det sammanlagda röste-

talet i företaget. Företaget bör vidare ha ett eget kapital av viss storlek. Det allmänna bör också få rätt att utse ett visst antal styrelseledamöter och att godkänna styrelsens ordförande. Verksamheten skall stå under tillsyn av bankinspektionen.

En av flera grundläggande förutsättningar för en effektiv börsverksamhet är att avgifterna hålls på en rimlig nivå. Vad gäller privatägda börser har vi funnit att bankinspektionen bör få rätt att i efterhand granska att avgifterna är skäliga. Avgiftssystemet vid Stockholms fondbörs bör reformeras så att avgifterna innehåller en fast del och en del som är beroende av marknadsutvecklingen. Förutom av börsmedlemmar och emittenter bör avgifter få tas ut av andra som begagnar sig av fondbörsens tjänster.

Den blockorderhandel som förekommer vid OM, där buden lämnas per telefon och endast OM:s personal är närvarande på marknadsplatsen, kan föranleda betänkligheter från principiella utgångspunkter. Å andra sidan tyder inget på att OM:s personal inte följer de regler som har ställts upp. Regelverket har accepterats av marknaden och ett särskilt kontrollsystem har införts. Skulle förhållandena i olika avseenden förändras, bör dock koncessionen för OM omprövas.

Inom handeln med optioner och terminer påtar sig en clearingfunktion ansvaret för att samtliga kontrakt uppfylls. Clearingen kontrollerar också bland annat att kraven på säkerheter från deltagarna i handeln är uppfyllda. En typisk optionsbörs - så också OM - omfattar alltså en marknadsplats och en clearing. Det kan dock även förekomma konstruktioner med en från marknadsplatsen fristående clearingorganisation.

I likhet med vad som gäller för börsverksamhet bör även clearingverksamhet få äga rum endast efter statlig auktorisation och under statlig kontroll och eljest under förutsättningar som närmare beskrivs i kapitlet och i vårt förslag till lagbestämmelser om börs- och clearingverksamhet. Bland annat föreslår vi att det allmänna skall utse ett visst antal styrelseledamöter och godkänna valet av styrelsens ordförande.

Beträffande styrelsen för Stockholms fondbörs förordar vi en minskning av antalet ledamöter från elva till nio och antalet suppleanter från elva till tre.

Vi föreslår att en helt ny lag införs om börs- och clearingverksamhet, delvis efter mönster av den nuvarande lagen om Stockholms fondbörs. Vårt förslag innehåller ett stort antal bestämmelser på olika områden som närmare utvecklas i kapitlet samt i lagförslag och specialmotivering.

Beträffande vissa av förslagen i detta kapitel är vi inte eniga. Tre av oss i kommittén (Kjell A Mattsson, Per Westerberg och Olle Wästberg) reserverar sig mot övervägandena beträffande börsmonopolet, föreskrifter om avgifternas höjd och statligt inflytande i styrelserna för börserna.

Reservanterna anser att majoritetens förslag i praktiken innebär att börsmonopolet för aktier bibehålls. Monopol är inte ett bra medel att åstadkomma god likviditet, god service, förmåga att utveckla nya produkter och låga kostnader. Reservanternas grundläggande uppfattning är att det är marknaden som skall styra behovet av marknadsplatser. Om det blir en överetablering av börser skulle detta snabbt leda till att de minst effektiva slogs ut. Vilka börser som bäst tillgodoser kundernas behov är rimligen kunderna bättre på att avgöra än regeringen.

Marknaden verkar i sig för en koncentration i värdepappershandeln. Det är endast när en börs inte fungerar bra som det kommer att vara möjligt att starta nya börser. Stockholms fondbörs behöver knappast det skydd som ett monopol ger. Behovsprincipen bör därför ersättas av ett skaderekvisit vilket också ligger väl i linje med t.ex. kraven för tillstånd för fondkommissionsrörelse resp. försäkringsrörelse.

Reservanterna delar inte heller majoritetens uppfattning om regionala och lokala börser. Tvärtom kan det vara ett väsentligt inslag i en regions ekonomiska utveckling att aktier i företag inom regionen kan handlas på en regional börs.

Reservanterna anser inte att särskilda föreskrifter behövs vad gäller avgifternas höjd. Nivån på transaktionskostnaderna kommer att bestämmas av konkurrenssituationen.

Reservanterna menar att ett dominerande statligt inflytande i styrelsen för Stockholms fondbörs kan ha klart negativa effekter och föreslår att regeringen inte längre skall utse styrelseledamöter. Bl.a. bör börsmedlemmarna få ett något utvidgat inflytande. För andra börser och för clearingorganisationer behövs inga särskilda bestämmelser om styrelsesammansättningen. Lagstiftning, tillsyn och konkurrens är den bästa garantin för en god verksamhet.

Aktiehandeln vid Stockholms fondbörs

Kap. 7 behandlar våra överväganden och förslag i lagen om börs- och clearingverksamhet, när det gäller inregistrering av fondpapper och aktiehandeln vid Stockholms fondbörs.

En omfattande handel sker i dag utanför Stockholms fondbörs med aktier i företag som enligt nuvarande bestämmelser inte kan börsregistreras. En mellanform utgörs av aktierna på OTC-marknaden och på den s k O-listan. Stor osäkerhet torde råda hos allmänheten i fråga om vad som gäller för olika slag av reguljärt handlade aktier. Även för åtskilliga aktier som idag inte är formellt börsregistrerade anser vi det vara angeläget att fondbörsen blir den centrala marknadsplatsen. I förhållande till nuvarande praxis föreslår vi därför att de formella kraven för börsregistrering sänks och att börsstyrelsen ges en friare prövningsrätt i de enskilda fallen.

För närvarande är den aktiehandel som på något sätt har anknytning till Stockholms fondbörs uppdelad i tre olika former, de officiella börslistorna (AI och AII), OTC och den s k O-listan. Ett fullständigt praktiskt genomförande av vårt principiella synsätt att alla dessa - och även vissa andra - aktier bör vara börsregistrerade försvåras dock av nuvarande skatteregler. Vid beskattning av realisationsvinst, förmögenhet, arv och gåva gäller för närvarande olika regler för aktier noterade på fondbörsen, OTC och O-listan. Bolagens val av notering på olika listor styrs därför i hög grad av skatteöverväganden.

Enligt vår uppfattning är det mindre ändamålsenligt att val av noteringsform styrs av skatteregler. Speciellt olämpligt är det om konsekvensen av inregistrering på en officiell lista blir såväl högre beskattning

för aktieägarna som striktare krav av olika slag på det aktuella bolaget. Därmed skapas starka negativa incitament för berörda parter till notering på börsen vilket går stick i stäv med vår allmänna strävan. En utgångspunkt för beskattningen bör vara att den skall vara neutral mellan olika noteringsformer. Härvid bör beaktas att skattesystemet inte får försvåra mindre och medelstora företags möjligheter att anskaffa riskkapital via aktiemarknaden.

Till dess att skattefrågorna har kunnat lösas bör övergångsbestämmelser gälla med innebörd att handeln med aktier på OTC- och O-listorna får fortgå på i princip samma sätt som sker nu men under börsstyrelsens ansvar. Handel med andra aktier bör inte få ske i fondbörsens lokaler eller i börsens SAX-system.

Vid börsstyrelsens beslut om inregistrering av nya bolags aktier bör presenteras ett underlag för emissionskursens fastställande och anges efter vilka principer fördelningen av aktier på marknaden skall ske. Detta underlag skall enligt vårt förslag godkännas av börsstyrelsen som också skall kontrollera att dessa principer överensstämmer med god sed på aktiemarknaden. Även prospekt i andra fall skall godkännas av börsstyrelsen.

Kraven på löpande information m från de börsnoterade bolagen regleras i fondbörsens inregistreringskontrakt som upprättas efter förhandlingar mellan börsen och berörda bolag. Bankinspektionen bör få möjlighet att påverka innehållet i kontraktet, så att det överensstämmer med till exempel EG-reglerna, genom att påkalla samråd med fondbörsen och bolagen om kontraktet. I undantagsfall där en förändring är särskilt angelägen bör inspektionen ges rätt att ensidigt fastställa innehållet i en ny informationsskyldighet.

Klandertalan mot beslut som har fattats av styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall enligt vårt förslag kunna föras vid Stockholms tingsrätt.

Regler för ej börsregistrerade företag med spritt ägande

Övervägandena i *kap. 9* utgår från att det även efter genomförandet av våra förslag enligt kap. 7 kommer att förekomma allmän handel med aktier och konvertibler i ett relativt stort antal företag som inte är börsregistrerade. Enligt vad vi har konstaterat torde antalet sådana företag f.n. uppgå till ett hundratal. Informationen om även dessa företag måste vara utförlig och vederhäftig. Vi föreslår därför vissa utvidgade regler för företag vilkas aktier o dyl är spridda på minst 200 ägare men vilka inte är börsregistrerade. Det är dock inte någon förutsättning att en regelbunden handel i dessa aktier faktiskt förekommer.

De nämnda aktiebolagen bör åläggas att vid erbjudanden till allmänheten ge ut särskilda emissionsprospekt med i kapitlet närmare angivet innehåll. Prospekten bör förhandsgranskas av bankinspektionen. Detta förslag ansluter till den inom EG föreslagna ordningen.

Bolag med spritt ägande bör vidare avge delårsrapport, även om detta inte skulle erfordras enligt nuvarande bestämmelser i aktiebolagslagen.

Den s k Leolagen som reglerar vissa typer av riktade emissioner och de av oss i kap. 12 föreslagna reglerna om insynshandel ("insiderhandel") bör också omfatta dessa bolag.

Vissa av de krav som uppställs i den förbindelse som har undertecknats av företagen på den s.k. O-listan bör enligt vår mening lagfästas för den aktuella kategorin av företag, eftersom det där inte finns någon ram för självreglering. Vi syftar på kraven på bokslutskommuniké, särskild information om viktiga beslut och händelser och offentliggörande av anmärkningar i revisionsberättelse.

Bankinspektionen bör utfärda riktlinjer för tillämpningen av bestämmelserna och utöva tillsyn över bolagen så att reglerna efterlevs. Inspektionen bör få möjlighet att förelägga bolagen vid vite att följa föreskrifterna. I egenskap av tillsynsmyndighet bör bankinspektionen också få rätt att införa stopp i handeln med ett bolags aktier, om till exempel missförhållanden har kunnat konstateras avseende informationen i ett prospekt eller en årsredovisning.

Bestämmelserna föreslås lagtekniskt i form av dels ändringar i aktiebolagslagen m fl gällande lagar, dels en ny lag om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda.

Sanktioner och sanktionsbeslut

Kap. 11 avhandlar sanktioner vid överträdelser av reglerna på värdepappersmarknaden. Efter en genomgång av för- och nackdelar med olika sanktionsformer föreslår vi införandet av en ny möjlighet, tillfällig avstängning av medlem från börs eller clearingorganisation. En sådan sanktion kan i vissa fall vara smidigare än återkallelse av medlemskap.

Önskemålen om en enhetlig och effektiv tillämpning av marknadsplatsernas sanktionsmöjligheter har föranlett oss att föreslå att fondbörsstyrelsens sanktionsbeslut överförs till ett nytt organ, kallat disciplinnämnd, som bör fatta motsvarande beslut även med avseende på andra marknadsplatser. Därmed kan börsstyrelsernas arbete renodlas till organisation och övervakning av handeln samt regelutveckling. Disciplinnämndens fem ledamöter bör utses av regeringen. Sanktionsärenden förs av marknadsplatserna till nämnden.

Vi har vidare diskuterat huruvida aktieägarnas möjligheter att föra skadeståndstalan mot ett aktiebolags funktionärer behöver förbättras. En hindrande faktor torde vara aktieägarens kostnader för målet och risken att han får svara även för motpartens rättegångskostnader. Från principiella synpunkter är det tveksamt att särbehandla aktieägare i rättegångskostnadshänseende. I stället föreslår vi att medel skall ställas till förfogande när den enskilde saknar egen förmåga att bekosta processen, övriga möjligheter saknas och frågan är av allmänt intresse. I vårt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet finns därför en bestämmelse att regeringen kan meddela föreskrifter om att börser och clearingorganisationer skall avsätta medel för att kunna lämna bidrag till rättegångskostnader i mål om ersättning för skador som enskild person har lidit på värdepappersmarknaden. Vi utgår från att, om en sådan föreskrift införs,

marknaden kommer att inrätta en särskild styrelse för beslut om fördelning om sådana medel utan att ytterligare lagstiftning måste ske.

Börsetikens former och innehåll

Kap. 13 innehåller en genomgång och våra överväganden när det gäller börsetikens former och innehåll. Uttrycket börsetik som används i den allmänna debatten är oprecist och saknar vedertagen och exakt definition. Vi har valt att ge begreppet en relativt vid innebörd, nämligen det skrivna och oskrivna normsystem som - vid sidan om lagstiftningen - påverkar eller bör påverka beteendet hos de olika parterna på värdepappersmarknaden, dvs. investerare, emittenter av värdepapper, mäklare och andra förmedlare av värdepapper, rådgivare m.fl.

Efter en genomgång av den börsetiska debatten i Sverige under 1980-talet presenteras en allmän översikt över förhållandena i några länder av särskilt intresse samt inom EG. Vi redogör vidare för den etikskapande verksamheten inom bankinspektionen, Stockholms fondbörs och olika privata svenska organisationer som representerar parter på marknaden.

Vi lämnar vissa allmänna riktlinjer för det framtida arbetet i dessa frågor. Sammanfattningsvis ser vi självreglering av privata organisationer som en viktig och nödvändig komponent i utvecklingen av ett effektivt och förtroendeskapande regelverk på värdepappersmarknaden. Självreglering och lagstiftning fyller olika behov och skall därför utvecklas hand i hand och inte ses som antingen - eller.

När det gäller bankinspektionen fäster vi stort avseende vid dess roll som övervakande organ också när det gäller etiken på marknaden. Enligt vår mening är det viktigt att bankinspektionen aktivt medverkar till att en självreglering kommer till stånd när det behövs. Om så inte sker, bör inspektionen påverka utvecklingen genom att ge ut rekommendationer i form av allmänt råd i sin författningssamling eller vid behov hos regeringen hemställa om lagstiftning. I syfte att följa och värdera den självreglerande verksamheten på marknaden kan det vara värdefullt för bankinspektionen att till sig knyta särskild kompetens, till exempel i form av ett kontaktorgan med företrädare för olika parter på marknaden för att diskutera olika aktuella börsetiska frågor.

Den arbetsfördelning som har utvecklats mellan bankinspektionen och börsstyrelsen är enligt vår mening ändamålsenlig och bör bibehållas. Börsstyrelsens övervakande och etikskapande verksamhet bör alltså i huvudsak inriktas på förhållandena i de emitterande börsbolagen medan bankinspektionen bör koncentrera sig på fondkommissionärerna samt i framtiden - som en följd av våra förslag på olika områden - övriga mellanhänder samt icke börsnoterade bolag vilkas aktier har fått en allmän spridning. Bankinspektionen har dessutom tillsyn över börserna och kan på så sätt ytterst påverka även deras etikskapande verksamhet.

Vad gäller börsetikens sakliga innehåll begränsas framställningen i kapitlet till några huvudfrågor. I direktiven åläggs det oss att förutsättningslöst överväga huruvida regler bör införas i Sverige om s k er-

bjudandeplikt. Med detta avses att den som förvärvar mer än en viss andel av aktierna (röstetalet) i ett marknadsnoterat bolag skall vara skyldig att erbjuda samtliga aktieägare i detta bolag att till honom försälja sina aktier till samma pris. Vid en samlad bedömning har vi funnit att övervägande skäl talar emot införandet av en lagstadgad erbjudandeplikt i Sverige. Utvecklingen inom EG bör dock följas uppmärksamt, eftersom mycket talar för att ett direktiv med detta innehåll kommer att antas.

När det gäller insynen i ägarförhållandena bland börsnoterade bolag m fl behandlar vi bl.a. vissa frågor om de aktieböcker som förs av Värdepapperscentralen VPC AB.

Det kan enligt vår mening vara befogat att höja offentlighetsgränsen för rutinmässiga utskrifter av aktieboken till en promille av aktiekapitalet eller röstetalet. Samtidigt öppnas genom det nya VP-systemet möjligheter att framställa sådana sammanställningar oftare än vad som för närvarande gäller. Vi föreslår att sådana utskrifter över de största aktieägarna tas fram varje månad.

Den av oss föreslagna promillegränsen bör dock inte omöjliggöra insyn även i mindre innehav. Vi har stannat för att föreslå att allmänheten bör tillhandahållas uppgifter var sjätte månad om innehav med ett marknadsvärde om mer än fyra basbelopp, dvs drygt 100.000 kr. Den nu gällande gränsen om 500 aktier framstår som mindre ändamålsenlig.

Vissa mindre - i förhållande till våra övriga uppgifter - sakfrågor överlämnas till den översyn av aktiebolagslagen som planeras inom justitiedepartementet. Det gäller bland annat huruvida fristående optionsrätter skall kunna emitteras.

Gränsöverskridande värdepappershandel

I *kap. 14* ges en samlad behandling av problemställningar samt våra överväganden och förslag när det gäller olika frågor som aktualiseras av den framväxande gränsöverskridande värdepappershandeln.

Vi konstaterar att finansiella tjänster av olika slag numera i stigande omfattning presteras mellan olika länder. Detta kan ske med eller utan egen etablering i mottagarlandet. För svensk del tillkommer de allmänna önskemålen att i större utsträckning än tidigare medge utländska aktörer av olika slag tillträde till den svenska värdepappersmarknaden.

Utvecklingen öppnar nya perspektiv för nationell reglering och tillsyn. Därvid måste en ledstjärna vara samma grundläggande krav på sunda förhållanden på marknaden som för inhemska aktörer. Vår strävan har vidare varit att så långt som möjligt infoga reglering av och tillsyn över de gränsöverskridande verksamheterna i befintliga nationella arrangemang.

På olika håll förekommer eller planeras organiserad överföring på elektronisk väg av information om kursnoteringar mellan fondbörser, senast mellan Oslo börs och Stockholms fondbörs. Det måste enligt vår mening anses ingå i börsstyrelsens ansvar för den löpande börsverksamheten att välja lämpliga former för distribution av kursinformation såväl inom som utom landet.

En principiellt viktig frågeställning gäller utländska datoriserade handelssystem som vänder sig direkt till fondkommissionärer och andra mellanhänder i Sverige utan samarbete med svensk marknadsplats. Det bör införas en möjlighet för bankinspektionen att förbjuda svenska fondkommissionärer och andra mellanhänder att ansluta sig till ett utländskt system som anses ha en olämplig utformning. En sådan möjlighet finns i vårt förslag till fondkommissionslag. Fondkommissionärers och marknadsgaranters rätt från svenska utgångspunkter att ansluta sig till utländska börser eller clearingorganisationer regleras i vårt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet.

Genom införandet av elektroniska handelssystem möjliggörs deltagande i börshandeln via terminaler från etableringar i andra länder. Önskemål kan i framtiden komma om sådant börsmedlemskap även vid Stockholms fondbörs, dvs anslutning till SAX-systemet. För den svenska värdepappersmarknaden finns det anledning att se positivt på arrangemang som ökar möjligheterna att samla handel till svenska marknadsplatser. En förutsättning är givetvis att kravet på en sund handel kan upprätthållas. Behandlingen av ansökningar från utländska företag bör ske i två steg. Företagets allmänna lämplighet är en fråga som det tillkommer bankinspektionen att bedöma. Därefter är det börsstyrelsens sak att avgöra om företaget är lämpligt som börsmedlem. Därvid bör gälla att medlemskap får beviljas om företaget i fråga i sitt hemland äger rätt att ansluta sig till en börs eller en clearingorganisation. Om det utländska företaget bryter mot svensk lag eller föreskrift eller på annat sätt visar sig olämpligt som börsmedlem, skall disciplinnämnden - efter ansökan av börsstyrelsen - givetvis kunna besluta att medlemskapet skall upphöra, på exakt samma sätt som för svenska börsmedlemmar. En bestämmelse med denna innebörd har intagits i vårt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet.

Man har anledning att anta att motsvarande tillvägagångssätt kan bli tillämpligt för svensk fondkommissionärs medlemskap vid utländsk börs utan etablering i detta land. En sådan ansökan kommer med andra ord att prövas av börsstyrelse och eventuellt tillsynsmyndighet i det aktuella värdlandet. Vi kan inte se behov av någon prövning från den svenska bankinspektionens sida. Svenska värdepapper kan komma att utgöra underlag för derivathandel i utlandet. Lagstiftning och myndigheter i Sverige kan sannolikt inte förhindra eller påverka sådan handel. Inte heller berörda emittenter i Sverige torde ha formella möjligheter att påverka upptagande av sådan handel. Däremot kan man förvänta sig att tillsynsmyndigheten i det land där handeln skall ske kan ha synpunkter på vilka svenska värden som lämpar sig för handel och hur handeln organiseras.

Utländska värdepapper kan komma att utgöra underlag för organiserad derivathandel i Sverige. Därvid kan bankinspektionen i sin tillsyn över derivatbörsen vaka över att de handlade optionerna och terminskontrakten är lämpligt utformade.

Planer har tidigare funnits på ett långtgående samarbete mellan en svensk och en utländsk optionsbörs (den svenska marknadsplatsen SOFE och optionsbörsen European Options Exchange - EOE - i Amsterdam)

innefattande ett betydande utländskt minoritetsägande i det svenska företaget. Det finns därför skäl att något beröra huruvida och på vilka villkor utländskt ägande kan tillåtas i svenska aktiebolag som har erhållit koncession för börsverksamhet. Liksom beträffande svenska fondkommissionsbolag (kap. 10) har vår slutsats blivit att frågor om utländskt ägande i svenska aktiebolag som har erhållit koncession för börsverksamhet bör falla under den allmänna förvärvskontroll som stadgas i företagsförvärvslagen och tillstånd lämnas om förvärvet inte strider mot något väsentligt allmänt intresse och om ägarkonstellationen framstår som lämplig.

I kap. 10 konstaterar vi att det inte finns anledning att se principiellt annorlunda på utländska än på svenska företags etableringar på den svenska marknaden. Beträffande det omvända förhållandet, nämligen svenska bankers och fondkommissionsbolags etableringar utomlands, anser vi att kravet på tillstånd från svensk sida åtminstone tills vidare bör bibehållas. Skälet är att tillsyn på grundval av hemlandsauktorisation först då kan bli effektiv. En uttrycklig bestämmelse med denna innebörd har intagits i vårt förslag till fondkommissionslag. Principen om hemlandskontroll utesluter dock inte att den svenska bankinspektionen bör ha ett visst överinseende över utländska företags verksamhet i Sverige resp. tillsynsmyndigheten i ett främmande land över ett svenskt dotterbolag i detta land. Skulle en svensk firmas fondkommissionstillstånd i Sverige återkallas, måste även verksamheten i det främmande landet upphöra.

En delvis annan frågeställning gäller mäklartjänster etc som utbjuds utan egen etablering i det land där kunden eller marknadsplatsen finns, dvs tjänster som tillhandahålls genom telefon- och/eller dataförbindelser. Enligt vår bedömning bör principen om hemlandsauktorisation och hemlandskontroll kunna tillämpas även i dessa fall. Eftersom frågan om tillstånd av svenska myndigheter inte är aktuell, bör en anmälningsplikt införas. Bankinspektionen bör därvid ta ställning till om hemlandet för den som yrkesmässigt erbjuder mäklartjänster etc på den svenska marknaden har godtagbara regler för auktorisation och tillsyn och om hemlandsauktorisationen därmed kan godtas i Sverige. Om godtagbar hemlandsauktorisation saknas, bör yrkesmässig mäklarverksamhet riktad till den svenska marknaden vara förbjuden, oavsett var etableringen finns. I så fall bör svenska auktoriserade handlare inte heller få medverka. Förbudet kan kompletteras genom att tillsynsmyndigheten för ett offentligt register över utländska förmedlarföretag som anses bryta mot förbudet och vägrar följa inspektionens föreläggande att upphöra med verksamheten.

Genom avvecklingen av valutaregleringen kommer med all säkerhet omfattningen av utländska emissioner i Sverige att öka. I allmänhet torde sådana erbjudanden även i framtiden komma att ske genom fondkommissionär med sikte på börsnotering. Man kan dock inte utesluta att även andra utländska företag kan vara intresserade av att placera aktier på den svenska marknaden. Utbjudande av aktier i utländska företag till en vidare krets i Sverige bör enligt vår uppfattning i princip medföra samma krav på prospekt och löpande information därefter som för motsvarande svenska företag. De bestämmelser som vi har föreslagit i kap. 9 bör

därför tillämpas även på utländska företag. Den svenska tillsynsmyndigheten bör informera den svenska marknaden om vilka utländska företag som avviker från svenska informationsregler.

I flertalet av de nämnda situationerna kan man förutse behov av utökade kontakter och informationsutbyte mellan den svenska tillsynsmyndigheten och dess motsvarigheter i andra länder.

Utvecklingen på värdepappersmarknaderna sker för närvarande mycket snabbt. Inom reglerings- och tillsynsområdena pågår ett omfattande arbete i många olika sammanhang, såväl nationellt som internationellt. Enligt vår mening krävs därför aktiva och kontinuerliga ansträngningar från alla berörda svenska organs sida att följa och påverka utvecklingen.

Bankinspektionens uppgifter och resurser

I *kap. 15* behandlas bankinspektionens uppgifter och resurser. En summering görs av inspektionens nuvarande och - enligt våra förslag - tillkommande tillsynsuppgifter. Vi konstaterar att dessa kommer att utvidgas avsevärt samtidigt som karaktären av tillsynen kommer att ändras på områden som redan nu omfattas av inspektionens verksamhet Bankinspektionen bör därför tillföras kraftigt utökade resurser. En översyn av inspektionens organisation kan också bli nödvändig.

1 Förslag till

Lag (1990:000) om börs- och clearingverksamhet

Härigenom föreskrivs som följer.

Inledande bestämmelse

1 § Denna lag innehåller bestämmelser om börs- och clearingverksamhet som avser fondpapper och andra finansiella instrument.

Definitioner

2 § I denna lag förstås med

1. börsverksamhet: att köp- och säljanbud samt uppgifter om betalkurs beträffande fondpapper och andra finansiella instrument regelbundet genom automatisk databehandling eller vid auktion eller på annat liknande sätt sammanförs och att på grundval härav information ges om marknadsläget i syfte att åstadkomma handel, allt under förutsättning att verksamheten inte endast är knuten till viss ort och drivs i mindre omfattning samt avser fondpapper utgivna av aktiebolag med anknytning till orten,
2. börs: den som driver börsverksamhet enligt 1,
3. clearingverksamhet: att i options- eller terminsavtal eller annat liknande avtalsförhållande inträda som säljare gentemot köparen och som köpare gentemot säljaren eller på annat liknande sätt garantera fullgörandet av avtalet,
4. clearingorganisation: den som bedriver clearingverksamhet enligt 3,
5. börsmedlem: den som är medlem av Stockholms fondbörs eller ansluten till annan börs,
6. clearingmedlem: den som är ansluten till en clearingorganisation,
7. fondpapper: aktie eller annan delägarrätt i en juridisk person, obligation eller annan fordringsrätt som utgivits av en juridisk person eller av staten för allmän omsättning samt andel i aktiefond,
8. finansiellt instrument: fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,
9. option: ett avtal, som för den ena parten (innehavaren) mot vederlag (premie) medför en rätt att, till en i avtalet bestämd kurs eller ränta, köpa (köpoption) eller sälja (säljoption) fondpapper eller andra finansiella instrument eller valutor eller råvaror eller andra tillgångar eller en rätt att i framtiden få betalning, som räknas ut på grundval av ändringar i ett index som beskriver prisutvecklingen för de tillgångar indexet baseras på eller annat liknande värde och som för den andre parten (utfärdaren) medför en skyldighet att på anfordran fullgöra vad han åtagit sig enligt avtalet,
10. termin: ett avtal om köp av fondpapper eller andra finansiella instrument eller valutor eller råvaror eller andra tillgångar vid en vid avtalstillfället bestämd framtida tidpunkt och till en vid samma tillfälle bestämd kurs eller ränta eller ett motsvarande avtal som ömsesidigt berättigar till betalning som räknas ut på grundval av ändringar i ett index

som beskriver prisutvecklingen för de tillgångar indexet baseras på eller annat liknande värde.

Tillstånd

3 § Börs- och clearingverksamhet får endast drivas av Stockholms fondbörs eller av annan som erhållit tillstånd därtill av regeringen.

Tillstånd enligt första stycket får meddelas svenskt aktiebolag och svensk ekonomisk förening.

För en börs eller en clearingorganisation som erhållit tillstånd enligt första stycket gäller vad som är föreskrivet om aktiebolag eller ekonomiska föreningar i allmänhet, om inte annat följer av denna lag.

4 § Tillstånd för ett aktiebolag eller en ekonomisk förening att driva börs- eller clearingverksamhet får meddelas endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna ej strider mot denna lag eller annan författning,
2. företaget ej är olämpligt att driva sådan verksamhet,
3. verksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna samt
4. företaget uppfyller de villkor som i övrigt anges i denna lag.

För tillstånd krävs utöver vad som sägs i första stycket att det på goda grunder kan antas att bolaget eller föreningen i sin verksamhet kommer att upprätthålla grundläggande förutsättningar för börs- och clearingverksamhet, nämligen

neutralitet i det att börs- eller clearingmedlemmar behandlas lika såväl i handeln som i andra hänseenden,

fritt tillträde i det att var och en som uppfyller uppställda krav får bli börsmedlem eller clearingmedlem,

god genomlysning i det att börs- eller clearingmedlemmar ges en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten bereds tillfälle att ta del av information om marknadsläget samt

låga avgifter i det att kostnaderna hålls nere och avgiften inte ger mer än en skälig avkastning på eget kapital.

5 § Ansökan om tillstånd får göras innan bolaget eller föreningen har registrerats. Har sådan ansökan gjorts av ett aktiebolag inom sex månader från stiftelseurkundens undertecknande, räknas den i 2 kap 9 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) föreskrivna tiden från tillståndsbeslutet. Har sådan ansökan i stället gjorts av en ekonomisk förening inom sex månader från det att beslut om att bilda föreningen fattats, räknas den i 2 kap 3 § första stycket lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar föreskrivna tiden från tillståndsbeslutet.

6 § Tillstånd enligt 3 § för ett aktiebolag får ges endast om aktiekapitalet uppgår till minst tio miljoner kronor om fråga är om börsverksamhet och till minst tjugofem miljoner kronor om fråga är om clearingverksamhet.

Tillstånd enligt 3 § för en ekonomisk förening får ges endast om summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser uppgår till minst

tio miljoner kronor om fråga är om börsverksamhet och till minst tjugofem miljoner kronor om fråga är om clearingverksamhet.

Drivs börs- och clearingverksamhet inom samma bolag eller förening skall aktiekapitalet eller gjorda insatser uppgå till minst trettiofem miljoner kronor.

7 § I en börs eller en clearingorganisation som drivs som aktiebolag får en aktieägare inneha aktier motsvarande högst tjugo procent av aktiekapitalet eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Dessutom skall fördelningen av ägandet även i övrigt framstå som lämplig.

I en börs eller en clearingorganisation som drivs som ekonomisk förening får en medlen inneha högst så många andelar som svarar mot tjugo procent av det totala andelstalet eller röstetalet för samtliga andelar i föreningen. Dessutom skall fördelningen av ägandet även i övrigt framstå som lämplig.

Om särskilda skäl föreligger får regeringen eller, sedan tillstånd givits, efter regeringens bemyndigande bankinspektionen medge att en aktieägare innehar en större andel eller ett större röstetal än som sägs i första stycket eller att en medlem innehar fler andelar eller fler röster än som sägs i andra stycket.

8 § Regeringen godkänner börsens och clearingorganisationens bolagsordning eller stadgar i samband med att tillstånd meddelas enligt 3 §.

Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen skall godkänna beslut om ändring i bolagsordningen eller stadgarna. Ändringen får ej registreras innan godkännande lämnats.

9 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall ha minst fem ledamöter. Styrelsen skall förvalta företagets angelägenheter i enlighet med vad som föreskrivs i denna lag.

Styrelsen väljs av bolags- eller föreningsstämman eller på annat sätt som sägs i aktiebolagslagen (1975:1385) eller lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar. Regeringen får dock utse högst två ledamöter i styrelsen (offentliga styrelseledamöter) med uppgift att särskilt verka för att samhällets intressen beaktas i verksamheten.

10 § Inom styrelsen skall en av ledamöterna vara ordförande. Val av styrelsens ordförande förrättas på sätt som sägs i 8 kap 8 § aktiebolagslagen (1975:1385) eller 6 kap 8 § lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar. Den som är anställd av börsen eller clearingorganisationen får inte vara ordförande.

Valet av ordförande skall utan dröjsmål underställas regeringen för godkännande. Regeringen skall godkänna valet, om den valde kan förväntas verka för att såväl börsens eller clearingorganisationens som samhällets intressen beaktas i verksamheten. Om valet inte godkänns, skall regeringen i stället utse en annan ledamot av styrelsen till ordförande.

Regeringens godkännande enligt andra stycket gäller tills vidare. Vid omval av en ordförande som har godkänts av regeringen krävs inte ny

underställning. Regeringen får återkalla sitt godkännande, om ordföranden inte längre uppfyller de villkor för godkännande som anges i andra stycket. Om regeringen utsett ordföranden får uppdraget återkallas när som helst.

Om ett godkännande har återkallats skall nyval förrättas enligt första stycket. Detsamma gäller om ett uppdrag upphört av annan orsak.

Intill dess att valet av ordförande har prövats av regeringen, skall den enligt första stycket utsedde ledamoten vara ordförande.

11 § Aktiebolag och ekonomisk förening som erhållit tillstånd att driva verksamhet enligt denna lag skall i sin firma använda ordet börs eller clearing eller avledning därav eller utländsk form av ordet börs. Med undantag av Stockholms fondbörs får annan inte i sin firma eller i övrigt vid beteckning av verksamhet på värdepappersmarknaden använda något av angivna uttryck.

Stockholms fondbörs organisation och förvaltning

12 § För Stockholms fondbörs skall finnas en styrelse, som leder verksamheten och förvaltar fondbörsens angelägenheter. Den dagliga ledningen och förvaltningen av fondbörsen handhas av en börschef.

13 § Börsstyrelsen skall bestå av nio ledamöter. Börschefen skall vara ledamot av styrelsen. Fyra ledamöter, däribland ordföranden och vice ordföranden, utses av regeringen, en ledamot av Svenska handelskammareförbundet och Sveriges industriförbund gemensamt, två ledamöter av medlemmarna av fondbörsen samt en ledamot av en organisation som tillvaratar de enskilda aktiespararnas intressen. Regeringen utser den eller de organisationer som skall välja sistnämnd ledamot. Finnes ej sådan organisation vid den tidpunkt då val skall ske utses ledamoten av regeringen.

För ledamöterna skall finnas tre suppleanter. Som suppleant för börschefen fungerar hans ställföreträdare. I övrigt utses en suppleant av regeringen och en suppleant av de tre övriga intressegrupper som anges i första stycket. Har ledamot utsetts på sätt som sägs i första stycket sista meningen deltar ledamoten vid valet av suppleant i stället för organisation som tillvaratar aktiespararnas intressen. Som suppleant för ledamot utsedd av regeringen inträder den som regeringen utsett och som suppleant för ledamot utsedd av övriga intressegrupper inträder den som dessa gemensamt utsett.

Sker ej val enligt första eller andra stycket utser regeringen ledamot eller suppleant som skulle ha utsetts genom sådant val.

Börsstyrelsens ledamöter och suppleanter för dem utses för tre kalenderår. Avgår någon i förtid, utses efterträdare för återstående tid. Vad nu sagts gäller ej börschefen och hans ställföreträdare.

Regeringen bestämmer arvoden för ledamöter och suppleanter.

14 § Börsstyrelsen tillsätter och entledigar börschefen samt utser och entledigar ställföreträdare för honom.

Beslut om tillsättande och entledigande av börschef samt ställföreträdare för honom skall ha biträtts av minst sex ledamöter.

15 § Börsstyrelsen kan uppdra åt ordföranden och börschefen att gemensamt, var för sig eller i förening med en eller flera av styrelsens ledamöter avgöra ärende eller grupp av ärenden, som ej är av sådan vikt att prövningen bör ankomma på styrelsen, samt fatta beslut i fråga som ej tål uppskov.

16 § Börsstyrelsen är beslutför med ordförande och minst fyra andra ledamöter.

Beslut fattas med enkel röstövervikt, om ej annat följer av 14 eller 35 §. Vid lika röstetal gäller den mening som ordföranden biträder.

17 § Bestämmelserna om jäv i 11 och 12 §§ förvaltningslagen (1986:223) skall tillämpas i fråga om ledamöterna av börsstyrelsen.

18 § För granskning av fondbörsens räkenskaper samt börsstyrelsens och börschefens förvaltning skall finnas två revisorer. Bankinspektionen utser den ene revisorn, som skall vara auktoriserad, och medlemmarna av fondbörsen den andre. Revisorernas uppdrag gäller ett kalenderår.

För varje revisor skall utses en suppleant. Vad som sägs i första stycket om revisor skall gälla även suppleant för honom.

Börs- och clearingmedlem samt börs- och clearingombud

19 § Till börsmedlem eller clearingmedlem får om inte annat följer av andra stycket antas endast den som enligt fondkommissionslagen (1990:000) har tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse och i övrigt är lämplig som börs- eller clearingmedlem.

Efter regeringens eller enligt regeringens bemyndigande bankinspektionens godkännande får till börs- eller clearingmedlem antas utländskt företag som enligt lagen i det land där styrelsen har sitt säte äger rätt att i det landet ansluta sig till en börs eller en clearingorganisation och som i övrigt är lämpligt som börs- eller clearingmedlem.

Ansökan om medlemskap prövas av styrelsen för börsen eller clearingorganisationen.

20 § Ett aktiebolag eller ett bankinstitut som enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) erhållit tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse får ansluta sig till en utländsk officiell börs eller en utländsk officiell clearingorganisation efter godkännande av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, av bankinspektionen.

21 § Återkallas börs- eller clearingmedlems tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse, upphör medlemskapet.

Återkallas börs- eller clearingmedlems rätt till anslutning som avses i 19 § andra stycket upphör medlemskapet.

22 § Som ombud för börsmedlem (börsombud) eller clearingmedlem (clearingombud) får godkännas endast den som är fast anställd hos medlemmen eller hos ett värdepappersförmedlarbolag och i övrigt är lämplig för uppdraget.

Börsens eller clearingorganisationens styrelse bestämmer antalet börsombud eller clearingombud för varje medlem.

Ansökan om godkännande skall göras av börs- eller clearingmedlemmen och prövas av styrelsen för börsen eller clearingorganisationen.

23 § Upphör en börs- eller clearingmedlems medlemskap förfaller samtidigt godkännande för medlemmens ombud. Upphör ett ombuds anställning hos den medlem som har ansökt om hans godkännande, förfaller detta godkännande. Är ombudet anställd hos ett värdepappersförmedlarbolag och upphör anställningen där eller återkallar börs- eller clearingmedlemmen hans fullmakt att företräda medlemmen som börs- eller clearingombud förfaller hans godkännande som ombud.

En börs- eller clearingmedlem skall omedelbart anmäla till börsen eller clearingorganisationen när ett börs- eller clearingombuds anställning har upphört eller när ett förut anmält förhållande annars har ändrats. Samma anmälningsskyldighet gäller för ett värdepappersförmedlarbolag som har någon anställd som uppträder som börs- eller clearingombud.

24 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation får ej meddela beslut utan att sökanden eller annan som berörs av beslutet har beretts tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom annan än honom själv, om beslutet avser

1. avslag på ansökan om medlemskap,
2. upphörande av medlemskap utan ansökan,
3. tillfällig avstängning av medlem,
4. avslag på ansökan om godkännande som ombud,
5. återkallelse av godkännande som ombud,
6. tillfällig avstängning av ombud.

Styrelsen får dock meddela beslut utan att åtgärd enligt första stycket har vidtagits, om åtgärden är uppenbart obehövlig eller om beslutet ej kan uppskjutas.

25 § Börs- eller clearingmedlem eller börs- eller clearingombud skall lämna styrelsen för börsen eller clearingorganisationen de upplysningar som styrelsen anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag eller annan författning.

26 § Handel och information om marknadsläget vid en börs får ej avse andra fondpapper än sådana som är inregistrerade vid börsen.

Handel och information om marknadsläget vid en börs som avser andra finansiella instrument än fondpapper får förekomma först efter beslut av styrelsen för börsen.

27 § Beslut om inregistrering av fondpapper meddelas av styrelsen för börsen efter skriftlig ansökan av utgivaren, om inte annat följer av 39 §. Beslutet skall meddelas snarast och senast sex månader efter det att ansökningen inkom till börsen eller, om ansökningen kompletteras, senast sex månader efter det att kompletteringen inkom till börsen. Meddelas inte beslut inom angiven tid skall det anses som om ansökningen lämnats utan bifall.

28 § Vid prövning av fråga om inregistrering av fondpapper skall hänsyn tas till utgivarens eller, om annan har trätt i hans ställe, dennes ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för det fondpapper som avses och andra omständigheter av betydelse för en ändamålsenligt börshandel. För inregistrering skall vidare krävas en skriftlig utfästelse av utgivaren eller den som har trätt i hans ställe att fortlöpande hålla börsen informerad om verksamheten och att offentliggöra upplysningar om verksamheten.

Ansökan om inregistrering får ej avslås utan att sökanden har beretts tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom annan än honom själv, om ej åtgärden är uppenbart obehövlig eller beslutet ej kan uppskjutas.

29 § Om särskilda skäl föreligger får regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen meddela föreskrifter om skyldighet för utgivare av fondpapper eller den som trätt i hans ställe att lämna information om verksamheten.

30 § Handel vid en börs får ske endast genom börsombud.

31 § Marknadsläget för ett fondpapper eller ett annat finansiellt instrument framgår av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer på eller som rapporteras till börsen. Information om marknadsläget och omsättningsuppgifter offentliggörs omedelbart.

32 § En börsmedlem skall i den ordning och omfattning som styrelsen för börsen bestämmer omedelbart till börsen anmäla alla avslut som medlemmen vid eller utanför börsen har gjort för egen eller någon annans räkning i fondpapper och andra finansiella instrument, som är föremål för handel på börsen.

Styrelsen för börsen bestämmer hur sådana anmälningar skall offentliggöras. Därvid får utelämnas anmälningar som skulle vara missvisande eller utan väsentlig betydelse för en bedömning av marknadsläget.

Första och andra styckena gäller också avslut som gjorts av ett fondkommissions- eller marknadsgarantbolag som inte är börsmedlem eller av annat aktiebolag eller bankinstitut som erhållit tillstånd att driva rörelse enligt fondkommissionslagen (1990:000).

Av anmälan som anges i första stycket skall framgå om avtalet rör sådan försäljning eller sådant förvärv som anges 2 § 5 lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument.

33 § Styrelsen för en börs skall följa kursbildningen vid börsen och se till att handeln sker under förhållanden som överensstämmer med denna lag och annan författning samt med god affärssed.

34 § Den som har utgivit fondpapper, vilket har inregistrerats vid börsen, eller annan som har trätt i utgivarens ställe skall lämna styrelsen för börsen de upplysningar som styrelsen anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och annan författning.

35 § Styrelsen för en börs får besluta om avregistrering av fondpapper, om marknadsförhållandena eller annan liknande omständighet föranleder det och det ej är olämpligt från allmän synpunkt. Börsstyrelsen kan även i sådant fall förelägga utgivaren av ett fondpapper eller den som trätt i hans ställe att vidta viss åtgärd. Därvid får börsstyrelsen i beslutet ange att åtgärden skall vidtas vid påföljd av att avregistrering annars kan komma att ske. Beslut om avregistrering eller föreläggande skall omedelbart offentliggöras.

Beslut om avregistrering av fondpapper utan ansökan av utgivaren eller av den som har trätt i hans ställe och om föreläggande skall ha biträtts av minst två tredjedelar av styrelsens ledamöter.

Avregistrering enligt andra stycket eller föreläggande får ej beslutas utan att utgivaren eller den som har trätt i hans ställe har beretts tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom annan än honom själv, om ej åtgärden är uppenbart obehövlig eller beslutet ej kan uppskjutas.

Om avregistrering och föreläggande i disciplinärende meddelas föreskrifter i 75 §.

Närmare föreskrifter om inregistrering av fondpapper

36 § Annan utgivare av fondpapper än staten skall i samband med ansökan om inregistrering offentliggöra en särskild redogörelse för sina förhållanden (introduktionsprospekt). Om särskilda skäl föreligger och förhållandena inte är sådana som sägs i andra stycket får styrelsen för börsen medge undantag från denna skyldighet. Introduktionsprospektet skall innehålla de uppgifter som skall anges i ett emissionsprospekt enligt 4 kap. 20-22 och 24 §§ aktiebolagslagen (1975:1385), om inte annat följer av andra stycket eller styrelsen för börsen bestämmer annat.

Sker en emission av fondpapper eller ämnar en aktieägare sälja fondpapper under former som innebär att emissionsprospekt skall upprättas enligt aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen

(1982:713) eller bankaktiebolagslagen (1987:618) i samband med en ansökan om inregistrering skall introduktionsprospektet dessutom innehålla en presentation av underlaget för kursens bestämmande samt uppgift om efter vilka principer fördelningen av fondpapperen sker.

Ett introduktionsprospekt samt däri ingående revisionsberättelse får inte offentliggöras förrän de blivit godkända av styrelsen för den börs där inregistrering söks.

Sker emission eller utförsäljning av fondpapper enligt andra stycket får styrelsen för börsen godkänna introduktionsprospektet endast om underlaget för kursens bestämmande är sådant att investerarna kan göra en tillfredsställande bedömning av erbjudandet och om de principer som gäller för fördelningen av fondpapperen överensstämmer med god sed på värdepappersmarknaden.

Om godkännande av emissionsprospekt i visst fall meddelas föreskrifter i 45 §.

37 § Ansökan om inregistrering av aktier görs av styrelsen för det bolag vars aktier inregistreringen avser.

I fråga om aktier i svenska aktiebolag skall till ansökan fogas

1. bolagsordningen,
2. bevis att aktiekapitalet till fullo har betalats in,
3. uppgifter om aktiernas ungefärliga marknadsvärde och spridning bland allmänheten samt en redogörelse för ägarförhållandena i fråga om bolagets aktier,
4. uppgifter om antalet fria aktier om bolaget utfärdat sådana aktier,
5. årsredovisningar och revisionsberättelser för de tre senaste räkenskapsåren, emissionsprospekt som har givits ut under denna tid samt delårsrapporter som avser tiden efter den senaste årsredovisningen,

Andra stycket 4 gäller inte i fråga om aktier i bolag som inte är avstämningsbolag som avses i 3 kap. 8 § aktiebolagslagen (1975:1385). Ett sådant bolag skall lämna uppgifter om aktienummer och aktiernas fördelning på aktiebrev, nummer eller årtal för närmast förfallande kupong och, om bolaget har utfärdat fria aktier, särskild uppgift om numren på dessa.

Om det finns särskilda skäl, får inregistrering ske även om sådana handlingar som avses i andra stycket 5 kan företes endast för färre än tre räkenskapsår.

38 § För inregistrering av aktier i utländska bolag gäller vad som föreskrivs för aktier i svenska bolag. Bestämmelserna i 37 § gäller dock endast i tillämpliga delar.

39 § Har aktierna i ett bolag inregistrerats vid en börs och ökas därefter aktiekapitalet, får styrelsen för börsen utan ansökan besluta om inregistrering av de aktier som svarar mot ökningen.

Om det finns särskilda skäl, får aktier inregistreras vid en börs utan ansökan även i andra fall än som anges i första stycket. Sådana beslut får ej meddelas innan den som har givit ut aktierna eller den som har trätt i hans ställe har beretts tillfälle att yttra sig.

40 § Sådana emissionsbevis som grundas på innehav av inregistrerade aktier anses som inregistrerade, om styrelsen för börsen inte bestämmer annat. Detsamma gäller sådana interimsbevis enligt 3 kap. 5 § aktiebolagslagen (1975:1385) som utfärdas i samband med konvertering enligt 5 kap. samma lag.

41 § Ansökan om inregistrering av andelar i en aktiefond görs av styrelsen för det fondbolag som förvaltar aktiefonden.

Till ansökan skall fogas

1. tillstånd av bankinspektionen att utöva aktiefondsverksamheten,
2. fondbestämmelserna,
3. uppgifter om fondandelarnas ungefärliga marknadsvärde och spridning bland allmänheten
4. kvartalsredogörelser, årsrapporter och revisionsberättelser för de två senaste räkenskapsåren,

I fråga om aktiefond, för vilken inte förs register över fondandelarna skall utöver vad som sägs i andra stycket 1-4 till ansökningen även fogas uppgifter om fondandelarnas fördelning på fondandelsbevis vid tiden för ansökningen och om nummer eller årtal för närmast förfallande kupong för fondandelsbevis med utdelningskuponger.

Om det finns särskilda skäl, får inregistrering ske även om sådana handlingar som avses i andra stycket 4 kan företes för endast ett räkenskapsår.

42 § Ansökan om inregistrering av obligationer görs av den som har givit ut obligationerna eller den som har trätt i utgivarens ställe. Sådan ansökan kan även göras av en börsmedlem.

Till ansökan skall fogas

1. emissionsprospekt som har givits ut med anledning av lånet,
2. uppgift om totalbeloppet av de obligationer som ansökan gäller,
3. uppgift om obligationernas spridning på marknaden.

Om en ansökan avser obligationer som har givits ut av ett bolag vars aktier inte är inregistrerade vid börsen, skall till ansökan fogas bolagsordningen och, om styrelsen för börsen inte finner särskilda omständigheter föranleda annat, årsredovisningar och revisionsberättelser för de två senaste räkenskapsåren, sådana prospekt om emission av aktier och obligationer som bolaget har givit ut under denna tid samt delårsrapporter som avser tiden efter den senaste årsredovisningen.

Bestämmelserna i denna paragraf gäller i tillämpliga delar även för andra fondpapper än som anges i första stycket eller i 37-41 §§ om dessa är avsedda för allmän omsättning.

43 § Inregistrering vid en börs får med undantag av vad som sägs i 44 § ej ske av

1. aktier i bolag vars samtliga aktier har ett marknadsvärde understigande tio miljoner kronor eller, om marknadsvärdet av aktierna inte kan uppskattas, vars balansomslutning för det senaste räkenskapsåret understiger tio miljoner kronor,

2. aktier tillhörande emission som inte har blivit helt inbetald,

3. andelar i aktiefond, om aktiefondens värde är under fyra miljoner kronor,

4. obligationer eller andra fordringsrätter om det nominella beloppet av det lån eller den del av lånet som inregistreringen avser understiger tio miljoner kronor,

5. obligationer eller andra fordringsrätter om de som är ansvariga för det lån fondpapperen avser inte har fullgjort sina förpliktelser i fråga om fondpapperen,

6. konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, optionsrätt till nyteckning utan samband med skuldebrev (teckningsoption) eller vinstandelsbevis som har givits ut av aktiebolag, vars aktier inte är registrerade vid börsen,

7. fondpapper vars utgivare eller den som trätt i hans ställe har inställt sina betalningar, försatts i konkurs eller trätt i likvidation.

8. fondpapper för vilka introduktionsprospekt utfärdats men ej godkänts av styrelsen för börsen,

9. aktier som är spridda till allmänheten i mindre omfattning än som motsvarar 25 procent av det tecknade aktiekapitalet för samtliga aktier av samma slag.

Om de fondpapper som avses i första stycket 1, 3 och 4 lyder på utländskt myntslag, skall valutan omräknas till svenska kronor enligt växelkursen vid den tid då frågan om inregistrering avgörs.

44 § Om särskilda skäl föreligger får inregistrering av fondpapper ske vid en börs oaktat de krav som ställts upp i 43 § första stycket 1 eller 9 inte uppfyllts.

Godkännande av emissionsprospekt i visst fall

45 § Ämnar en aktieägare sälja fondpapper som är inregistrerade vid en börs under former som innebär att emissionsprospekt skall upprättas enligt aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) eller bankaktiebolagslagen (1987:618) skall styrelsen för den börs där fondpapperen är inregistrerade godkänna prospektet.

Godkännande som avses i första stycket får lämnas endast om emissionsprospektet innehåller ett underlag för kursens bestämmande och detta är sådant att investerarna kan göra en tillfredsställande bedömning av erbjudandet och att det i prospektet anges de principer som skall gälla för fördelningen av fondpapperen och dessa principer överensstämmer med god sed på värdepappersmarknaden.

Grundfond

46 § Av Stockholms fondbörs kapital skall en miljon kronor avsättas till en grundfond.

Fonden får användas endast för att täcka förlust som har uppkommit i fondbörsens verksamhet och som ej kan täckas av andra medel.

Nedgår fonden under en miljon kronor, skall börsstyrelsen vidtaga åtgärder som syftar till att den snarast åter uppgår till föreskrivet belopp.

Clearingorganisationens verksamhet

47 § En clearingorganisation skall

1. fortlöpande registrera de transaktioner som är föremål för clearingverksamhet,

2. fortlöpande i handeln med optioner och terminer beräkna storleken av de säkerheter som kunderna är skyldiga att ställa enligt 5 eller 8 § lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument och underrätta kunderna om deras skyldigheter samt kontrollera att säkerheter ställs i föreskriven utsträckning,

3. ange hur antalet utestående kontrakt (öppna balansen) och omsättningen beräknas,

4. fortlöpande offentliggöra uppgifter om öppna balansen och om omsättningen,

5. fortlöpande övervaka att verksamheten bedrivs under förhållanden som överensstämmer med denna lag, lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument och med god affärssed.

48 § Clearingverksamhet vid en clearingorganisation får ske endast genom clearingombud.

49 § Styrelsen för en clearingorganisation skall se till att clearingorganisationens ställning i handeln som köpare och säljare eller liknande avtalspart är balanserad. Uppstår obalans skall styrelsen omedelbart vidta åtgärder för att återställa jämvikten.

50 § En clearingorganisation skall till kundernas skydd ha ett eget kapital som motsvarar lägst fem procent av det sammanlagda behovet av säkerhet för samtliga kunder under en dag beräknat genomsnittligt för den senast förflutna sexmånadersperioden.

Är det egna kapitalet lägre än vad som sägs i första stycket skall clearingorganisationens styrelse snarast och senast inom ett år vidta åtgärder så att det egna kapitalet åter motsvarar det belopp som anges i första stycket.

Driver Stockholms fondbörs clearingverksamhet enligt denna lag, skall fondbörsen avsätta medel i egna fonder eller disponera över garantier till belopp som motsvarar vad som anges i första stycket. Uppgår inte egna fonder eller erhållna garantier till angivet belopp skall börsstyrelsen snarast och senast inom ett år vidta åtgärder så att egna fonder eller erhållna garantier åter motsvarar det belopp som anges i första stycket.

Börsstopp

51 § Om särskilda skäl föreligger får styrelsen för en börs besluta att handel och information om marknadsläget vid börsen skall avbrytas i fråga om fondpapper eller annat finansiellt instrument av visst slag (börsstopp). Sådant beslut får ej gälla längre än som oundgängligen behövs.

Underlåter styrelsen för en börs att avbryta handeln och informationen om marknadsläget trots att särskilda skäl därtill föreligger får bankinspektionen meddela beslut som avses i första stycket. Har handeln och informationen om marknadsläget avbrutits genom sådant beslut ankommer det på styrelsen för börsen att efter samråd med bankinspektionen besluta om återupptagande av handel och information om marknadsläget.

Styrelsen skall omedelbart offentliggöra ett beslut om börsstopp eller om återupptagande av handel och information om marknadsläget. Om sådant beslut skall styrelsen samtidigt underrätta bankinspektionen och dem som har tillstånd att driva rörelse enligt fondkommissionslagen.

52 § Om handeln och informationen om marknadsläget vid en börs avbrutits genom beslut av börsens styrelse eller av bankinspektionen i fråga om fondpapper eller annat finansiellt instrument av visst slag och detta instrument utgör den underliggande tillgången för optioner eller terminer som är föremål för börsverksamhet vid samma eller annan börs, skall även handeln med och informationen om marknadsläget för dessa optioner eller terminer omedelbart avbrytas.

Har handel och information om marknadsläget med optioner och terminer avbrutits vid en börs, på grund av förhållande som anges i första stycket, får handeln och informationen om marknadsläget återupptas först när börshandeln i det underliggande fondpapperet eller finansiella instrumentet återupptagits.

Om särskilda skäl föreligger, får bankinspektionen medge undantag från andra stycket. Sådant medgivande kan begränsas till viss tid och förenas med villkor.

I fråga om beslut enligt första - tredje styckena skall styrelsen för börsen tillämpa 51 § tredje stycket.

Börsstängning

53 § Under utomordentliga förhållanden får regeringen besluta att all handel och information om marknadsläget vid en börs skall avbrytas. Är fara i dröjsmål får sådant beslut meddelas av styrelsen för en börs efter medgivande av bankinspektionen. Styrelsens beslut får avse högst en vecka.

I fråga om beslut enligt första stycket skall styrelsen för börsen tillämpa 51 § tredje stycket.

Tystnadsplikt

54 § Den som är eller har varit styrelseledamot, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid en börs eller en clearingorganisation får ej obehörigen röja eller utnyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten har fått veta om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

Förbud mot handel i vissa fall

55 § Befattningshavare vid en börs eller en clearingorganisation får inte för egen räkning genom köp, byte eller därmed jämförligt fång förvärva fondpapper eller förvärva eller sälja andra finansiella instrument annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning.

56 § Den som avses i 54 § skall till börsen eller clearingorganisationen ofördröjligen anmäla innehav av fondpapper och andra finansiella instrument och ändring i innehavet. Börsen och clearingorganisationen skall föra förteckning över anmälningarna och hålla den tillgänglig för bankinspektionen.

Anmälningsskyldighet enligt första stycket omfattar fondpapper och andra finansiella instrument som ägs av:

1. den anmälningsskyldige,
2. make eller sambo till den anmälningsskyldige,
3. omyndiga barn som står under den anmälningsskyldiges vårdnad
4. juridisk person över vars verksamhet den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande och i vilken den anmälningsskyldige eller någon som avses i 2 eller 3 eller flera av dem tillsammans har en ägarandel, uppgående till tio procent eller mer av aktiekapitalet om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av andelarna om den juridiska personen är av annat slag eller ekonomisk andel, innefattande rätt att uppbära tio procent eller mer av avkastningen eller röstandel, uppgående till tio procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av röstetalet hos det högsta beslutande organet om den juridiska personen är av annat slag.

Om flera personer är anmälningsskyldiga för samma innehav av ett finansiellt instrument eller för ändring i innehavet, behöver anmälan endast göras av en av dem.

57 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation eller börschefen hos Stockholms fondbörs eller verkställande direktören hos en annan börs eller en clearingorganisation skall skyndsamt skriftligen erinra den som avses i 55 § första stycket om hans anmälningsskyldighet enligt denna lag.

Tillsyn

58 § Börser och clearingorganisationer står under tillsyn av bankinspektionen.

59 § Bankinspektionen skall övervaka att verksamheten vid börser och clearingorganisationer utövas i enlighet med denna lag och lagen (1990:000) handel med fondpapper och andra finansiella instrument samt med de föreskrifter som har meddelats med stöd av dessa lagar. Inspektionen skall vidare verka för att verksamheten vid börser och clearingorganisationer sker på ett tillfredställande sätt och med uppmärksamhet följa verksamheten i den mån det behövs för kännedom om förhållanden som är av betydelse för en sund utveckling av verksamheten.

60 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall hålla protokoll och övriga handlingar tillgängliga för bankinspektionen. Styrelsen skall även i övrigt lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär. Styrelsen är också skyldig att lämna inspektionen de upplysningar som den begär om förhållanden som avses i 7 §.

När bankinspektionen anser det behövligt eller när regeringen beslutar om det skall undersökning av en börs eller en clearingorganisation äga rum.

61 § Har styrelsen för en börs eller en clearingorganisation fattat beslut som strider mot denna lag eller lagen (1990:000) handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller mot föreskrift som har meddelats med stöd av någondera av dessa lagar, får bankinspektionen förbjuda att beslutet verkställs. Har beslutet redan verkställts, får inspektionen förelägga styrelsen att göra rättelse, om det kan ske. Inspektionen kan även förelägga styrelsen för en börs eller en clearingorganisation att fullgöra skyldighet enligt denna lag eller lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller föreskrift som meddelats med stöd av någondera av dessa lagar.

Meddelar bankinspektionen förbud eller föreläggande enligt första stycket får inspektionen utsätta vite.

62 § Om särskilda skäl föreligger, får bankinspektionen kalla till sammanträde med styrelsen för en börs eller en clearingorganisation. Vid sådana styrelsers sammanträden får företrädare för inspektionen närvara och deltaga i överläggningarna.

63 § Bankinspektionen skall förordna en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av en annan börs än Stockholms fondbörs eller en clearingorganisation. Inspektionen kan när som helst återkalla sådant förordnande och i stället utse ny revisor.

Börsen eller clearingorganisationen skall till revisor som förordnats enligt första stycket utge ersättning med belopp som bankinspektionen bestämmer.

Avgift för tillsyn

64 § För att täcka kostnaden för bankinspektionens tillsynsverksamhet enligt denna lag skall börser och clearingorganisationer årligen betala bidrag enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

Bidrag till rättegångskostnader

65 § Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får meddela föreskrifter om att börser och clearingorganisationer skall avsätta medel i sin verksamhet för att lämna bidrag till rättegångskostnader i mål om ersättning för skada som enskild person lidit på värdepappersmarknaden.

Avgifter vid börser och clearingorganisationer

66 § För att täcka kostnaden för Stockholms fondbörs verksamhet får uttas avgifter av börsmedlemmar och dem vilkas fondpapper har inregistrerats vid fondbörsen samt andra som använder sig av fondbörsens tjänster i enlighet med de närmare föreskrifter börsstyrelsen meddelar.

67 § Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får meddela föreskrifter om de avgifter som en annan börs än Stockholms fondbörs eller en clearingorganisation får uppbära för de tjänster som den tillhandahåller enligt denna lag.

Återkallelse av tillstånd m.m.

68 § Regeringen får återkalla tillståndet för en börs eller en clearingorganisation om

1. den i sin verksamhet i väsentligt hänseende brutit mot denna lag eller lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller mot föreskrift som meddelats med stöd av någondera av dessa lagar eller
2. det annars föreligger förhållanden som motverkar en sund utveckling av börs- eller clearingverksamheten eller
3. de för tillstånd stadgade förutsättningarna inte längre är för handen.

I beslut om återkallelse skall regeringen ange vid vilken tidpunkt verksamheten senast skall upphöra.

Föreligger förhållanden som sägs i första stycket får regeringen i stället för att återkalla tillståndet meddela börsen eller clearingorganisationen skriftlig erinran, om det kan antas att börsen eller clearingorganisationen låter sig rättas därav. Skriftlig erinran får förenas med föreskrift om rättelse.

69 § Föreligger annat missförhållande än som sägs i 68 § får regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen i särskilt beslut göra anmärkning om det.

70 § Bankinspektionen får vid vite förelägga den som driver börs- eller clearingverksamhet utan tillstånd att upphöra med verksamheten.

Disciplinärenden

71 § För prövning av disciplinärenden på värdepappersmarknadens område finns en disciplinnämnd. Bestämmelser om nämndens verksamhet finns i lagen (1990:000) om disciplinnämnd för värdepappersmarknaden.

Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall hos disciplinnämnden ansöka om nämndens prövning av alla vid börsen eller clearingorganisationen förekommande disciplinärenden.

72 § Om en börs- eller en clearingmedlem genom att bryta mot denna lag eller lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller mot föreskrift som har meddelats med stöd av någondera av dessa lagar eller på annat sätt visar sig olämplig som sådan medlem får disciplinnämnden besluta att medlemskapet skall upphöra.

Föreligger förhållanden som avses i första stycket men framstår ett upphörande av medlemskapet som en alltför ingripande åtgärd och bedöms en skriftlig erinran enligt fjärde stycket inte som en tillräcklig åtgärd får disciplinnämnden under en tidsbegränsad period avstänga medlemmen från börsen eller clearingorganisationen. Sådan avstängning får inte avse längre tid än en månad.

Har medlemskap upphört på grund av diciplinnämndens beslut enligt första stycket eller har medlemmen tillfälligt avstängts enligt andra stycket får medlemmen ändock vidta åtgärd i förhållande till börsen eller clearingorganisationen för att fullgöra ingångna avtal eller för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

Föreligger förhållande som avses i första stycket får disciplinnämnden i stället för att fatta beslut enligt första eller andra stycket meddela medlemmen skriftlig erinran, om det kan antagas att denne låter sig rättas därav.

Föreligger missförhållande av mindre allvarlig beskaffenhet i fråga om medlemmen eller dennes verksamhet får disciplinnämnden göra anmärkning om det.

73 § Disciplinnämnden får återkalla ett godkännande av ett börs- eller clearingombud eller besluta om tidsbegränsad avstängning eller meddela ombudet skriftlig erinran eller anmärkning i enlighet med vad som gäller för börs- och clearingmedlem enligt 72 §.

74 § Kan disciplinnämndens beslut i fråga om upphörande av medlemskap eller tillfällig avstängning av medlem eller återkallande av godkännande av ombud eller tillfällig avstängning av ombud inte avvaktas, får styrelsen för en börs eller en clearingorganisation fatta sådant beslut. I sådant fall gäller bestämmelserna i 72 § tredje stycket.

Beslutet skall omedelbart underställas disciplinnämnden. Beslutet och handlingarna i ärendet skall tillställas nämnden.

Har beslut enligt första stycket inte underställts disciplinnämnden senast dagen efter det att beslutet fattades är beslutet utan verkan.

75 § Disciplinnämnden får besluta om avregistrering av fondpapper, om utgivaren av fondpapperet eller den som trätt i hans ställe allvarligt brustit i sina förpliktelser enligt lag eller avtal som gäller för inregistreringen och det ej är olämpligt från allmän synpunkt. Disciplinnämnden kan i sådant fall i stället förelägga utgivaren eller den som trätt i hans ställe att vidta viss åtgärd. Därvid får disciplinnämnden ange att åtgärden skall vidtas vid påföljd av att avregistrering annars kan komma att ske. Är en så pass ingripande åtgärd som avregistrering inte behövlig får disciplinnämnden i stället tilldela utgivaren eller den som trätt i hans ställe en varning.

76 § Disciplinnämnden prövar fråga om uttagande av vite eller annan påföljd som angivits i avtal mellan börsen eller clearingorganisationen, å den ena sidan, och utgivare av fondpapper eller börs- eller clearingmedlem, å den andra sidan.

Hur man överklagar

77 § Bankinspektionens beslut enligt denna lag överklagas hos regeringen. Inspektionens beslut skall gälla omedelbart, om inte regeringen förordnar annat.

78 § Den som inte godtar ett beslut av styrelsen för en börs eller en clearingorganisation får klandra beslutet genom att väcka talan mot börsen eller clearingorganisationen vid Stockholms tingsrätt inom tre veckor från den dag beslutet meddelades. Klandras inte beslutet inom denna tid är rätten till talan förlorad.

79 § Föreskrifter om hur disciplinnämndens beslut klandras finns i lagen (1990:000) om disciplinnämnd på värdepappersmarknaden.

Ansvar

80 § Styrelseledamot eller befattningshavare hos en börs eller en clearingorganisation som uppsåtligen eller av oaktsamhet genom oriktig bokföring eller på annat sätt lämnar bankinspektionen felaktiga upplysningar om verksamheten döms till böter eller fängelse i högst ett år. I ringa fall döms ej till ansvar.

81 § Den som uppsåtligen eller av oaktsamhet bryter mot 11 § döms till böter eller fängelse i högst sex månader.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991 då lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs skall upphöra att gälla.

2. Den som vid ikraftträdandet driver börs- eller clearingverksamhet och som senast en månad därefter till regeringen inkommer med ansökning om tillstånd får fortsätta verksamheten under den tid ansökningen prövas.

3. Förekommer vid Stockholms fondbörs vid lagens ikraftträdande handel med ej inregistrerade fondpapper vilka noteras på en ej officiell kurslista skall börsstyrelsen ha ansvar jämväl för denna handel på samma sätt som gäller för inregistrerade fondpapper. Därvid skall bestämmelserna i 26 § första stycket, 29-35 §§, 51-53 §§, 66 § samt 71-79 §§ gälla i tillämpliga delar.

4. Fondpapper som avses i 43 § första stycket 6 får inregistreras vid Stockholms fondbörs om det utgivits av ett aktiebolag vars aktier omfattas av bestämmelsen under 3.

Sammanställning av remissyttranden över värdepappersmarknadskommitténs betänkande SOU 1989:72 såvitt avser frågorna om regler för börs- och clearingverksamhet och regler för aktiebolag med allmänt spridda aktier.

Efter remiss har yttrande över betänkandet – i de i rubriken angivna frågorna – avgetts av Svea hovrätt, kammarrätten i Stockholm, bankinspektionen (numera finansinspektionen), försäkringsinspektionen (numera finansinspektionen), länsskattemyndigheten i Stockholms län, konsumentverket, riksgäldskontoret, kommerskollegium, näringsfrihetsombudsmannen (NO), riksbanksfullmäktige, styrelsen för Stockholms fondbörs, allmänna pensionsfonden (1-3:e fondstyrelserna), allmänna pensionsfonden (2:a löntagarfondstyrelsen), Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen (numera Sparbanksgruppen Aktiebolag), Sveriges Föreningsbankers Förbund (numera Sveriges Föreningsbank, central föreningsbank), Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Svenska OTC-föreningen, Fondbolagens förening, Svenska Försäkringsbolags Riksförbund (numera Sveriges Försäkringsförbund), Föreningen Auktoriserade Revisorer (FAR), Svenska Revisorssamfundet, Sveriges Finansanalytikers Förening, Aktiemarknadsnämnden, Sveriges Industriförbund, Svenska Handelskammarförbundet, Småföretagens Riksorganisation (numera Företagarnas Riksorganisation), Företagareförbundet (numera Företagarnas Riksorganisation), Landsorganisationen i Sverige (LO), Tjänstemännens Centralorganisation (TCO), Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag (numera OM Stockholm Aktiebolag), Konungariket Sveriges Stadshypotekskassa, Finansbolagens Förening, Svensk Industriförening, Sveriges Advokatsamfund, Invik & Co Aktiebolag och Stockholms universitet, juridiska fakulteten.

Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund har inkommit med ett gemensamt yttrande. Till detta har Fondbolagens Förening och Finansbolagens Förening anslutit sig.

Gemensamt yttrande har också avgetts av Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet. Svenska Arbetsgivareföreningen har instämt i detta yttrande.

1 Börs- och clearingverksamhet

1.1 Övergripande synpunkter på förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet

1.1.1 Svea hovrätt

Hovrätten instämmer i allt väsentligt i utredarnas synpunkter på vilka grundläggande krav som bör ställas på börsverksamhet och anser även

i övrigt att utredarnas förslag rörande börs- och clearingorganisationer (avsnitt 6) förefaller väl genomtänkta.

I likhet med vad utredarna funnit måste det framdeles bedömas vara ytterst olämpligt att börsstyrelserna upprätthåller såväl regelskapande som utredande och rättsskipande funktioner. Hovrätten instämmer därför i förslaget att de administrativa beslutsfunktionerna skall ligga kvar hos börsstyrelserna medan de disciplinära besluten skall flyttas över på ett annat organ. Detta ställningstagande innebär dock, på sätt nedan utvecklas, inte att domstolen i alla delar kan tillstyrka utredarnas förslag rörande disciplinnämnden.

Hovrätten anser det vara en självklarhet att både börsstyrelsernas administrativa beslut och disciplinbesluten skall kunna överklagas till domstol. Vad gäller utredarnas förslag att båda slagen av beslut skall klandras vid Stockholms tingsrätt är hovrätten tveksam både såvitt gäller instansnivån som i vad mån överprövning av besluten verkligen kan anses höra hemma hos allmän domstol. Ärendenas natur talar i stället närmast för att besluten skall överprövas av förvaltningsdomstol och att kammarrätt är den lämpligaste instansen. Börsstyrelsens interimistiska disciplinbeslut bör kunna inhiberas av disciplinnämnden och disciplinnämndens beslut av den domstol som överprövar disciplinnämndens beslut. Hovrätten efterlyser även en betydande precisering i överklagaderegleringen. Dessutom är det hovrättens uppfattning att utredarnas förslag rörande bidrag till rättegångskostnader för enskilda aktieägare är så vagt att det är svårt att uttala annat än allmänna synpunkter på spörsmålet. Slutligen avstyrker hovrätten att olaga börsverksamhet avkriminaliseras.

1.1.2 Bankinspektionen

VMK:s övergripande målsättning med den föreslagna regleringen är att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skall upprätthållas. För att nå detta mål har kommittén föreslagit ett regelsystem som är applicerbart såväl på aktiemarknaden som på penning-och obligationsmarknaden. I betänkandet saknas emellertid en ordentlig analys av huruvida det finns behov av en sådan enhetlig och heltäckande lagreglering.

Bankinspektionen har den uppfattningen att skyddsintressena på de olika värdepappersmarknaderna har olika karaktär och att regler för en viss marknad bör införas först efter en noggrann behovsanalys. Någon sådan har kommittén inte presterat och dess överväganden kretsar i högre grad kring aktiemarknadsfrågor än runt förhållandena på penningmarknaden.

Till att börja med bör göras klart vilka typer av risker som finns i olika led på värdepappersmarknaden. Ett led där det uppstår risker är i samband med likvid och leverans av värdepapper. Riskerna i denna hantering har att göra med att köparen inte kan betala eller säljaren inte kan leverera. Riskerna uppstår också i samband med förmedlingen av pengar och värdepapper. Vad man här måste inrikta sina ansträngningar på är rutiner och datasystem hos clearingorganisationer, fondkomissionärer, marknadsgaranter m.fl. Det finns således ett intresse av att skapa ett regelsystem som minimerar sådana risker.

Det finns också ett behov av konsumentskydd på värdepappersmarknaden. Detta är dock av en annan karaktär på penning-och obligationsmarknaden än vad den är på aktiemarknaden. Penning- och obligationsmarknaden är f.n. i princip en renodlad market-makermarknad bestående av professionella aktörer och obligationer är definitionsmässigt mindre riskfyllda än aktier. Utvecklingen på den marknaden kan dock komma att gå dithän att karaktären på konsumentskyddsfrågor förändras.

På aktiemarknaden placerar bl.a. privatpersoner sina pengar. I det sammanhanget spelar marknadsplatserna en viktig roll. Till marknadsplatsens uppgifter hör att skapa en god genomlysning av handeln, att se till att börsmedlemmarna håller hög standard och att börsbolagen offentliggör en adekvat och begriplig information om verksamheten. VMK har dock inte klarat ut vilka problem som sammanhänger med marknadsplatsen eller börsmedlemmarnas beteende mot kunderna.

VMK har lagt ned stort arbete på att hitta en definition på börsverksamhet som täcker alla typer av finansiella instrument och utformat regelsystemet därefter. Detta har medfört att intresset fokuserats på marknadsplatsen. Utan en klarare analys av skyddsintressena synes detta vara en ambition som skapat nya problem snarare än lösningar. På börsen hanteras varken betalningar eller leveranser och de som utför affärer där är professionella aktörer. Risken för att den enskilde utsätts för otillbörliga förfaranden där framstår inte som särskilt uttalad. Vidare synes skyddsintresset inte vara lika starkt på alla börser. De risker som uppstår för investerarna i själva börsverksamheten torde främst ligga i möjligheten till att felaktig information sprids, att information inte ges tillräckligt snabbt, att det görs felaffärer eller att någon utsätts för otillbörlig behandling. Ett annat problem är det informationsövertag som stora aktieägare ofta har jämfört med små aktieägare. Det torde ligga i marknadsplatsens eget intresse att komma tillrätta med sådana problem. Det är dock av stor vikt att börserna omfattas av ett allmänt förtroende inom och utom landet vilket med nödvändighet kräver vissa regler om marknadsplatsernas verksamhet och tillsyn.

En fördjupad diskussion kring dessa frågor bör föras i det fortsatta lagstiftningsarbetet. Slutsatsen av en sådan diskussion kan bli att regelsystemet - mer än vad kommittéförslaget ger uttryck för - bör vara anpassat till arten av de skyddsintressen som uppträder.

På flera håll i betänkandet sägs att värdepappersmarknaden fyller en viktig samhällsfunktion. Gentemot allmänheten har statsmakterna det yttersta ansvaret för att olika verksamheter på värdepappersmarknaden bedrivs på grundval av en ändamålsenlig lagstiftning och att dessa fungerar på ett sunt sätt. De typer av verksamheter som åsyftas är börs- och clearingverksamhet samt de verksamheter som bedrivs av andra särskilt auktoriserade företag. Liksom hittills kommer det att ligga på bankinspektionen att tillse att laglighet, säkerhet och sundhet upprätthålls.

Genom förslagen tilldelas bankinspektionen många nya uppgifter, några av helt annorlunda art än hittills. Detta leder till att bankinspektionen måste få betydande resursförstärkning bl.a. genom rekrytering av personal med delvis ny och speciell kompetens. Även om så sker kommer

det att bli en krävande uppgift för inspektionen att ta på sig ett totalansvar för värdepappersmarknaden. Framför allt framstår övervakningen av den alltmer omfattande gränsöverskridande handeln som en växande uppgift, som måste lösas genom ett väl utvecklat samarbete mellan tillsynsmyndigheter i olika länder.

Kommittén har i avsnitt 5.7 diskuterat rollfördelningen mellan olika organ på marknaden och funnit att en ordning där övervakningen av marknadens funktion fördelas mellan bankinspektionen, marknadsplatserna, disciplinnämnden och självreglering är att föredra. Bankinspektionen delar den bedömningen och anser att kommittén nått en rimlig avvägning mellan lagstiftning och självsanering samt i ansvarsfördelningen. Det är mot bakgrund härav av vikt att det i förarbetena till den kommande lagstiftningen framhålls att ansvaret för värdepappersmarknaden är fördelat på flera organ och också på de olika intressenterna på marknaden. Det effektivaste sättet att skapa en värdepappersmarknad med ordning, sundhet och väl utvecklad etik är att aktörerna själva aktivt deltar i utformningen av regler och rekommendationer som skall gälla på marknaden. Även detta bör få en framskjuten plats när de övergripande principerna för lagstiftningsarbetet redovisas.

1.1.3 Kommerskollegium

Vad gäller etiken på värdepappersmarknaden delar kollegiet i princip kommitténs uppfattning att självreglering är en viktig och nödvändig komponent i utvecklingen av ett effektivt och förtroendeskapande regelverk. Kollegiet ser dock en risk i mängden av självreglerande aktörer och organisationer, som kan göra att de etiska regler som skapas får alltför skiftande innehåll eller rentav blir motstridiga. En sådan utveckling skulle kunna skapa problem för den disciplinnämnd som föreslås svara för uttolkningen av marknadsplatsernas olika regelverk genom beslut i enskilda sanktionsärenden.

Självregleringen bör enligt kollegiets mening ske i samråd med något slags samordnande organ. Bankinspektionens övervakande uppgift kan möjligen förenas med en sådan samordnande roll. I annat fall bör marknaden skapa ett eget organ med denna roll.

1.1.4 Näringsfrihetsombudsmannen NO

NO har i och för sig inga invändningar mot de allmänna förutsättningar som kommittén uppställer för börsverksamhet i avsnittet 6.2.4.1.

NO kan emellertid inte instämma i en del av de slutsatser som kommittén kommer fram till i det följande resonemanget. Kommittén anser att neutraliteten hos en privatägd börs som saknar de offentliga rättsliga inslagen i Stockholms fondbörs alltid kan ifrågasättas från allmänna utgångspunkter. Vidare anser kommittén att man utifrån neutralitetskravet från principiella utgångspunkter kan ifrågasätta om en börs skall få drivas i vinstsyfte. Med avgifternas storlek för ögonen anser kommittén att ett monopol av offentligrättslig karaktär allmänt sett torde vara att föredra framför ett faktiskt privat monopol.

NO anser att det väsentligaste från allmän synpunkt måste vara att skapa ett konkurrensneutralt regelsystem som tillgodoser de skyddsintressen som finns i sammanhanget (avsnitt 6.2.4.5). Tillsyn och insyn från det allmännas sida är också väl motiverat. NO tillstyrker därför i princip förslagen att införa en ramlagstiftning för börs- och clearingverksamhet och att ställa dem som bedriver sådan verksamhet under bankinspektionens tillsyn.

1.1.5 Riksbanksfullmäktige

Värdepappersmarknadskommittén har haft i uppdrag att göra en översyn av regler och tillsyn på den svenska värdepappersmarknaden. De viktigaste förändringar som föreslås är att fondkommissionärernas möjlighet att hålla handelslager vidgas, i syfte att underlätta marknadsgaranthandel i aktier, och att blankning blir tillåten. Kommittén föreslår att det formella börsmonopolet skall avskaffas, men detta är inte avsett att leda till några förändringar. Även i övrigt innebär betänkandet att huvuddragen i nuvarande system kommer att bevaras.

För att kunna ta ställning till i vilken utsträckning värdepappersmarknaden är i behov av särskild reglering och hur en sådan bör utformas är det nödvändigt att klargöra vilka de grundläggande skyddsintressena är och vilka typer av risker som finns i olika led på marknaden. Kommitténs analys av dessa frågor är emellertid så allmänt hållen att den inte ger någon ledning för en sådan bedömning. Begrepp som skydd mot otillbörliga risker, kapitalskyddsintressen etc. används återkommande, men definieras aldrig klart. Det förklaras heller inte hur dessa skyddsintressen förhåller sig till bevarandet av "allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaderna", vilket är kommitténs främsta mål med det regel- och tillsynssystem som föreslås. Fullmäktige har därför funnit det nödvändigt att komplettera kommitténs beskrivning och analys i detta hänseende.

Värdepappersmarknadens funktion och organisation

Värdepappersmarknaden har i grunden samma samhällsekonomiska funktion som andra delar av det finansiella systemet, t.ex. banker och försäkringsbolag, d.v.s. att omfördela sparande och risk. Det innebär emellertid inte att skyddsintressena i alla delar av det finansiella systemet är av samma slag och omfattning. Verksamheterna skiljer sig åt vad gäller både funktionssätt och organisatorisk struktur, vilket har betydelse för behovet av regleringar.

En avgörande skillnad mellan värdepappershandel och bank- och försäkringsverksamhet är förekomsten av andrahandsmarknader. Genom att värdepapper är överlåtelsebara kan en långivare eller aktieägare förvandla sin tillgång till reda pengar genom att sälja den på en andrahandsmarknad utan att det påverkar låntagaren (emittenten) på något sätt. Andrahandsmarknader producerar härigenom likviditet, vilket innebär att sparande och risk kan omfördelas mer effektivt.

Andrahandsmarknader producerar också information. De priser som registreras kan i princip antas spegla all relevant information om de handlade tillgångarna. Detta minskar riskerna för alla deltagare i handeln. De får en (i viss mening) objektiv värdering av sina tillgångar genom att de kan observera marknadspriset. Därmed löper de mindre risk att sälja eller köpa till ett ogynnsamt pris. Prisinformationen spelar också en viktig roll för allokeringen av resurserna i ekonomin, genom att den speglar vilka verksamheter som är mest lönsamma och gör det lättare för dessa att dra till sig kapital. Existensen av andrahandsmarknader kan således antas öka effektiviteten i fördelningen av det tillgängliga sparandet mellan olika användningsområden. Även effektiviteten i enskilda verksamheter kan påverkas av den fortlöpande övervakning och värdering som t.ex. företagsledningen i ett börsnoterat företag utsätts för.

De två huvuduppgifterna för andrahandsmarknaden, produktion av likviditet och information, är i allmänhet inte samlade i en funktion utan fördelade på flera olika typer av aktörer. Marknadsplatsen, om den har formen av en börs, producerar information om kurser och avslut, samt tillhandahåller ett system av regler och rutiner för handelns genomförande. Själva handeln bedrivs av mäklare, vilka bara förmedlar affärer, fondkommissionärer, vilka handlar i eget namn för kunders räkning, samt marknadsgaranter, vilka gör egna affärer direkt med kunderna.

På vissa marknader finns organisationer som hanterar avräkning, s.k. clearing och settlement, ofta i integrerade system. Clearing syftar till att redovisa genomförda transaktioner och kvitta ömsesidiga fordringar mellan olika aktörer. Clearingorganisationen har också i många fall ansvaret för att samtliga avtal uppfylls genom att gå in som motpart gentemot både köpare och säljare i den ursprungliga transaktionen. Settlement avser det faktiska fullgörandet av transaktionen, dvs. leverans av värdepapper i utbyte mot betalning. Information om avslut kan uppsamlas i dessa system och spridas, t.ex. via elektroniska informationsnät. Börshandel är således inte en förutsättning för snabb och tillförlitlig informationsspridning.

Vid sidan av marknaderna finns dessutom olika typer av servicefunktioner, t.ex. portföljförvaltare och placeringsrådgivare, vilka tillhandahåller tjänster som underlättar för den enskilde att använda sig av värdepappersmarknaderna.

På vissa marknader saknas det en central marknadsplats eller börs. Handels- och informationssystemen är skilda åt och saknar en fast organisatorisk eller juridisk form. Informationssystemet är visserligen ofta knutet till en viss organisation, men handelssystemet består i allmänhet bara i en mer eller mindre bindande överenskommelse mellan ett antal marknadsgaranter. Ett exempel på en sådan "market maker"marknad är den svenska penning- och obligationsmarknaden. Den institutionella strukturen varierar således och därmed också det sätt på vilket marknaden löser sina uppgifter. Vilken som är den mest effektiva lösningen beror på förhållanden som handelns omfattning, tillgångarnas egenskaper etc.

Värdepappersmarknaden omfattar således en rad funktioner och aktörer som av naturliga skäl saknas inom bank- och försäkringsverksamhet, där långivaren (inlåningskunden) står i direkt kontakt med låntagaren (banken). Det gör att skyddsintressena i viktiga avseenden är av en annan karaktär och omfattning, vilket även innebär att regleringen av värdepappersmarknaden kan ha en annan utformning.

Skyddsintressen

Skyddsintressen på värdepappersmarknaden uppstår först och främst i sådan verksamhet som är kopplad till likvidhantering och ansvar för leverans och hantering av värdepapper, dvs. där det uppstår kapitalrisker och betalningar eller värdepapper kan komma på villovägar. Det gäller clearing-, settlement- och fondkommissionsverksamhet, liksom sådan verksamhet som bedrivs av bl.a. marknadsgaranter och portföljförvaltare. Sett ur detta perspektiv framstår emellertid inte själva marknadsplatsen som särskilt intressant, då där varken hanteras betalningar eller värdepapper.

Clearing- och settlementverksamhet intar en särställning bland dessa funktioner, eftersom den knyter samman ett stort antal aktörer i ett system och hanterar de verkliga transaktionerna, dvs. betalning och leverans. Det innebär att det finns en potentiell risk för att störningar, t.ex. orsakade av att några aktörer drabbas av betalningssvårigheter, fortplantar sig i systemet så att det kollapsar och marknaden lamslås. Detta skulle i sin tur kunna orsaka störningar i resten av ekonomin, t.ex. genom att påfrestningar på enskilda aktörer, i synnerhet om det är banker som råkar i likviditetsproblem, sprider sig till betalningssystemet, som i sin tur spelar en avgörande roll för hela ekonomins förmåga att fungera. Det finns därför ett samhällsintresse i att skapa skydd kring clearing- och settlementverksamhet - ett systemskydd - genom en reglering som reducerar riskerna för allvarliga problem av detta slag. Den här typen av överväganden ligger för övrigt också bakom det direkta skyddet av bankernas insättare, vilket således också kan betraktas som ett systemskydd.

Konsumentskydd

Vad gäller andra verksamheter är det svårt att identifiera något motsvarande behov av systemskydd. Däremot kan det finnas motiv för konsumentskydd - skydd för enskilda placerare, företrädesvis sådana med begränsade resurser till självständiga riskbedömningar - som minskar riskerna för kapitalförluster, t.ex. till följd av bedrägligt förfarande från mellanhänders eller andra aktörers sida. Det kan därför ligga i samhällets intresse att, som på andra varu- och tjänsteområden, stärka konsumenternas (investerarnas) ställning, t.ex. genom reglering och tillsyn av mellanhändernas verksamhet.

Konsumentskydd som är kopplat till transaktioner på andrahandsmarknaden saknar motsvarighet inom bank- och försäkringsverksamhet, där som tidigare nämnts banken eller försäkringsbolaget motsvaras av

emittenten på en värdepappersmarknad. Det konsumentskydd som finns i dessa verksamheter är kopplat till själva placeringen, dvs. ett inlåningskonto eller en försäkringsfordran. Genom regleringar, bl.a. i form av kapitaltäckningsregler, begränsas riskerna för att motparten inte skall klara av att uppfylla sina åtaganden enligt det ingångna kontraktet.

Motsvarande typ av konsumentskydd på värdepappersmarknaden skulle innebära att man försökte begränsa emittenternas risktagande. Det är emellertid knappast tänkbart, särskilt inte på aktiemarknaden, av det enkla skälet att det inte är möjligt att garantera värdet på en aktie. Aktiekapitalets roll är att fungera som buffert, dvs. bära eventuella förluster och skydda övriga fordringsägare. Det är sannolikt inte möjligt att påverka företagens risktagande inom ramen för en reglering av värdepappersmarknaden. Det vore heller inte ändamålsenligt, då en av marknadens grundläggande funktioner är att hantera och omfördela de risker som oundvikligen uppstår i alla former av ekonomisk verksamhet. Ytterst kan sådana risker endast elimineras genom att verksamheten upphör.

Man kan däremot tänka sig offentliga ingrepp i syfte att förbättra informationen om de risker som är förknippade med t.ex. börsnoterade företags verksamhet. Det kan ske genom att kontrollera de företag som börsnoteras och ålägga den vissa krav på information till allmänheten. Det är emellertid oklart i vilken utsträckning denna typ av ingrepp särskilt gynnar mindre placerare.

Det är möjligt att gå ett steg längre och ifrågasätta om det egentligen finns några skäl för den här typen av konsumentskydd på värdepappersmarknaden. Det existerande konsumentskyddet inom bank- och försäkringsverksamhet, dvs. regler som går utöver skyddet av betalningssystemet, är i hög grad betingat av att konsumenten av praktiska skäl är hänvisad till en eller ett fåtal motparter. Det är exempelvis inte ändamålsenligt att ha konton i ett stort antal olika banker trots att detta minskar risken för att drabbas om en bank skulle gå i konkurs. Några sådana begränsningar existerar inte på värdepappersmarknaden. Placerarna kan sprida sina risker, antingen direkt genom att köpa andelar i ett flertal företag eller, vilket är enklare och billigare för en investerare med litet kapital, köpa andelar i en väldiversifierad värdepappersfond, t.ex. en allemansfond eller motsvarande.

Det kan trots detta ligga i samhällets intresse att motverka att mindre placerare riskerar sina tillgångar genom att placera i värdepapper som är förenade med stora och för placerarna okända kapitalrisker. Alla investerare väljer inte att hålla väl diversifierade portföljer och i den mån även dessa skall skyddas kan exempelvis en granskning av emittenterna vara ändamålsenlig. Marknadsplatserna spelar en viktig roll i detta sammanhang genom att de krav de ställer upp för börsregistrering eller motsvarande ger en form av "typgodkännande" av emittenterna. Offentlig tillsyn kan här spela en roll genom att försöka se till att dessa krav inte sätts så lågt att allmänheten, trots att den vänder sig till en etablerad marknadsplats, riskerar att köpa aktier i mindre stabila företag. Det finns dock inte några starka skäl för att anslutningskraven skulle behöva

regleras genom lagstiftning. Det ligger i marknadsplatsens eget intresse att inte släppa in företag vars dåliga anseende kan smitta av sig på marknaden i dess helhet, dvs. detta kan i första hand lösas med självreglering inom ramen för den allmänna tillsynen av marknadsplatsen.

Dessa resonemang väcker svåra principiella frågor som rör vilket ansvar den enskilde kan förväntas ta för sina beslut på de finansiella marknaderna och i vad mån statsmakterna skall försöka förhindra placerarna att ta risker. En rimlig utgångspunkt kan här vara att det bör ställas någorlunda tillförlitliga alternativ till förfogande för investerare med begränsade resurser att göra självständiga riskbedömningar. Ett exempel är att aktier noterade på en viss börs skall kunna uppfattas som typgodkända, i meningen att de uppfyller vissa minimikrav. Däremot är det knappast vare sig möjligt eller ändamålsenligt att utsträcka dessa ambitioner till alla typer av värdepapper. Långtgående regler kan hämma marknadernas funktionsduglighet genom att professionella aktörer, vilka väl klarar att hantera eventuella risker, väljer att söka sig bort från handeln. Möjlighet att handla på t.ex. utländska börser finns även för oinformerade investerare, varför regler för den inhemska handeln ändå inte är tillräckliga för att hindra dessa från att ta "otillbörliga" risker. Det går inte att komma ifrån att detaljerade regler, även om de införs i det vällovliga syftet att skydda enskilda investerare, kan försämra marknadernas förmåga att hantera sina samhällsekonomiskt viktiga uppgifter. Det är därför nödvändigt att i hanteringen av dessa frågor göra avvägningar som både principiellt och praktiskt kan vara nog så svåra.

Diskussionen har hittills i huvudsak utgått från att skyddsintressena i handeln med olika typer av värdepapper är i stort sett desamma. Så är emellertid inte fallet. Man kan t.ex. peka på att behovet av konsumentskydd är svagare på penning- och obligationsmarknaden än på aktiemarknaden, eftersom de mindre placerarna i mycket liten utsträckning direkt agerar på dessa marknader.

Obligationer och liknande värdepapper är också per definition mindre riskfyllda än aktier genom att de har ett fixerat nominellt slutvärde. Riskerna i räntebärande värdepapper är i huvudsak förknippade med förändringar i det allmänna ränteläget. Det gäller i synnerhet statspapper. Information om de faktorer som styr ränteutvecklingen kan antas vara väl spridd och är av en helt annan karaktär än då det gäller utvecklingen av t.ex. ett enskilt företag. Riskerna för att placerare på räntemarknaderna ska bli missledda p.g.a. medvetet snedvriden information är uppenbarligen långt mindre än på aktiemarknaden. Detta innebär sammantaget att motiven för konsumentskydd på penning- och obligationsmarknaden är avsevärt svagare än på aktiemarknaden. Detta bör rimligen tillåtas avspegla sig i de regelsystem som tillämpas på olika delar av värdepappersmarknaden.

Slutsatserna av denna diskussion om skyddsintressen på värdepappersmarknaden kan sammanfattas i tre punkter:

För det första är skyddsintressena på värdepappersmarknaden av en annan karaktär än i bank- och försäkringsverksamhet och i flera avseende av lägre samhällsekonomisk dignitet.

För det andra är skyddsintressena i första hand knutna till verksamhet som ansvarar för betalningar och hantering av värdepapper, där risk för bedrägeri eller annan otillbörlig behandling uppstår. Intresset kommer därmed att koncentreras på clearing- och settlementverksamhet, där det även finns ett systemskyddsintresse, och mellanhänder av olika slag.

För det tredje gäller skyddsintressena vid sidan av clearing och settlement i allt väsentligt konsumentskydd. Behovet av ett sådant är koncentrerat till aktiemarknaden genom att det i första hand är där som för den enskilde placeraren svårtillgänglig och svårtolkad information har betydelse.

Enligt fullmäktiges bedömning har kommittén överbetonat vikten av ett generellt konsumentskydd på värdepappersmarknaderna. I synnerhet gäller detta de problem som kan uppstå på marknadsplatsen/börsen. Som framgår i det föregående är riskerna för att konsumenterna ska råka illa ut just i detta led relativt små, då varken tillgångar hanteras eller betalningar sker via börsen. Vidare är det nödvändigt att göra skillnad mellan marknadsplatser för olika typer av instrument då de ger upphov till skilda problem för den enskilde investeraren.

Detta medför att kommitténs ansträngningar att finna en heltäckande definition av börsverksamhet inom vars ram alla typer av organiserad värdepappershandel skall kunna regleras på ett likartat sätt framstår som omotiverade. Den föreslagna börsdefinitionen leder dessutom till svåra gränsdragningsproblem, inte minst beträffande handeln i räntebärande värdepapper. Eftersom denna marknad genom sin roll i genomförandet av penningpolitiken har stor betydelse för riksbanken, kommer fullmäktige att diskutera dessa problem närmare i avsnitt 4 nedan. Det bör dessutom påpekas att den av kommittén föreslagna börsdefinitionen inte har någon motsvarighet inom EG, där det inte finns någon ambition att samordna lagstiftningen på hela värdepappersområdet.

Mot denna bakgrund kan fullmäktige inte ansluta sig till kommitténs förslag att skapa en generell lagstiftning för alla former av värdepappershandel. Regel- och tillsynssystem bör anpassas till arten av de skyddsintressen som uppträder. Fullmäktige delar i och för sig kommitténs uppfattning att aktiemarknaden intar en särställning och att särskilda åtgärder på detta område är motiverade. Dock krävs även inom aktiehandeln en analys av var i systemet konsumenternas intressen kan antas vara mest hotade. Fullmäktige har i sitt yttrande endast kunnat ta upp några övergripande frågor. Det är beklagligt att kommitténs betänkande inte innehåller en mer precis analys av dessa frågor.

1.1.6 Styrelsen för Stockholms fondbörs

Under de senaste decennierna har de svenska finansiella marknaderna genomgått en betydande omvandling, som drivits fram av bl.a. en långtgående avreglering. Från att ha varit starkt reglerad av lagstiftning och andra regelverk har den svenska finanssektorn utvecklats till att bli i huvudsak marknadsstyrd. Detta har under 1980-talet öppnat väg för nya marknader för penningmarknadsinstrument, optioner och terminer samt utgjort en av förutsättningarna för den påtagliga aktiveringen av aktiemarknaden som beskrivits av VMK. Sedan valutaregleringen successivt avskaffats, har Sverige närmat sig en frihandelssituation också på det finansiella området. Detta har givit svenskar större möjligheter att placera i utlandet men också ökat tillgången av utländskt kapital i Sverige.

Enligt börsstyrelsens bedömning kommer lagstiftningen i många länder att förändras i syfte att underlätta fria kapitalrörelser och fri konkurrens för finansiella tjänster. Av särskild betydelse är det omfattande harmoniserings- och integrationsarbete som pågår inom de europeiska gemenskaperna (EG) och som syftar till att integrera medlemsländernas finansiella marknader. Målet för EGs inre marknad är att skapa möjlighet, oavsett medlemsland, till fria kapitalrörelser, fritt finansiellt tjänsteutbyte och konkurrens på lika villkor.

Det är en uttalad målsättning från den svenska riksdagen att även Sverige - tillsammans med övriga EFTA-länder - skall delta i detta integrationsarbete med sikte på att även vårt land skall nå en del av den "nya ekonomiska sfär" i Europa inom vilken bl.a. kapital och finansiella tjänster skall få röra sig fritt utan nationella begränsningar.

Den beskrivna bakgrunden skapar nya förutsättningar - och därmed också nya hot och möjligheter - för de svenska värdepappersmarknaderna. Svensk värdepappershandel och börsverksamhet måste ges institutionella förutsättningar att anpassa sig till den nya miljön. Av avgörande betydelse blir att värdepappershandeln i Sverige kan bedrivas i lämpliga former och på internationella konkurrenskraftiga marknadsplatser vad gäller sådana egenskaper som låga informations- och transaktionskostnader, hög servicegrad och förtroende bland placerare, allt syftande till att skapa högsta möjliga likviditet. Därför måste de institutionella ramarna på ett helt annat sätt än hittills främja effektivitet, innovationsförmåga och omvandling inte bara för företagen inom värdepappershandeln utan också för marknadsplatserna och emittenterna. En konkurrenskraftig finansplats i Sverige är en viktig förutsättning för tillförsel av kapital till svenska företag på internationellt marknadsmässiga villkor.

Som utvecklas närmare i det följande förutsätter en sådan utveckling ökade inslag av faktisk eller potentiell konkurrens. En sådan bidrar till att höja effektivitet och förändringskrav. Men ett annat nödvändigt villkor är att transaktionsskatter för värdepapper som handlas i Sverige inte är högre än för värdepapper som handlas utanför Sverige. Så länge sådana förhållanden består har svensk värdepappershandel en avgörande konkurrensnackdel både när det gäller att behålla handeln i svenska värdepapper i landet och när det gäller att attrahera handel i utländska värde-

papper. Börsstyrelsen anser att ett övergripande mål bör vara att skapa förutsättningar för att göra Sverige till en internationell konkurrenskraftig finansplats i sin del av världen.

1.1.7 Allmänna pensionsfonden (1-3:e fondstyrelserna)

Obligationsmarknaden skiljer sig från aktiemarknaden i många avseenden, t. ex. vad beträffar marknadsorganisation, risktagning, möjligheter till riskspridning, skyddsvärdet av olika verksamheter, existensen av andrahandsmarknader och graden av likviditet. Allt detta bör man ta hänsyn till vid uppställandet av regelsystemen. Ändå är den viktigaste åtskillnad kommittén tycks göra mellan de båda marknaderna som nämnts egentligen bara den, att börshandel med aktier i praktiken monopoliseras av Stockholms Fondbörs under det att en annan huvudman kan tänkas för handeln med räntebärande papper. Skillnaden motiveras med att räntepappersmarknaden befinner sig under stark förändring och därför är svårbedömd. Detta argument borde då också i större utsträckning ha fått influera t. ex. bestämmelserna om koncession, avgifter och tillsyn. Nu har det föreslagna regelverket för handeln med räntebärande papper alltför mycket präglats av kommitténs syn på handeln med aktier.

Kommittén har sålunda genomgående tagit ställning för statlig behovsprövning och statlig avgiftssättning. Alternativet är fri konkurrens, dvs. fritt inträde och fri prissättning. Oavsett hur man bedömer behovet av sådan regim för handeln med aktier, torde man kunna hävda att skillnaden mellan de två marknaderna är så stor att de inte kan skäras över en kam. Förhållandet att handeln med räntebärande papper befinner sig i en dynamisk utveckling talar också för att konkurrens på denna marknad kan ge särskilt stora fördelar.

På räntepappersmarknaden är verksamheten mera splittrad än på aktiemarknaden. Prissättningen är mer kostnadsrelaterad på den förra än på den senare - styckpriset på ett och samma papper är t.ex. mindre för stora än för små poster. Handeln bedrivs av ett antal fristående marketmakers. Dessa inkluderar i sina marginaler också en ersättning för de risker de löper genom att ställa köp- och säljpriser. Rent allmänt kan man säga att obligationsmarknaden har större inslag av fri konkurrens än vad aktiemarknaden har. Som ytterligare exempel kan nämnas den informella terminshandeln, som drivits fram av olika aktörer.

Den nuvarande räntepappershandeln har hittills kunnat successivt anpassa sig till ändrade förutsättningar. Nya krav och nya anpassningsproblem kan dock anmäla sig. En smidig anpassning skulle främjas av fria etableringsmöjligheter utan statligt veto via en nyttoprövning. Den fria konkurrensen innebär då också att avgiftssättningen äger rum utan statligt ingripande. Kommittén föreslår däremot att bankinspektionen får rätt att i efterhand granska avgiftssättningen. Om avgifterna mot bakgrund av gjorda vinster och med beaktande av investeringsbehovet framgår som oskäligt höga, skulle bankinspektionen enligt kommitténs förslag få rätt att ange de högsta avgifter (courtage) som mellanhänderna resp. clearingorganisationen får ta ut i handeln. Ett sådant förfarande kan

motiveras på en marknad med legalt eller faktiskt monopol men behövs inte i en näst intill fri konkurrensmarknad. I själva verket synes det ogörligt att i efterhand bedöma den risk en market-maker tagit -då finns heller inget objektivt kriterium för avgiftssättningen.

Analogin mellan aktie- och räntepappersmarknaden blir vilseledande också när likartade krav för bägge ställs med avseende på tillsyn och avslutsinformation. Skyddsintressena är betydligt svagare på obligationsmarknaden än på aktiemarknaden. Av särskilt intresse är emellertid att en clearingorganisation behöver en väl tilltagen kapitalbas. Kommittén föreslår ett eget kapital på minst 25 mkr eller på 5% av det sammanlagda genomsnittliga behovet av säkerhet, beräknat halvårsvis. Eventuell brist på kapital skall åtgärdas inom ett år. Med hänsyn till de belopp som här hanteras synes kravet tilltaget i underkant.

Det är oklart vad kommittén egentligen tänkt sig att Stockholms Fondbörs skall ha för ställning på marknaden för räntebärande papper. I betänkandet står: "Trots monopol för Stockholms Fondbörs har denna handel sedan flera decennier i praktiken helt skett utanför börsen. Med hänsyn till detta är det inte självklart att sådan handel för all framtid skall vara förbehållen fond-börsen" (Del 1, sid. 22). Med hänsyn till att Stockholms Fondbörs knappast medverkat i den dynamiska utvecklingen på obligationsmarknaden, framstår andra meningen av citatet som något av en understatement.

I dagens läge har obligationsmarknaden mycket sporadisk kontakt med Stockholms Fondbörs. Kontakten begränsas till att avse en efterhandsanmälan av kurserna. Innebörden av en flyttning, helt eller delvis, av handeln med räntebärande papper till Stockholms Fondbörs är därför svår att genomskåda och borde utredas, särskilt som det enligt utredningen "inte är självklart" att en sådan utveckling är avsedd komma till stånd. Närmast till hands ligger kanske att Stockholms Fondbörs tar upp handel med vissa för dess övriga verksamhet anpassade räntebärande instrument. Som exempel kan nämnas handel med försäljning av privatobligationer till privatsparare.

En särskild oklarhet vidlåder betänkandets beskrivning av handeln med optioner och terminer. Denna handel anses inte ha samma omfattning och samhällsekonomiska betydelse som handeln med aktier och räntebärande papper. Därför behövs på denna marknad inte samma "kraftsamling" till en marknadsplats som för övrig handel med värdepapper (Del 1, sid. 22). Häremot kan invändas att handeln med derivat är en integrerad del av handeln med underliggande papper och att följaktligen dess samhällsekonomiska betydelse är alldeles densamma. Vidare är derivathandelns volymer i själva verket av samma storleksordning som för övriga värdepapper. Behovet av "kraftsamling" - eller dess motsats -är alltså detsamma över hela linjen.

Betänkandets analys och förslag präglas alltför mycket av nuvarande förhållanden på aktiemarknaden. Marknadernas avgränsning, tillståndsgivning för marknadsplatser och skyddsintressen för olika verksamheter borde ha analyserats utförligare med hänsyn till rådande olikheter och utvecklingsmöjligheter. Härigenom skulle man sannolikt ha kommit fram

till ett mera differentierat och sannolikt också mindre heltäckande regelsystem. Till en sådan analys hör frågan i vad mån Stockholms Fondbörs skall tilldelas ett de facto monopol, som kan komma att inrymma både clearingfunktioner och handel med olika slags räntebärande papper. Från synpunkten inte minst av obligationsmarknadens effektivitet borde reella möjligheter hållas öppna för en diversifierad handel. Det kan inte heller vara rimligt att låta det föreslagna regelsystemet utsträckas till att omfatta skyddsintressen som är av ingen eller ringa betydelse. Genom att sänka ambitionsgraden skulle man kunna undvika den kraftiga utbyggnad av tillsynen som blivit en följd av utredningens förslag.

1.8 Allmänna pensionsfonden (2:a löntagarfondstyrelsen)

Vi delar utredningens uppfattning att man bör söka förhindra att aktiehandeln splittras på olika delmarknader. Likviditeten måste bli bättre med en mer koncentrerad handel, samtidigt som genomlysning och olika information till aktörer förbättras. Därför finns det skäl att söka reglera börsverksamheten i riktning mot koncentration. Detta ger i sin tur anledning att söka vidmakthålla det börsmonopol som idag föreligger samt att i möjligaste mån även söka koncentrera andra delmarknader till Stockholms Fondbörs. Börstvång i strikt mening bör inte införas. Ansträngningarna bör istället inriktas på att förbättra informationen om den handel som sker utanför börsen.

1.1.9 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Som redan har framhållits har kommittén endast i begränsad utsträckning berört penningmarknaden. Dess förslag skulle, som de är utformade, ändå till ganska stor del komma att träffa också penningmarknaden. Det måste emellertid sättas i fråga om kommitténs genomgång ger ett tillräckligt underlag för denna effekt. Det finns antagligen inget att invända mot att vissa delar av kommitténs förslag också skall gälla på penningmarknaden. Däremot synes det inte lämpligt att låta andra förslag, t.ex. förslagen om handelslager i fondkommissionsverksamheten eller blankning träffa penningmarknaden. Detta kunde skapa svårigheter för denna marknad som nu inte kan förutses. Man kan konstatera att den svenska penningmarknaden utvecklats väl utan någon detaljstyrande lagstiftning. Det är givetvis viktigt att en ny reglering inte medför störningar i marknaden som hittills inte funnits.

Eftersom kommittén inte funnit anledning att göra en fullständig genomgång av penningmarknaden, avstår föreningarna från att i detta yttrande gå in i närmare detaljer härvidlag. Föreningarna anser att i den fortsatta beredningen av ärendet i regeringskansliet bör utrönas vilka effekterna blir på penningmarknaden. Innan några beslut tas bör dock föreningarna beredas tillfälle att genom erforderlig expertis ge sina synpunkter.

Föreningarna tillstyrker många av kommitténs förslag rörande börs- och clearingverksamheten. Det gäller i fråga om flera av de grundläggande kraven på börsverksamhetens bedrivande. I flera viktiga avseenden har föreningarna dock uppfattningar som avviker från kommitténs. Dessa skall behandlas i det följande.

Föreningarna har inget att invända mot förslaget att clearingverksamhet får äga rum endast efter auktorisation och under tillsyn samt på förutsättningar som motsvarar vad som gäller för börsverksamhet.

Med anledning av kommitténs diskussion vill föreningarna uttala sitt stöd för uppfattningen att en clearingfunktion inte förutsätter att den som upprätthåller clearingen måste inträda som motpart i alla affärer som clearas. En annan sak är att ett sådant inträde kan vara mycket tjänligt bl.a. för riskutjämning. Föreningarna har inget att invända mot förslaget att clearingverksamhet får äga rum endast efter auktorisation och under tillsyn samt på förutsättningar som motsvarar vad som gäller för börsverksamhet.

Det finns inga skäl för lagstiftaren att i övrigt ange de organisatoriska förutsättningarna för clearing. Om denna skall vara kopplad till en marknadsplats eller stå fri, liksom om man skall ha en eller flera clearingorganisationer måste få avgöras av marknaden. Vad som är billigast och bäst kan avgöras med störst säkerhet endast genom marknadens ställningstagande. Tillsynen utgör en garanti mot att verksamheten bedrivs på ett icke önskat sätt.

I överensstämmelse med vad som uttalats om börsverksamhet avvisar föreningarna en behovsprövning av det slag kommittén föreslår för rätten att etablera clearingverksamhet. I stället bör samma slag av skadeprövning som föreningarna förespråkat för börsetablering förekomma i fråga om clearingverksamhet.

1.1.10 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

VMK har enligt SARF:s uppfattning gjort en i stora stycken mycket förtjänstfull genomgång av den svenska värdepappersmarknaden.

Den starkt tilltagande internationaliseringen av världens kapitalmarknader kommer att på många sätt påverka och styra utvecklingen av den svenska värdepappershandeln. Inte minst den kommande utvecklingen med fritt utbyte av finansiella tjänster och fria kapitalrörelser inom EG kommer att påverka svensk kapitalmarknad. Det är därför av yttersta vikt att lagstiftaren noga beaktar de internationella konkurrensförhållandena och anpassar det svenska regelverket så att en internationellt konkurrenskraftig värdepappersmarknad kan utvecklas i Sverige.

En internationellt konkurrenskraftig värdepappersmarknad kan bäst utvecklas om marknader för handel i svenska och utländska värdepapper som uppfyller vissa i förväg uppställda kvalitetskrav, fritt får etableras. Genom en sådan fri etableringsrätt för nya marknader skapas också goda förutsättningar för att uppnå hög effektivitet och innovationsförmåga.

Lagstiftningen avseende värdepappersmarknadernas organisation m.m. bör utformas som en generell ramlagstiftning vars efterlevnad övervakas av en tillsynsmyndighet. SARF avstyrker därför att en särskild lagstiftning utformas för Stockholms Fondbörs. Samma regler bör gälla som för alla inhemska börser.

Eftersom Stockholms Fondbörs saknar en klar associationsform bör Fondbörsen ges en sådan. Lämpligen kan detta ske genom att börsmedlemmarna och börsföretagen ges möjlighet att bli ägare till Fondbörsen. SARF avvisar därvidlag lagstiftade begränsningar av ägande och ägarinflytande för börser. Sådana begränsningar kan nämligen bli till förfång för utövandet av ett aktivt ägaransvar. Lagstiftningen bör däremot förhindra att ägandet utnyttjas i konkurrensbegränsande syfte eller i syfte att begränsa tillträdet till marknadsplatsen.

1.1.11 Fondbolagens Förening

Föreningen ansluter sig i allt väsentligt till det gemensamma yttrande som utarbetats av Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund.

1.1.12 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

VMK diskuterar på sid. 282 i del 1 kortfattat frågan om även denna handel bör styras till fondbörsen, men kommer till slutsatsen att så ej bör vara fallet. Enligt riksförbundets mening är detta riktigt. En reell marknadsplats skulle visserligen vara till fördel för spridning av information om avslut på marknaden men problemet ligger f.n. i att marknaden är för tunn och att ingen vill åta sig rollen som market maker. Till detta är omsättningsskatten till stor del skuld. Då beslut numera fattats om skattens upphävande på denna marknad är det angeläget att skapa förutsättningar för en bra funktion av marknaden framöver. Enligt riksförbundets mening borde denna fråga kunna lösas i samråd mellan samtliga aktörer på marknaden.

1.1.13 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Värdepappersmarknaderna har mycket viktiga uppgifter att fylla i dagens samhälle. Organisationerna kan i allt väsentligt ställa sig bakom den analys som kommittén i kap. 5.1 - 5.2 gör av värdepappersmarknadernas betydelse samt av de krav som bör ställas på dessa marknader. För företagens del finns anledning att särskilt understryka den funktion aktiemarknaden har för att bidra till riskkapitalanskaffningen.

Samtidigt som man kan ställa sig bakom kommitténs krav på fungerande värdepappersmarknader måste det dock konstateras att ett uppfyllande av vissa av de formulerade målen starkt försvåras genom statsmakternas egna åtgärder. VMKs krav på att transaktionskostnaderna skall hållas nere och att handeln bör präglas av hög likviditet motverkas således effektivt av omsättningsskatten på värdepapper. Denna skatt har starkt

bidragit till att omsättningen vid Stockholmsbörsen gått ned på ett mycket påtagligt sätt och till att handeln i vissa svenska aktier i huvudsak sker utomlands. Organisationerna vill starkt understryka vikten av att omsättningsskatten på värdepapper helt avskaffas.

Om effektiva värdepappersmarknader kan skapas är detta till stor nytta för företagen och det svenska samhället i stort. Ju mer attraktiva sådana marknader kan bli desto mer lockar de till sig såväl placerare som emittenter. Ambitionen måste också vara att skapa sådana förutsättningar för finansiell verksamhet att svenska tjänster och svenska marknadsplatser blir attraktiva för såväl inhemska som utländska intressenter.

Dessa förutsättningar förbättras på åtskilliga punkter om VMKs förslag genomförs. Samtidigt finns det dock vissa ytterligare, grundläggande förändringar som måste till. Slopandet av omsättningsskatten på värdepapper är en sådan åtgärd som redan nämnts. En annan är att - i motsats till VMKs förslag - så långt möjligt avskaffa olika etableringshinder och genom andra liknande insatser lägga grunden för starka och effektiva värdepappersmarknader, skapade genom fri konkurrens.

1.1.14 Småföretagens Riksorganisation

Småföretagens Riksorganisation anser att fri etableringsrätt ska gälla för börs- och clearingverksamhet. Vi föreslår därför att koncession skall lämnas om verksamheten inte skadar det allmännas intresse.

Organisationen avstyrker förslaget att bankinspektionen i efterhand skall granska avgifterna på privatägda börser.

Organisationen kan inte finna att statligt inflytande är nödvändigt på en fri marknad. Lagstiftning, tillsyn och konkurrens måste vara den bästa garantin för en god verksamhet.

Det är av yttersta vikt, anser organisationen, att inga skatteskärpningar införs som försvårar börsnotering av mindre och medelstora företag.

1.1.15 Företagareförbundet

Förbundet instämmer i den reservation som avgivits av Kjell A. Mattsson, Per Westerberg samt Olle Wästberg.

1.1.16 Landsorganisationen i Sverige (LO)

En väl fungerande värdepappersmarknad är en viktig funktion i en utvecklad ekonomi. Dess huvudsakliga samhällsekonomiska funktioner är att förse näringslivet med riskkapital och att sprida och omfördela riskerna mellan placerarna på marknaden.

För att värdepappersmarknaden skall kunna fungera väl är det av stor betydelse att allmänhetens förtroende för verksamheten kan bevaras, vilket kräver en samhällelig reglering av verksamheten liksom offentlig tillsyn och kontroll.

Formerna för denna reglering måste givetvis anpassas till de förändringar som sker på marknaden som följd av den tekniska och ekonomiska utvecklingen.

Således är det önskvärt att samhällets regler gäller lika för all handel med värdepapper. LO tillstyrker därför den utvidgning av begreppet börsverksamhet som föreslås av utredningen, och som leder till att handeln med bl.a. optioner och terminer omfattas av reglerna.

1.1.17 Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB (OM)

OM har tagit del av det yttrande som Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Föreningsbankers förbund avgivit. OM ansluter sig i alla delar till de synpunkter på betänkandet som framförts av dessa organisationer.

OM instämmer till fullo i de synpunkter som framgår av reservation till betänkandet, avgivet av kommitténs ledamöter Kjell Mattsson, Olle Wästberg och Per Westerberg ("Reservationen").

Pluralism och relativism i internationell värdepappershandel; frågan om olika handelssystem

Till följd av OMs engagemang i olika länder, medlemsskap i internationella sammanslutningar samt deltagande i olika internationella konferenser har OM givits en bred bild av hur finansiell handel bedrivs i olika länder och avseende olika produkter, vare sig dessa är s.k. avistaprodukter eller derivativa produkter.

Varje sådan finansiell handel har präglats av omgivande legal och ekonomisk miljö, målgruppens behov, övriga handelstraditioner, teknikens utveckling och grundläggande faktorer som rör marknadens storlek, orderstorlek, orderfrekvens m.m. Över tiden skapar dessa faktorer grundförutsättningar till vilka handeln anpassar sig. Att med anspråk på någon grad av allmängiltighet eller långfristighet värdera vad som är en "rätt" eller "fel" är vanskligt.

Vissa normer rörande finansiell handel upphöjs gärna till allmängiltiga honnörsord, många gånger lika självklara som oprecisa. Exempelvis skall handelssystemen vara rättvisa, likabehandlande, neutrala m.m. Det är normer som alla beredvilligt omfattar. Sedan kan man i den praktiska tappningen likväl konstatera att visst gäller samma anslutningsregler och visst gäller samma tariffer/kostnader för medlemsskap men om likabehandling är för handen kan diskuteras. En stor grundkostnad för medlemsskap kan för en liten förmedlare vara mycket kännbar medan den för en större förmedlare är närmast försumbar. Då rör sig det i alla fall inte om ekonomisk likabehandling. När en viss fysisk placering av hävd tillerkänts en mäklarfirma på ett golv eller i ett börshus med bättre läge än vad som erbjuds en nytillkommen, kan likabehandlingen också ställas ifråga. En lokalisering "utsocknes" med osäkrare telekommunikationer, längre svarstider etc. ger inte likabehandling i ett övrigt neutralt elektroniskt system.

En ärlig strävan efter likabehandling och oväld i upprätthållandet av de normer som fastslagits för viss handel måste alltid föreligga, men vetskapen om att inget system är absolut rättvist till yttersta decimalen måste också erkännas. Verkligheten är helt enkelt sådan. Exempelvis kan beslut fattade av majoritetsintressen i en börs dominerad av stora medlemmar

uppfattas stå i strid med vad de mindre anser vara sin rätt till likabehandling. Det är inget konstigt i det, sådana väsentlighetsöverväganden kommer alltid till uttryck i fria ekonomiska system, som har att göra med handel och distribution i vid bemärkelse och baseras på grundläggande kostnads/intäktsfaktorer. Därvidlag är börsverksamhet eller clearingverksamhet inte avvikande från annan ekonomisk verksamhet.

Enligt värdepappersmarknadskommitténs uppfattning måste regleringen sträva efter att uppfylla vissa övergripande mål för att värdepappersmarknaderna skall kunna fullgöra sina uppgifter på ett från alla synpunkter tillfredsställande sätt. Enligt kommittén kvarstår kanske med ännu större tyngd idag att marknaderna skall åtnjuta allmänhetens förtroende. Till detta krav vill kommittén lägga att verksamheten på marknaderna skall bedrivas effektivt och säkert samt att börsverksamhet skall kunna drivas varaktigt och uthålligt i Sverige, oavsett marknadsutvecklingen.

Värdepappersmarknadskommitténs arbete präglas av en önskan om effektivitet och konkurrenskraft i svensk värdepappershandel, och det är en gemensam värdering. Frågan gäller medlen att åstadkomma detta. Kommittén nämner att "regleringen" skall uppfylla vissa mål, dvs. utgångspunkten är att reglering skapar effektivitet. Däremot talas mindre om andra effektivitetsfrämjande åtgärder för att skapa/stärka konkurrenskraften. Börs och clearing skall "bedrivas effektivt och säkert med låga kostnader och samtidigt "varaktigt och uthålligt i Sverige, oavsett marknadsutvecklingen". Hur skall detta tolkas? Om marknadsutvecklingen är negativ, dvs. volymen fortsätter att minska så går naturligtvis ekvationen inte ihop. Det finns stora och fasta kostnader för infrastrukturen. Dessa kostnader måste på något sätt bäras av den hanterade volymen (om inte det allmänna vill bestrida kostnaderna). Det kan med andra ord föreligga en uppenbar målkonflikt mellan kravet på varaktighet och uthållighet oavsett marknadsutveckling och önskan om kostnadseffektivitet genom att den volym som skall bära kostnaden kan minska. Reglering kan ingalunda skapa förutsättningar för effektivitet om inte även andra förutsättningar ges för dynamisk konkurrens och positiv volymutveckling i Sverige.

I en sådan ekonomisk verksamhet som under de senaste decennierna blivit avlastad detaljregleringar (bruttoprisförbud etc.), är det naturligt att pris länkas samman med prestation och att konkurrens främjas. En liten order förorsakar fasta grundkostnader, ofta av samma storlek som för en stor order. Dessa kostnader totalt måste bäras av den volym det är fråga om. Varje rationellt debiteringssystem utgör en rimlig avvägning mellan grundkostnader och direkt rörliga kostnader och utmynnar i vad som skall bäras av avnämarna för enskilda order eller tas ut på annat sätt. Att för finansiell handel/distribution axiomatiskt hävda att priset för en enhet (detaljdistribution) skall vara lika med priset för tusen enheter (grossistdistribution) är ingen självklarhet. Detta diskuteras närmare i SNS-studien "Strategier för en bättre kapitalmarknad", Stockholm 1989 ("SNS-studien"), sid 73-74, i de svenska ekonomernas kommentar till Millers och Uptons uppsats.

I begreppet marknad och handel ligger också erkännandet av att kunskapen och intentionerna hos marknadens aktörer inte nödvändigtvis skall vara allmänt tillgänglig kunskap. Här hänvisas till SNS-studien sid. 48-53. För den som av olika skäl önskar eller tvingas utbjuda stor volym är det inte självklart att andra än de potentiella köparna ska få ta del av kunskapen om att den volymen finns, och ej heller att volymen kommer från samma aktör. En sådan kunskap alltför vitt spridd kan orsaka en kännbar välfärdsförlust för den som önskar utbjuda volymen just emedan det inte rör sig om en normal "standardpost", som med god frekvens föreligger för en viss marknad och som kan matchas utan riskerna av en tidsutdräkt. Rätten att undanhålla viss del av informationen eller att selektivt söka vad som bedöms vara realistiska motparter är lika försvarbar som den lille aktörens rätt att med omedelbarhet kunna handla standardposter. Anonymiteten i marknaden är m.a.o. en faktor som i vissa sammanhang värderas och i andra ej önskas. Förekomsten av anonym matchning dels i elektroniska system som sådana, dels i OM's blockorderhandel och hos internationellt verksamma, s.k. interbankbrokers som inte tar egna positioner, visar de facto på behovet. Att andra marknadsplatser, t.ex. Stockholms fondbörs, i huvudsak redovisar vilka motparterna är i ett elektroniskt system, innebär inte att det är en allmängiltig sanning att så ska ske.

I kontakter med många utländska handelssystem har vi i vår erfarenhet just kunnat konstatera att några allmängiltiga sanningar inte existerar. Jämför t.ex. specialistsystemet på American Stock Exchange och på New Stock Exchange där specialisten har både ansvaret och förtroendet att hålla marknad i vissa bestämda aktier eller optionsserier. Det innebär inte endast att han ska ställa priser och hålla reda på en orderbok, utan också genom egna köp och försäljningar ta positioner för att utjämna överskott eller underskott i utbud och efterfrågan. Annorlunda uttryckt blandar han egna affärer med kundaffärer på ett sätt som på andra håll, exempelvis inom Chicago Board Options Exchange, anses felaktig.

I vår värdepapperstradition har vi haft kommissionshandel parallellt med egenhandel och ofta utförd av samma personer för samma organisation. Vi har ingen anledning att anta annat än att det sköts på ett ansvarsfullt sätt, men huruvida det är neutralt eller ej och ger resultat som för kunden är det bästa beror just på hanteringen hos dessa personer. I det åtgärdsprogram OM tog initiativ till hösten 1987 ingick bland annat att Bankinspektionen, för att tillgodose kundintresset, skulle kräva att fondkommissionären tidsstämplade mottagna uppdrag från slutkunder för att kunna länka det till utförandet av uppdragen. Det och andra råd kom sedan också att ingå i Bankinspektionens författningssamling som gavs ut i början av 1988, medan likartade normer, såvitt vi vet, ej är på motsvarande sätt påbjudna för avistahandeln. Hos OM är också föreskrivet att kommissionshandel och egen handel skall utföras på olika konton, för att sammanblandning skall undvikas.

Samtidigt som vi tycker att en sådan regel normalt är riktig för derivathandeln, så har vi respekt för att det kan finnas en riskabsorberande funktion hos fondkommissionären som också tillgodoser kund-

intresset. Om exempelvis en kund önskar en viss bestämd volym i ett värdepapper eller en optionsserie och marknaden är tunn så att det är svårt att få fram volymen, kan fondkommissionären behöva tid för att överbrygga bristen på marknadskapacitet. Han kan kanske reducera osäkerheten för kunden genom att ta den position marknaden inte omedelbart kan tillgodose för att senare avlasta sin portfölj, när marknadens kapacitet är sådan att det går. Alternativt vill kunden ha en s.k. oddlot, en bruten standardpost, och då kan fondkommissionären fullgöra en växlingsfunktion. Fondkommissionären har, i det fallet, reellt agerat i affär mot kunden och därigenom absorberas en risk kunden slipper. Kunden får omgående ett fast pris för den begärda volymen, medan fondkommissionären kanske tillgodogör sig ett pålägg för sin positionsrisk jämfört med ett gällande marknadspris för vad volym som fanns tillgängligt då ordern kom. Skillnaden utgör ersättning för att han tar risken att överbrygga tidsglappet mellan utbud och efterfrågan eller en volymdiskrepans. Det går inte att entydigt hävda att förfarandet är oneutralt eller oändamålsenligt; den specifika situationen måste värderas. Den förmedlare som konsekvent ger sig oberättigade fördelar på kundens bekostnad tappar i längden affärerna, så länge konkurrens befrämjas.

Frågan om vilken information som skall vara kontinuerligt given till marknaden är inte heller enkel att svara på. På alla marknader ges bästa pris medan kvantitet ofta inte ges vare sig som total volym eller volymuppskattningar. På andra marknader finns möjlighet att få detaljerad kunskap om djupet. Kutymerna i detta avseende är ofta relaterat till vad som är praktiskt görligt på ett tillförlitligt sätt, och till marknadsaktörernas värdering. I diskussioner med den engelska tillsynsmyndigheten Securities and Investments Board ("SIB") med anledning av tillståndsprövningen av OMs dotterbolag OM London LTD ("OML") som engelsk börs ifrågasattes initialt om djupet i marknaden skall lämnas för de priser som inte utgör aktuellt bästapris, medan ett sådant förfarande på andra marknader anses riktigt.

Ovanstående exemplifierar att marknadens behov måste styra handelsystemets utformning. Av det skälet är det tillfredsställande att kommittén i sitt förslag givit utrymme för OM's handelssystem, såväl det elektroniska som det telefonbaserade blockordersystemet. Att frågan om blockordersystemet likväl tilldragit sig så stort intresse under kommitténs arbete och även ägnats så mycket plats i skrivningarna, är kanske mer ett uttryck för den begränsade kartläggningen av hur varierande internationella handelssystem kan vara utformade än uttryck för mer bestående sanningar. Det är enligt vår uppfattning en brist i denna utredning att man ägnat så mycket kraft åt en specifik detalj utan att i övrigt haft ambitionen att kartlägga handelsteknikfrågor i ett internationellt perspektiv eller jämföra graden av neutralitet ur kundens synpunkt i en s.k. handlarmarknad (market maker), där kundens ekonomiska intresse står i direkt motsatsförhållande till motparten - en avgörande principiell skillnad mot marknadsplatsmodellen, oavsett ägarförhållande eller eventuell förekomst av vinstintresse.

Under det engelska regelverket (Financial Services Act) har OM fått såväl sin clearingmodell som handelssystemen i övrigt godkända av en mycket erfaren tillsynsmyndighet med tillsyn över sex börser och tusentals organisationer verksamma inom förmedling, rådgivning, market making etc. SIB har vid värdering av OM's modell inte haft anledning till erinringar eller krav på modifieringar. Tvärtom har sådana faktorer som att OM drivs i vinstsyfte samt att på marknadsplatsen förekommer en blockorderfunktion, betjänad av OMs egna tjänstemän, bedömts som positiva och intressanta inslag i börsverksamheten. Det kan för övrigt noteras att den börsauktoriserande myndigheten under de olika rättsordningarna i Finland, Frankrike, Spanien och Norge också godkänt OMs modell för de OM-baserade börserna Suomen Optiomeklarit Oy, OM France S.A, OM Iberica S.A respektive för Norsk Opsjonsmarked A/S-NOM.

Även om flertalet börser i allt högre omfattning börjar använda datorbaserade hjälpmedel för att rationalisera verksamheten och underlätta informationsspridning m.m. så är det på intet sätt oomtvistat vad för handelssystem som bäst gynnar avnämnarna. Utredningen antyder en närmast rörande tilltro till elektronikens välsignelser i handeln. Har man bara elektronik så blir allt bra. Detta sker utan någon analys av elektronikens för- och nackdelar. På många börser anses "Open-out-cry-systemet" vara överlägset elektroniska system.

I OMs utveckling har vi kunnat konstatera att elektroniken är bra och nödvändig för rationell hantering av clearing och att den också har många förtjänster i marknadsplatsens småorderhantering. Vi utvecklar också modernare och effektivare marknadsplatssystem att kopplas samman i ett öppet nätverk. Därmed är det inte en självklar slutsats att elektroniken löser alla problem. OMs blockordersystem, som i sina marknadsplatsfunktioner f.n. ej är byggt på elektronisk hantering, har rönt mycket stor uppskattning i Sverige och på andra håll på grund av att den på ett effektivt sätt tillgodoser handelns behov. Som privat börs med effektivitet och avkastning som ledstjärna kan man vara förvissad om att OM-börser kommer att sträva efter att använda de system som gynnar ifrågavarande handel bäst. Teoretisk dogmatism bör underordnas avnämarintressena. Bred erfarenhet av olika handelssystem förefaller hos SIB och Department of Trade and Industry ha danat en ödmjukhet för mångfaldens betydelse och en begränsad ambition att i detalj föreskriva hur handeln skall gå till. Samma insikt finns i den amerikanska debatten. (Se kopia av intervju med professor M. Miller i tidsskriften "Fortune", mars 1990. Bilaga 2.) Ovanstående skall på intet sätt tolkas som att investerarnas skydd och rättigheter skulle vara urvattnade vare sig i Storbritannien eller i USA. Konsumentskyddet är en bärande tanke i Storbritannien (liksom i USA) och understöds av långtgående uppföljning av relationen marknadsplats - clearingorganisation - förmedlare - kund -placeringsrådgivare - kund osv. Även dessa frågor är dock inte föremål för lagreglering i alla detaljer utan till stor del delegerade till SIB och till de under SIB stående Self Regulatory Organizations ("SRO").

Syftet med Financial Services Act lämnas som information och kan sammanfattas i följande punkter (Utdrag ur "Guide to the Financial Services Act", London, 1986).

- Skapa effektivitet inom den finansiella sektorn
- Främja konkurrens inom landet och internationellt
- Skapa förtroende hos emittenter och placerare för att den finansiella sektorn är ordnad
- Åstadkomma ett ramverk, som är tillräckligt flexibelt och klart för att styra men ej hindra strukturella och andra förändringar.

För att åstadkomma detta har enligt "Guide to the Financial Services Act" följande principer följts:

- Den viktigaste garantin för att kundernas behov och förväntningar tillgodoses är marknadskrafterna
- Dessa skall främjas genom bättre och rikligare information
- Lagen skall garantera likabehandling

I "Guide to the Financial Services Act" sägs vidare följande beträffande regleringsbehovet:

"Regeringen var medveten om behovet av förbättring av de lagar som rör placerarskydd samtidigt som man var på det klara med risken för överreglering. Regleringen skulle utgöra ej mer än det minimum som erfordras för att skydda placeraren. Regeringen gör samtidigt klart att reglering ej kan eliminera risk och att element av risk är inneboende i placeringar till skillnad från sparande."

Vad gäller detaljeringsgraden i Financial Services Act rörande förutsättningarna för att driva börsverksamhet framgår de av Bilaga 3 "Lagregler för engelska börser" till detta yttrande. Den finansiella rapporteringen från de företag som är verksamma på marknaden i olika funktioner mot allmänheten är emellertid mycket utvecklad i regelverkan från aktuella SRO för att tillgodose investerarnas ekonomiska grundskydd.

Sammanfattningsvis har den breda internationella utblick OM erhållit givit en övertygelse om sanningen i att "handeln finner sina vägar". Dessa vägar omfattar innovationer såväl vad gäller produkter som handelssätt. I SNS-studien, sid. 35-37, och i internationell fackpress har OM:s på normal företagsekonomisk grund byggda börs- och clearingverksamhet fått starkt stöd. Det är viktigt även på dessa områden att genom etableringsfrihet ge andra företag möjligheten att pröva sina innovationer på den marknad OM är verksam eller på andra områden av den finansiella handeln. På sid. 56 i SNS-studien säger Miller och Upton följande:

"Utöver detta finns det kanske en enda viktig läxa att lära av den stora mängden färsk akademisk forskning om marknadsstrukturer - en enkel och självklar läxa: värdepappersbranschen måste ha möjlighet att snabbt anpassa sig till ny transaktionsteknologi, nya produkter och nya kundkategorier. Utvecklingstakten på det finansiella området visar inga tecken på att mattas. Behovet av flexibilitet blir allt större allteftersom 'globaliseringen' av kapitalmarknaderna blir verklighet, och det gäller i synnerhet för ett relativt litet land som Sverige."

I USA finns uppemot ett 40-tal börser registrerade. Börsbegreppet har sin historiska grund i vad som var börs på 30-talet när nuvarande värdepappperslagar skrevs. Delta Government Options Corporation ("Delta") ägs av en stor internationell broker, RMJ Options Trading Corporation ("RMJ"), tillsammans med Security Pacific National Trust Company. Företaget har efter lång tids utveckling och legala förpostfäktningar, i januari 1989, ansökt hos Securities and Exchange Commission, ("SEC"), om möjligheten att starta handel i derivatprodukter. Denna skulle baseras på obligationer med clearing hos Delta och handel genom ett system tillhandahållet av RMJ. SEC lämnade i början av 1989 ett "No Action letter" vilket innebar att det var fritt fram att starta. Två etablerade Chicago-börser ansökte om stämning på SEC för att man ansåg att SEC genom sitt "No Action Letter" frångått en skyldighet att uttala sig mer specifikt. Domstolen beslöt i september 1989 att SEC måste besluta huruvida verksamheten i Delta och genom RMJ var en verksamhet som kunde tillåtas. SEC lämnade i början av 1990 klartecken för företaget att verka som clearingorganisation och att tillhandahålla sitt handelssystem genom RMJ (vilket de etablerade börserna med stor snabbhet har överklagat).

Det som är intressant med hänsyn till kommitténs synpunkter kring behov av börser och clearingorganisationer även ur svensk horisont är, för det första, att de etablerade intressena så kraftfullt försöker förhindra en nyetablering som innebär en innovation. Vidare att ägarfrågan, dvs. att ett par organisationer äger ett clearing- och handelssystem och det faktum att det är vinstinriktat, inte utgjort något principiellt bekymmer i den diskussion som förts av SEC, samt att det på många håll, däribland USA, finns en grundläggande positiv inställning att pröva nya vägar för handel i tillägg till redan etablerade. Materialet om rättsfallet tillställs Finansdepartementets värdepappersenhet separat. Vad gäller vinstfrågan kan konstateras att flertalet av de nya börser som växer fram i dag baseras på uppfattningen att börsen självständigt skall kunna drivas i vinstsyfte (jfr även resonemangen i SNS-studien). Med de ofta mycket stora ekonomiska risker som idag är förknippade med kostsam och ofta riskfylld teknisk utveckling, som vidlåder upprättandet av elektroniska handelssystem m.m. har den ursprungliga traditionen att de av användarna som är mellanhänder finansierar börsen på många håll ersatts av insikten att börsen i sig måste ha en resultatgenererande förmåga som gottskrivs börsen som organisation, och att börsen också har andra användare, som kanske önskar ägande och inflytande och inte bör utestängas från det. Speciellt accentuerat blir nödvändigheten därav om nyttjarna och finansiärerna ej är samma personer eller utnyttjar börsen i mycket olika omfattning (jfr diskussionen i Reservationen).

1.1.18 Konungariket Sveriges Statshypotekskassa

Betänkandet innefattar en mycket grundlig genomgång av aktiemarknaden. Penning- och obligationsmarknaden har getts en knappare och ofull-

ständigare behandling. Enligt kassastyrelsens mening har kommittén (VMK) inte tillräckligt beaktat skillnaderna mellan aktiemarknaden och obligationsmarknaderna utan mekaniskt föreslagit att ett regelsystem anpassat till den förra skall gälla även den senare.

1.1.19 Invik & Co. AB

Kommittén har i kap. 5 lämnat en översikt över sina allmänna överväganden till förslaget till lagstiftning för värdepappersmarknaden. I kap. 5.6 (Regelverkets allmänna utformning) ges en överblick över de syften som styrt förslagen vilka för börs- och clearingorganisationen närmare kommenteras i kap. 6. Invik lämnar nedan sina inledande synpunkter på dessa överväganden.

Invik anser att utgångspunkten för lagstiftningen skall vara att all verksamhet på värdepappersmarknaden skall utformas så att den ger de enskilda kapitalplacerarna och allmänheten största möjligt skydd (jfr betänkandet del 1 s. 270xm). Verksamheten skall också ges sådana regler att den kan bedrivas effektivt och uthålligt i Sverige. Invik är inte av uppfattningen att dessa ändamål uppnås genom kommitténs förslag som till stora delar såvitt avser lagförslagen till börs- och clearingverksamhet kan få ett motsatt resultat genom att förstärka och skydda redan etablerade aktörer och därigenom förhindra inhemsk konkurrens.

En väl fungerande inhemsk kapitalmarknad är av största vikt för Sverige. Kapitalmarknaden skall inte bara fungera som en resurs inom Sverige utan måste även på ett effektivt sätt kunna konkurrera med utländska kapitalmarknader. För att detta skall kunna ske krävs att den svenska kapitalmarknaden av lagstiftaren tillåts att organisera sig och även fortlöpande omorganisera sig i sådana former att konkurrensen från utlandet kan bemötas. Lagstiftningen bör således ej utformas på ett sådant sätt att ett visst förhållande befästs eller förstärks till följd att inhemsk konkurrens försvåras. Lagstiftningen bör utformas så att marknaden kan anpassa sig till nya förhållanden och att den därigenom kan behålla sin konkurrenskraft.

Bland de faktorer som i första hand kommer att påverka svenska kapitalmarknadens konkurrenskraft är den utveckling som sker i utlandet sammankopplat med utveckling av ny teknik. Om en ny lagstiftning inte tillåter den svenska marknaden att anpassa sig efter de nya situationer vilka kan uppstå kommer den svenska kapitalmarknaden att bli en regional marknad där de stora svenska företagen alltmer kommer att tvingas söka sig utomlands för att lösa sina kapitalbehov.

Lagstiftningen bör därför utformas på ett sådant sätt att marknaden ges största möjlighet att utvecklas för att möta denna konkurrens. En ny lag om börs- och clearingverksamhet bör utformas så att den ger fri etableringsrätt för börsverksamhet under förutsättning att den föreslagna verksamheten ej är skadlig för landet. Vidare bör en lag utformas så att villkoren är klara och entydiga. Kontrollen av verksamheten bör utföras av en myndighet vilken skall ha utförliga instruktioner hur kontrollen skall utövas.

Med en fri etableringsrätt bör möjligheterna till aktiehandel förbättras. Den totala handelsvolymen kommer troligtvis att öka som följd av detta och det utbyte som kan komma att ske mellan handelsplatserna kommer säkerligen inverka positivt på likviditeten. Flera börser bör ge större likviditet och högre volym och ej tvärtom. Informationen från börserna skall vara fullständig och samtidig till alla marknadens aktörer. I dagens läge har Stockholms fondbörs ensidigt beslutat att viss information skall frånhållas vissa aktörer. Utsatt för konkurrens skulle dylik riktad informationsgivning troligen ej kunna förekomma.

För clearingorganisationer kan samma skäl anföras. Marknaden bör bestämma om den vill ha en eller flera clearingorganisationer. Myndigheternas uppgift bör vara att ange reglerna för verksamheten och ej ensidigt bestämma vilka som skall agera på marknaden. Behovsprövningen bör alltså även här ersättas med villkoret att tillstånd skall ges om den föreslagna verksamheten ej är skadlig.

1.2 Monopolfrågan/Stockholms fondbörs

1.2.1 Kammarrätten i Stockholm

I enlighet med sina direktiv har kommittén övervägt om det är motiverat att upphäva den lagstadgade ensamrätten för Stockholms fondbörs att driva fondbörsverksamhet. I betänkandet anges (del 1 s. 314) att det inte föreligger skäl att behålla börsmonopolet vad gäller andra fondpapper än aktier, aktierelaterade instrument och vinstandelsbevis. Beträffande dessa handlingar finner kommittén att det inte är önskvärt att marknaden splittras. Som skäl anförs bl.a. att likviditeten och informationsspridningen sannolikt blir bättre om handeln koncentreras kring en börs. Kammarrätten har inte några invändningar mot kommitténs bedömning i dessa delar.

Kommittén finner (del 1 s. 314) vidare att det inte från lagteknisk synpunkt framstår som eftersträvansvärt att behålla börsmonopolet beträffande aktier o.d. men inte för andra fondpapper eller övriga finansiella instrument. Härigenom skulle nämligen asymmetri uppkomma i lagstiftningen. Kammarrätten, som i och för sig ställer sig positiv till kommitténs strävan efter att skapa enhetliga regler för värdepappersmarknaden, ställer sig skeptisk till en lagstiftningsprodukt som inte skall fylla någon praktisk funktion utan endast utgör en lagteknisk konstruktion. Möjligen kan förslaget motiveras av den snabba utvecklingen på värdepappersmarknaden. En situation som skulle kunna göra den föreslagna ordningen befogad är att Stockholms fondbörs inte längre skulle uppfylla de krav som måste ställas på en börs med monopolställning. För att en annan börs skall kunna konkurrera på lika villkor med Stockholms fondbörs måste emellertid lagstiftningen i vad avser både offentligrättsliga och privaträttsliga inslag vara neutralt utformad med avseende på olika fondbörser i förhållande till varandra. Kommitténs förslag uppfyller inte detta krav. Mot bakgrund av vad som har sagts nu bör de föreslagna reglerna om börsstyrelse och avgiftsuttag övervägas ytterligare, om lagstiftningen formellt inte skulle bevara något börsmonopol.

1.2.2 Bankinspektionen

Bankinspektionen delar VMK:s bedömning att börsmonopolet bör avskaffas. Skälet härtill är att skyddsintressena på marknaden kan tas till vara utan ett sådant monopol.

Bankinspektionen delar vidare VMK:s uppfattning att Stockholms fondbörs enligt lag bör ha rätt att utan inskränkning bedriva börsverksamhet med alla typer av fondpapper och andra finansiella instrument samt att börsverksamhet i övrigt bör vara förbehållet endast sådana företag som erhållit särskilt tillstånd till sådan verksamhet. Med hänsyn till att börsverksamheten fyller en viktig samhällsfunktion bör tillståndsprövningen såsom VMK föreslagit tillkomma regeringen. I övrigt bör Stockholms fondbörs inte särbehandlas i lagstiftningen utan bör få bedriva verksamheten på samma villkor som andra inhemska eller utländska marknadsplatser.

När det gäller andra verksamheter på den finansiella marknaden är tendensen att behovsprövningen avskaffas. Så har skett för försäkringsrörelse och föreslås även ske för bankverksamhet. Den ökande internationella handeln med värdepapper medför också på detta område att en anpassning bör ske till vad som gäller i andra länder. Av den redogörelse som kommittén gjort i kap. 3 framgår att i länder av betydelse det finns flera aktiebörser vilket tyder på att etableringshindren inte är alltför stora. Mot bakgrund härav synes det ligga bäst i linje med utvecklingen att inte ställa upp ett krav på att verksamheten skall vara till nytta för det allmänna. Bankinspektionen anser att den föreslagna behovsprövningen bör ersättas med ett krav på att verksamheten inte skall vara till skada för det allmänna. Prövningen av kvalitetskraven är då av avgörande betydelse.

Införs det ändå en behovsprövning vill inspektionen föreslå att tillämpningen inte skall vara så restriktiv som kommittén angivit vad gäller behovet av flera börser. Det bör i stället överlåtas på regeringen att utan sådana skrivningar i förarbetena pröva när behov av verksamheten föreligger.

1.2.3 Försäkringsinspektionen

I detta kapitel föreslår kommittén bl.a. att det legala börsmonopolet skall upphöra samtidigt som man redovisar den bedömningen att det inte i Sverige kan anses finnas utrymme för någon ytterligare aktiebörs vare sig som konkurrens till Stockholms Fondbörs eller i form av en regional eller lokal börs. Ställningstagandet grundar sig bl.a. på att en väl fungerande börs kräver hög likviditet och en snabb marknadsinformation.

Försäkringsinspektionen ansluter sig till förslaget om det legala börsmonopolets upphörande. Inspektionen har emellertid den uppfattningen att en hög likviditet väl kan uppnås i en aktie som samtidigt handlas på flera börser, vilket också framgår av den situation ett flertal av de större svenska börsbolagens fria aktier hamnat i efter införandet av den svenska aktieomsättningsskatten. Vad gäller marknadsinformation distribueras sådan till stor del elektroniskt och är därmed oberoende av varifrån distributionen sker.

Inspektionen finner det inte meningsfullt att samtidigt som man föreslår ett avskaffande av börsmonopolet klargöra att det inte finns utrymme för någon alternativ aktiebörs. I det närliggande EG-perspektivet kommer sannolikt effektivitet att vara ett nödvändigt inslag för att en börs skall kunna överleva på marknaden, oavsett om det är fråga om en monopolbörs eller inte, varför ett scenario med ett antal ineffektiva börser verksamma parallellt bedöms som mindre troligt. Varje koncessionsansökan bör därför enligt inspektionens mening i framtiden behandlas utifrån de vid tillfället rådande marknadsförutsättningarna.

1.2.4 Riksgäldskontoret

Det nuvarande monopolet för handel vid Stockholms Fondbörs har, som tidigare påpekats, i ett flertal avseenden eroderat. Mot denna bakgrund finns enligt riksgäldskontoret inga motiv för att bibehålla det nuvarande börsmonopolet. En fri etableringsrätt skulle innebära att alternativa handelssystem fritt kan utvecklas för olika marknader på det för intressenterna mest ändamålsenligt sättet.

Stockholms Fondbörs uppgift får med detta synsätt en mer renodlad roll som marknadsplats. Sannolikt kommer aktiehandeln att vara den för fondbörsen dominerande verksamheten. För att börsen i denna roll skall fungera effektivt vill riksgäldskontoret peka på vikten av att börsen också ges möjlighet att vara marknadsplats för alla typer av fondpapper och andra finansiella instrument. Nuvarande begränsningar härvidlag bör snarast slopas.

Kontoret vill i detta sammanhang ta upp frågan om behovsprövning vid inrättandet av börser. En sådan prövning skulle enligt kontoret innebära ett etableringshinder, vilket skulle försvåra konkurrensen och därmed leda till en sämre effektivitet i marknaden. Riksgäldskontoret avstyrker därmed kommitténs förslag att tillämpa behovsprövning vid etablering av börser. Kontoret vill i detta sammanhang också peka på att en sådan prövning saknar internationell förebild. Riksgäldskontoret finner det dock nödvändigt att bankinspektionen skall svara för kvalitetsbedömning innan tillstånd för handel på denna typ av marknadsplats ges.

Den av riksgäldskontoret föreslagna verksamheten för Stockholms Fondbörs innebär att börsens associationsform bör ses över. Enligt kontorets mening talar starka skäl för att börsen bör ombildas till ett aktiebolag, ekonomisk förening eller dyl., där intressenterna utgör ägarna. Denna fråga bör utredas skyndsamt t.ex. genom en av regeringen speciellt utsedd utredningsman.

Mot bakgrund av förslaget om börsmonopolets avskaffande föreslår kommittén ändringar i sammansättningen i styrelsen för Stockholms fondbörs.

Riksgäldskontoret välkomnar en neddragning av antalet ledamöter i styrelsen. Därmed skulle styrelsearbetet kunna effektiviseras. De intressenter, som framöver bör vara representerade i styrelsen är följande.

- Emittenter
- Fondkommissionärer
- Investerare

Enligt kontorets mening bör styrelsen kompletteras med en av regeringen utsedd representant för det allmänna. Vad gäller styrelsesammansättningen i övrigt bör den återspegla intressenternas ägarandel i börsen efter en eventuell ombildning.

Nyttorekvisitet vid etablering av börs- och clearingverksamhet riskerar även på derivatmarknaderna att leda till ett etableringshinder för nytillträdande företag.

Den verksamhet som OM bedriver med terminaler och optioner är inte någon börsverksamhet enligt den nuvarande börsdefinitionen. Enligt den av kommittén föreslagna definitionen skall dock "andra finansiella instrument" inkluderas, vilket innebär att OM:s verksamhet med derivatinstrument framöver skulle falla under definitionen börsverksamhet.

Det är enligt kontoret inte rimligt att OM på derivatmarknaderna ges ett monopol. Under det kommande året kommer PMC att tas i drift och efter driftstarten kommer även clearing av ränteterminer att kunna ske hos PmC. Det är viktigt att den föreslagna behovsprövningen ej hindrar PmC härvidlag.

1.2.5 Näringsfrihetsombudsmannen (NO)

NOs grundsyn är i övrigt att det inom dessa ramar bör överlåtas till marknaden att avgöra vilka marknadsplatser som skall finnas för olika typer av fondpapper eller andra finansiella instrument. Konkurrens, både faktisk och potentiell, är även för börsverksamhet det bästa medlet att uppnå bl.a. effektivitet i verksamheten och låga avgifter. NO vill här påtala att kommittén för ett ensidigt resonemang om nyttan av potentiell konkurrens. Genom att ge Stockholms fondbörs rätt att bedriva börsverksamhet med alla typer av finansiella instrument kommer de privatägda börserna enligt kommittén (del 1, s. 315) alltid att leva under hotet av att fondbörsen startar konkurrerande verksamhet. Något motsvarande erkännande av den nytta det skulle medföra om Stockholms fondbörs vore utsatt för motsvarande potentiella konkurrenstryck synes kommittén inte beredd att göra. Någon anledning att förorda eller favorisera någon viss form av ägande finns enligt NOs uppfattning inte. Även konkurrens mellan olika ägarformer torde bidra till effektivitet. NO anser att utvecklingen ifråga om handeln med optioner och terminer utgör goda exempel på att privata initiativ driver utvecklingen framåt och uppnår effektivitet i verksamheten. Problemet med monopol som diskuteras av kommittén är inte om de är offentliga eller privata utan i stället att de leder till ineffektivitet och onödigt höga kostnader.

Kommittén vill visserligen inte utesluta privatägda börser drivna i vinstsyfte men gör således sådana uttalanden att privatägda börser starkt ifrågasätts. NO anser att dessa uttalanden inte bör vara vägledande för ett kommande lagförslag.

NO har tidigare vid ett par tillfällen haft anledning att argumentera för att det legala monopolet för Stockholms fondbörs inte bör gälla. I och för sig är det därför tillfredsställande att kommittén föreslår att själva börsmonopolet skall slopas. Emellertid föreslår kommittén en tillståndsprövning för börser, med inslag av behovsprövning. Beträffande aktiehandel uttalar sedan kommittén att ytterligare en aktiebörs inte skulle bli till nytta från allmän synpunkt.

Monopolet för Stockholms fondbörs på aktieområdet kommer i praktiken således att bestå. Förslaget från kommittén att slopa monopolet för aktiehandel framstår som något man sett sig tvingad till från lagteknisk synpunkt men som inte skall medföra några förändringar i sak. Mot bakgrund av det principiella resonemanget ovan om fördelarna med konkurrens avvisar NO bestämt att sådana resonemang skall ligga till grund för tillämpningen av den nya lagen. NO håller visserligen med om, vilket internationella erfarenheter också synes utvisa, att marknaden själv strävar mot en koncentration av börsverksamhet. I och för sig håller NO inte för troligt att det i Sverige kommer att uppstå någon med Stockholms fondbörs konkurrerande börs av traditionellt rikstäckande slag. Däremot kan ingalunda uteslutas innovativa lösningar. NO anser t.ex. till skillnad från kommittén, att det vore önskvärt att möjlighet öppnas att etablera regionala och eventuellt lokala börser. Härigenom skulle troligen ytterligare företag motiveras att låta börsnotera aktierna.

1.2.6 Riksbanksfullmäktige

Gällande lagstiftning ger Stockholms fondbörs monopol på börshandel i fondpapper, dvs. både aktier och räntebärande värdepapper. Undantaget är derivatmarknaden, där f.n. OM utgör ett privat monopol. Kommitténs slutsats är att monopolet bör avskaffas, men i praktiken ges Stockholms fondbörs och OM ett mycket starkt skydd mot konkurrens genom att kommittén föreslår behovsprövning i samband med ansökningar om att starta nya börser.

Detta ställningstagande väcker flera frågor. De är dels av principiell karaktär, dels direkt kopplade till organisationen av handeln med räntebärande värdepapper. I detta avsnitt kommenteras kommitténs förslag vad gäller effekter på aktie- och derivatmarknaderna. Fullmäktiges synpunkter beträffande penning- och obligationsmarknaderna redovisas i avsnitt 4 nedan.

Som betonats ovan måste vid en bedömning av skyddsintressena hänsyn också tas till vilka effekter den föreslagna lagstiftningen har på effektiviteten på svenska värdepappersmarknader. Av avgörande betydelse i det sammanhanget är kommitténs syn på etablering av konkurrerande börser. Det finns inte någon internationell enighet om hur en börs bör definieras eller vilka regler som bör omgärda denna verksamhet. Förutom Sverige är det, enligt kommitténs redovisning, bara Danmark som har ett legalt börsmonopol. Trots att EG har lämnat direktiv om villkor för börsregistrering av värdepapper innehåller dessa ingen börsdefinition. EG har inte heller uttalat sig om hur värdepappersmarknaderna skall organiseras.

Ett av kommitténs övergripande mål är att börsverksamhet skall kunna drivas varaktigt i Sverige. För att uppnå detta mål krävs enligt kommittén offentlig reglering av den svenska värdepappershandeln som kan "bevara och om möjligt förstärka den svenska värdepappersmarknadens internationella konkurrenskraft". Utan offentlig reglering skulle inte heller "det för handels långsiktiga funktionsduglighet nödvändiga förtroendet kunna upprätthållas". Kommitténs utgångspunkt förefaller vara att lämnade till sig själva klarar inte aktörerna av att organisera handeln på ett konkurrenskraftigt sätt.

Det är inte självklart att börsverksamhet till varje pris skall bedrivas i Sverige. Det krävs goda skäl för att man skall förorda direkt eller indirekt offentligt stöd, i form av subventioner eller handelshinder, i den händelse svenska börser inte klarar konkurrensen med omvärlden. Det kan inte uteslutas att argument för detta finns, men kommittén presenterar ingen analys av denna fråga.

Kommitténs uppfattning är att den svenska konkurrenskraften försvagas om värdepappershandeln, främst aktiehandeln, splittras på ett antal delmarknader. Därför förordas en koncentration av handeln till en marknadsplats. Detta resultat skall dock inte uppnås genom att det legala monopolet för Stockholms fondbörs behålls. I stället föreslås att en nyttorekvisit införs, dvs. att ett grundläggande krav vid nyetablering av börsverksamhet skall vara att verksamheten kan antas vara till nytta för det allmänna. Kommittén konstaterar samtidigt att det inte kan förutses att ytterligare en svensk aktiebörs skulle bli till nytta för det allmänna.

Argumenten för att ge Stockholms fondbörs den privilegierade ställning som följer av nyttorekvisitet är att koncentration av handel till en marknadsplats skulle ge bättre likviditet och informationsspridning, och därmed en mer konkurrenskraftig svensk börshandel. Detta underbyggs med hänvisningar till de nationella värdepappersmarknaderna.

Kommitténs argument för ett reellt monopol på aktiemarknaden är således konkurrensförmågan visavi utländska börser. Detta skiljer sig från det gängse samhällsekonomiska synsättet. Om stordriftsfördelarna på värdepappersmarknaden vore sådana att de ledde till naturliga monopol skulle detta möjligen tala för offentliga börsmonopol. Det är emellertid inte uppenbart att aktie- och derivatmarknaderna kan karakteriseras som naturliga monopol i vanlig bemärkelse. För det första förekommer handel i svenska värdepapper på utländska börser. För det andra kan inhemska eller utländska börser organisera handel i instrument som inte är registrerade på etablerade börser, men i viktiga avseenden har likartade egenskaper. För investerare utan intresse att skaffa sig inflytande i företaget och utan tillgång till särskild information om enskilda företag är det inte avgörande vilka aktier han eller hon köper. Det innebär att en eventuell ensamrätt till handel i ett visst papper mer påminner om rätten till ett varumärke än om ett reellt monopol. Det gäller även på derivatmarknaden, där exempelvis instrument relaterade till ett index för Stockholms fondbörs till relativt låg kostnad skulle kunna introduceras på någon internationell optionsmarknad.

Mycket talar i stället för att värdepappershandeln, särskilt aktiemarknaden, utgörs av segmenterade marknader. Segmenteringen sker i olika dimensioner. En dimension är den geografiska som gör att amerikanska aktier främst handlas av amerikaner, medan svenska aktier främst handlas av svenskar. Den geografiska segmenteringen, som bl.a. har att göra med informationsskillnader, ger underlag för svenska aktiebörser, även om stordriftsfördelar kan leda till att aktiehandeln i internationellt verksamma svenska företag alltmer koncentreras till utländska börser. På samma sätt kan man hävda att det finns underlag för regionala börser inom Sverige. Dessa skulle kunna ha bättre förutsättningar att organisera aktiehandeln i lokala företag, samtidigt som de skulle kunna konkurrera med Stockholms fondbörs i fråga om aktiehandeln i nationella företag. Vad gäller etablering av konkurrerande inhemska aktiebörser, t.ex. "Göteborgs fondbörs", är förmodligen stordriftsfördelarna så betydande att det är realistiskt att tro att Stockholms fondbörs kan behålla sin dominerande ställning även utan hjälp av nyttorekvisit. Om så inte är fallet finns det desto större anledning att inte förhindra nyetableringar.

Börser kan också specialisera sig med avseende på vilka inregistreringskrav som ställs på emittenterna. Ur samhällsekonomisk synvinkel kan det vara värdefullt med organiserad aktiehandel i företag som inte vill eller kan uppfylla de registreringskrav som Stockholms fondbörs uppställer. Genom börshandel, och därigenom ökad likviditet i sina aktier, får dessa företag tillgång till billigare riskkapital än eljest. Placerare med intresse och kunskap för att handla i deras aktier kan göra detta på en likvid marknad. Andra placerare kan välja att handla i de aktier som finns registrerade på Stockholms fondbörs vilket ställer mindre krav på informationsinsamlande.

De tidigare invändningarna mot ett börsmonopol på aktiemarknaden är i minst lika hög grad giltiga för derivatmarknaderna. Detta beror på att produktutveckling, introduktion av nya instrument, är särskilt viktig på dessa marknader och att konkurrens kan antas förbättra förmågan till förnyelse. Kommittén avvisar också tanken på ett monopol för options- och terminsmarknaderna. Man motiverar detta bl.a. med att behovet av skydd för enskilda mindre placerare skulle vara mindre än på aktiemarknaden. Detta är dock inte relevant för frågan om monopol eller behovsprövning. Ställningstagandet mot monopol förefaller riktigt, men argumenten för detta är snarare av det slag som angivits ovan.

Kommittén kan i princip tänka sig flera börser på options- och terminsmarknaderna, men framhåller att "avsikten är dock även här att det inte skall etableras fler börser än som kan vara till nytta för samhällsekonomin". I betänkandet ges dock inga besked om vad som skall ligga till grund för en sådan behovsprövning. Att kommittén inte klarar av att göra detta är fullt förståeligt, eftersom det framstår som en i det närmaste omöjlig uppgift. Det är heller inte självklart vem som är bäst lämpad att bedöma "nyttan" av nya verksamheter. Det föreligger här en uppenbar risk för att alla nyetableringar uppfattas som mindre nyttiga av de redan etablerade börserna. Problemet med de facto monopol är

mest allvarligt på options- och terminsmarknaderna eftersom där finns ett privat monopol. Enligt förslaget skulle även OM skyddas av kravet på behovsprövning.

Dessa kommentarer är även giltiga beträffande kommitténs förslag om behovsprövning vid auktorisation av clearingorganisationer. De skyddsintressen som finns i detta led i handeln motiverar tillsyn, men är inget skäl för att ge de etablerade organisationerna monopol. Mycket talar för att det finns betydande stordriftsfördelar i denna verksamhet, vilket gör att det sannolikt endast finns plats för ett eller ett fåtal clearingföretag. Det innebär emellertid inte med säkerhet att det är fråga om starka monopol, då kostnaderna för att bygga upp ett clearingsystem inte behöver vara så stora. Precis som i fallet med börser gäller dessutom att eventuella monopoltendenser motiverar tillsyn och inte regler som förhindrar den konkurrens som kan uppstå.

Det finns uppenbar risk för att verksamheter bedrivs ineffektivt om etableringsfriheten är starkt beskuren, oavsett om detta sker genom lagstadgade monopol eller skydd mot konkurrens via ett nyttorekvisit. Det gäller i synnerhet i ett mer långsiktigt perspektiv genom att utvecklingen av nya produkter och metoder tenderar att bli eftersatt. Kommittén är medveten om detta, men menar att konkurrensen från utländska börser garanterar effektivitet. Det är en viktig faktor, men det är inte säkert att det är tillräckligt. Den utländska konkurrensen kommer exempelvis förmodligen även i framtiden bara att omfatta ett begränsat antal internationellt kända aktier. Bristen på inhemsk konkurrens gör att det finns en risk för att kostnader övervältras på emittenter som inte kan välja att registrera sig på utländska börser eller i andra clearingsystem. Det finns således starka skäl att tro att begränsade möjligheter att etablera börs- och clearingverksamhet snarare minskar än ökar effektiviteten i handeln. Det föreslagna nyttorekvisitet minskar den potentiella konkurrens som hotet om nyetablering innebär.

Vad gäller den internationella integrationen av svenska värdepappersmarknader kan kommittén tänka sig att utländska företag (utan egen etablering i Sverige) registreras som medlemmar vid svenska börser. I det motsatta fallet, svenska fondkommissionärers medlemskap i utländska börser utan egen etablering i det aktuella landet, ser inte kommittén något behov av auktorisation från svensk sida. Däremot föreslås att det "bör införas en möjlighet för bankinspektionen att förbjuda svenska fondkommissionärer och andra mellanhänder att ansluta sig till ett utländskt (datoriserat) handelssystem som anses ha en olämplig utformning".

Fullmäktige har tidigare hävdat att det inte i första hand är börser som kräver offentlig tillsyn, utan mellanhänder och clearingorganisationer. Detta gäller även utländska handelssystem så länge som bankinspektionen på ett tillfredsställande sätt kan utöva tillsyn över fondkommissionärernas utländska engagemang. Det är svårt att bedöma vilka risker som är förenade med att svenska fondkommissionärer är medlemmar i clearingorganisationer som inte står under bankinspektionens tillsyn. Förslaget kan dock komma att hindra svenska fondkommissionärer från att delta i verksamhet som utländska fondkommissionärer har tillgång till, vilket

skulle försämra deras konkurrensförmåga. Det skulle vidare försvåra för svenska investerare att utnyttja dessa marknader.

Fullmäktige anser därför att bankinspektionens beslut angående fondkommissionärers deltagande på utländska värdepappersmarknader inte bör baseras på en prövning av den aktuella börsen. I den mån det är fråga om omfattande engagemang kan dock eventuella brister i clearing- och settlementsystem innebära risker. Prövningen bör därför baseras på en granskning av denna del av det utländska handelssystemet.

Mot bakgrund av ovanstående resonemang tillstyrker fullmäktige kommitténs förslag om att avskaffa det legala monopolet för Stockholms fondbörs att organisera börshandel i fondpapper. Fullmäktige anser dock att behovsprövning vid auktorisation av börser och clearingorganisationer kan hämma värdepappersmarknadens effektivitet. Denna form av etableringshinder saknar dessutom internationella motsvarigheter. I sitt remissvar på kreditmarknadskommitténs betänkande tog fullmäktige avstånd från behovsprövning vid auktorisation av banker. Som tidigare har betonats är skyddsintressena på själva marknadsplatsen svagare än inom banksektorn och andra delar av värdepappershandeln, varför det finns en större anledning att inte försvåra etablering av börser. Fullmäktige avstyrker därför kommitténs förslag om att tillämpa behovsprövning vid auktorisation av börser. En kvalitativ prövning av den planerade verksamheten är tillräcklig.

Fullmäktige vill även ta upp frågan om riksbankens representation i Stockholms fondbörs styrelse. Genom att mycket talar för att fondbörsen i framtiden kommer att ägna sig åt handel i räntebärande värdepapper är det, enligt fullmäktiges uppfattning, naturligt att riksbanken som viktig aktör på denna marknad blir representerad i börsstyrelsen.

1.2.7 Styrelsen för Stockholms fondbörs

Regeln om det legala börsmonopolet bör enligt börsstyrelsen omprövas redan mot bakgrund av vad som inledningsvis sagts om angelägenheten av att regelverket utformas konkurrensneutralt och utan särbehandling av viss institution. Men viktigare är att upprätthållande av ett sådant monopol i en alltmer avreglerad och globaliserad värdepappershandel ej framstår som vare sig ändamålsenligt eller möjligt. Det legala börsmonopolet bör därför i enlighet med vad VMK föreslagit utmönstras ur lagstiftningen.

Med hänsyn till den ställning börsverksamhet har i ett marknadsekonomiskt system - främst för investerare, emittenter och mellanhänder - är det rimligt att den får bedrivas först efter särskild koncession och att den ställs under offentlig tillsyn.

Vad gäller koncessionsprövningen har börsstyrelsen svårt att se att avskaffande av börsmonopolet skulle få reell innebörd med den av utredningsmajoriteten föreslagna behovsprövningen. När det gäller andra verksamheter på det finansiella området går utvecklingen mot att ersätta behovsprövningen med ett krav på att verksamheten inte skall vara till skada för det allmänna. Börsstyrelsen förordar att detta krav - i stället för det av VMK föreslagna nyttorekvisitet - tas in i den nya lagstiftningen.

Börsstyrelsens övergripande syn på det framtida regelverket och styrelsens ovan redovisade uppfattning i frågorna om börsmonopolet och behovsprövningen får långtgående konsekvenser för bl.a. Stockholms fondbörs, vilka ej belysts eller övervägts av VMK. Enligt börsstyrelsens mening är det nödvändigt att sådana överväganden görs innan den nya lagstiftningen träder i kraft.

VMKs förslag till regler om Stockholms fondbörs ansluter tämligen nära till nu gällande regelverk. Dessa regler är i sin tur resultatet av en utveckling under 1900-talet, som inneburit att alltmer uppgifter av myndighetsliknande karaktär lagts på fondbörsen. Vidare har i dess organisation det allmännas inflytande ökat på bekostnad av de privata intressenternas. Denna utveckling har skapat oklarheter i fråga om fondbörsens rättsliga ställning och har vidare lett fram till att börsstyrelsen fått ansvar för frågor som sträcker sig från myndighetsliknande uppgifter till affärsmässigt inriktad verksamhet. Om de grundläggande reglerna i börslagstiftningen nu omprövas i enlighet med vad börsstyrelsen förordat, är det - från de synpunkter styrelsen har att beakta - ett oavvisligt krav att fondbörsen framdeles ges möjligheten att bedriva börsverksamhet på samma villkor som presumtiva konkurrenter och inte ges särskilda uppgifter av myndighetskaraktär som inte samtidigt åläggs andra börser. Detta innebär att de av VMK föreslagna särskilda reglerna för Stockholms fondbörs inte kan läggas till grund för börsens framtida verksamhet.

Börsstyrelsen anser det därför nödvändigt att fondbörsens rättsliga ställning och organisatoriska uppbyggnad måste bli föremål för särskilda överväganden. Därvid måste bl.a. ställning tas till frågorna om huvudmannaskap, associationsform och finansiering. Börsstyrelsen föreslår att - så snart politisk ställning tagits i huvudfrågan - finansdepartementet tar initiativ till en utredning av Stockholms fondbörs' framtida ställning siktande till en förhandlingslösning med fondbörsen, dess medlemmar och emittenter. Först sedan en sådan lösning föreligger, kan ställning tas till en rad frågor kring fondbörsens organisation och styrning. Med detta synsätt anser börsstyrelsen att de av VMK åberopade skälen ej är tillräckliga för att i lagstiftningen för börs- och clearingverksamhet införa regler om ägarbegränsning och offentlig styrelserepresentation.

- - - -

Reservation (Sven Hegeland)

Värdepappersmarknadskommitténs överväganden beträffande börsmonopolet för aktiehandel hade sin grund i två huvudmål, nämligen

a) att slå vakt om en slagkraftig svensk fondbörs, som kan klara konkurrensen mot omvärlden, samt

b) att skapa förutsättningar för en fullgod statlig insyn och kontroll över börsverksamheten.

Det första målet ville kommittén nå genom ett behovsprövningsförfarande vid nyetablering av börsverksamhet, som i praktiken låg nära det nuvarande legala monopolet.

När det gäller insyn och kontroll valde kommittén att fördela denna mellan en fristående myndighet, bankinspektionen, och den dominerande marknadsplatsen, Stockholms fondbörs, där ett betydande statligt inflytande skulle finnas kvar genom specialregler i lagen om börs- och clearingverksamhet, bl.a. om styrelsens sammansättning.

Frågan om det legala börsmonopolet är enligt min uppfattning av mindre betydelse. Med största sannolikhet kommer handeln med aktier även i framtiden att bedrivas vid en svensk institution, eftersom de naturliga stordriftsfördelarna i börsverksamhet är så stora att flera svenska aktiebörser knappast kommer att kunna drivas parallellt under någon längre period. Den svenska börsens främsta konkurrens kommer från storbörserna i utlandet.

Däremot är frågan om statlig insyn och kontroll av mycket stor betydelse, inte minst med tanke på att aktiehandeln sannolikt även i framtiden kommer att vara koncentrerad till en svensk institution.

Om kontrollen läggs i bankinspektionen, finns risken att den i praktiken blir väsentligt mindre effektiv än vad som är fallet idag, därför att inspektionen, också med de förändringar som föreslås av kommittén, kommer att sakna de resurser, den kompetens och den direkta marknadskontakt som är en förutsättning för en effektiv kontroll. Om bankinspektionen skall kunna fylla en sådan funktion måste det till en radikal förstärkning av dess resurser och kompetens samt ökade befogenheter så att inspektionen får en liknande ställning som SEC har i USA.

Ett sannolikt väl så bra alternativ är att i ett system utan legalt börsmonopol låta staten ta ett betydande ägaransvar för Stockholms fondbörs, och därigenom få möjligheter att direkt via marknadsplatsen påverka utvecklingen i önskvärd riktning. En sådan lösning skulle kunna förena kraven på en ökad operativ effektivitet hos Stockholms fondbörs med en smidigt fungerande statlig insyn och kontroll.

Jag kan definitivt inte biträda majoritetens uppfattning att inga regler om ägarbegränsning och statlig styrelserepresentation bör finnas i lagstiftningen om börs- och clearingverksamhet.

Motiven för statlig insyn och kontroll är minst lika stor i börsverksamheten som i bank- och försäkringsverksamheten. Beträffande ägandet av Stockholms fondbörs är det enligt min uppfattning - inte minst mot bakgrund av de naturliga stordriftsfördelarna i börsverksamheten -väsentligt att garantera marknadsplatsens neutralitet mot såväl placerare, emittenter och fondkommissionärer. Detta torde inte kunna uppnås utan regler om ägarbegränsning i lagstiftningen.

2.8 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

I avsnitt 5.8 diskuteras marknadsplatsernas roll i värdepappershandeln. Här uttalar kommittén (s. 281) att börsverksamheten särskilt i fråga om aktier bör kraftsamlas till en marknadsplats, Stockholms fondbörs.

Föreningarna kan inte godta kommitténs förslag om att koncession för aktiehandel vid sidan om Stockholms fondbörs skall kunna ges en marknadsplats endast om verksamheten kan antas bli till nytta. Föreningarna förespråkar i stället en längre gående etableringsfrihet. Sålunda bör auktorisationsmyndigheten kunna vägra någon, som i övrigt uppfyller angivna krav, tillstånd att öppna en handelsplats endast om verksamheten kan antas föranleda skada.

Med kommitténs förslag skulle vi i praktiken bibehålla det börsmonopol, som enligt kommittén (s. 262) endast är känt från Sverige och Danmark.

Föreningarna delar inte heller kommitténs uppfattning som kommer fram i uttalandet på s. 281 att "det inte är lämpligt att tillstyrka de då och då i den allmänna debatten framförda önskemålen om regionala och lokala börser." Enligt föreningarnas uppfattning finns det inget att vinna på att myndigheterna anger hur en bra marknad skall fungera; marknaden måste själv visa det. Vissa aktier skulle således med fördel kunna handlas regionalt med en vitalisering av näringslivet som följd.

Enligt kommittén är ett offentligt monopol att föredra "om man har avgifternas storlek för ögonen" (avsnitt 6.2.4.6). Föreningarna har en motsatt uppfattning. Det finns inga belägg för att kommitténs uppfattning skulle vara riktig. En korrekt avgiftsnivå kan endast uppnås genom marknadens reaktion under konkurrens.

I sina slutsatser (6.2.6) anger kommittén en ordning, enligt vilken Stockholms fondbörs får en faktisk monopolställning inom avistahandeln i aktier och aktierelaterade instrument samt en på lagstiftning grundad rätt att driva börsverksamhet också med andra instrument. I det senare avseendet skall fondbörsen således ha en sådan rätt att utan att, när marknaden öppnas i sådana instrument, behöva visa sin lämplighet för uppgiften.

Föreningarna har respekt för Stockholms fondbörs förmåga och är helt klara över att den kompetens som börsen har, och dess centrala ställning, kommer att leda till att den behåller sin centrala funktion som handelsplats för aktier under en överblickbar framtid. En effektiv svensk värdepappersmarknad i konkurrens med utlandet är dock inte betjänt av de låsningar som en särreglering av fondbörsen enligt kommitténs förslag skulle leda till. Stockholms fondbörs måste i stället behandlas på samma sätt som andra liknande organisationer och måste driva sin verksamhet på de meriter börsen kan visa upp och tåla att bli prövad på marknadens villkor. En konkurrens med utländska börser är ändå för handen med den internationalisering som marknaden fått.

Någon särlagstiftning rörande Stockholms fondbörs bör således inte förekomma. I stället borde det vara möjligt att lagtekniskt behandla Stockholms fondbörs neutralt och utan att ange den särskilt.

Tidigare har framhållits att någon särlagstiftning inte bör förekomma rörande Stockholms fondbörs. Vidare har uttalats att frågor om styrelsesammansättning bör följa av den associationsrättsliga lagstiftning som gäller för det enskilda fallet. Eftersom kommittén behandlat styrelsen i Stockholms fondbörs mer detaljerat, skall också föreningarna göra det.

Frågorna behöver dock inte lagregleras utan kan ingå i börsens associationsrättsliga statuter.

Såsom redan framhållits har föreningarna den inställningen att offentliga ledamöter inte bör förekomma inom den aktuella samhällssektorn. Det gäller även i styrelsen för Stockholms fondbörs.

Föreningarna anser att börsstyrelsen bör utgöras av företrädare för börsmedlemmarna, emittenterna (i första hand de noterade bolagen genom industriförbundet och handelskamrarna men också emittenter av andra börsnoterade papper. t.ex. staten i den egenskapen genom riksbanken eller riksgäldskontoret) och placerarna (med företrädare för investmentbolag, försäkringsbolag/fonder och de privata aktiespararna). Vardera gruppen bör företrädas av tre ledamöter med suppleanter. Börsmedlemmarna föreslås, som de närmast ansvariga, inom sin representation ha att utse ordföranden.

I ett partssammansatt organ, såsom det såväl här som av kommittén föreslagna, är det enligt föreningarnas uppfattning inte lämpligt att den i organisationen anställde ansvarige tjänstemannen ingår i styrelsen. Börschefen bör således inte vara styrelseledamot utan ansvara för verksamheten inför styrelsen och för att styrelsens beslut verkställs samt i dess arbete fungera som huvudföredragande.

Det nu sagda reser frågan om en översyn av organisationsformen för Stockholms fondbörs. Det måste således finnas en symmetri mellan ägande och ansvar. Till den delen är Svenska Fondhandlareföreningen, såsom företrädare för de nuvarande börsmedlemmarna, beredd att verka för att dessa tar ett ägaransvar för fondbörsen vid en eventuell organisationsförändring.

1.2.9 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

SARF anser det vara positivt att det legala börsmonopolet slopas. Emellertid framstår denna förändring som meningslös när man samtidigt inför ett koncessionssystem med ett uttalat nyttorekvisit och fastslår att någon ytterligare marknadsplats utöver Stockholms Fondbörs ej kan antas bli till nytta.

I takt med den starka utvecklingen av automatiserade, globala handels- och informationssystem uppstår svårigheter att definiera vad som är börsverksamhet. Det kan exempelvis ifrågasättas hur effektivt ett svenskt koncessionsförfarande är på verksamhet som bedrivs utomlands.

SARF anser det vara påkallat att ställa mycket höga krav på nya marknadsplatser. Enighet torde råda vad gäller de krav som avses kunna ställas på börsverksamhet, dvs. effektivitet (hög likviditet till lägsta möjliga transaktionskostnad), neutralitet, samtidig och korrekt information samt genomlysning. Konkurrensen på marknaden kommer att medföra att börser som ej uppfyller för aktörerna nödvändiga krav snabbt försvinner. SARF ifrågasätter därför om något koncessionsförfarande behövs.

Skulle ett koncessionsförfarande införas anser SARF att man som grund för prövning bör införa ett skaderekvisit istället för det av VMK föreslagna nyttorekvisitet.

VMK hävdar att det skulle vara principiellt olämpligt att driva börsverksamhet med vinstsyfte. SARF delar inte denna åsikt. Utgångspunkten för ett principiellt ställningstagande bör istället vara det sätt på vilket börsverksamheten fungerar och den effektivitet den kan erbjuda en marknadsplats som motsvarar högt ställda krav anser SARF detta ej vara principiellt olämpligt.

1.2.10 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

Riksförbundet delar VMK:s uppfattning att det är av största vikt att börs- och clearingorganisationernas verksamhet åtnjuter allmänhetens förtroende. Detta utesluter dock inte enligt riksförbundets mening att det kan finnas flera med varandra konkurrerande börser och clearingorganisationer. Marknaden bör avgöra om t.ex. en eller flera börser behövs. Privatägda börser drivna i vinstsyfte bör få finnas och konkurrera med varandra på marknaden. Det är viktigt att nya produkter fritt får utvecklas och föras ut på marknaden. OM:s tillkomst och utveckling är ett exempel på hur värdepappersmarknaden kan förnyas på ett positivt sätt genom enskilda initiativ. Insyn över verksamheten från det allmännas sida behövs givetvis och möjligheterna till sådan insyn ökar på flera sätt enligt VMK:s förslag.

VMK föreslår visserligen upphävande av börsmonopolet men förespråkar samtidigt ett koncessionsförfarande där regeringen skall meddela koncession endast om behov anses föreligga för en ny börs. När det gäller denna prövning uttalar kommitténs majoritet dessutom som sin mening att det inte kan förutses behov av någon ytterligare marknadsplats för aktier än Stockholms fondbörs. Monopolet för fondbörsen skulle således bestå. Enligt riksförbundets mening är behovsprövning vid koncessionsgivning ett alltför hårt krav. Regeringens bedömning bör i stället utgå från ett skaderekvisit, dvs. koncession bör ges om den inte bedöms leda till skada för det allmänna. Denna form av prövning gäller i dag vid beviljande av koncession för bl.a. försäkrings- och fondkommissionsrörelse och är enligt riksförbundets mening fullt tillfredsställande. Riksförbundet delar i denna fråga den uppfattning som anförs av utredningens minoritet i deras reservation. -En annan sak är att behovet av koncentration på den svenska marknaden kanske ändå i dagens läge leder till att inga andra börser för aktiehandel kommer att etableras. Det är i så fall marknadskrafterna som har avgjort detta i en fri prövning.

1.2.11 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Förslaget från kommitténs majoritet betyder i praktiken att monopolet för Stockholms fondbörs att bedriva börshandel i aktier bibehålls. Kravet på att verksamheten skall vara till nytta för det allmänna gör tillsammans med kommitténs allmänna uttalanden att koncession egentligen aldrig skulle kunna beviljas för någon annan.

Organisationerna menar att ett sådant förslag går tvärt emot alla strävanden mot liberalisering, internationell anpassning och effektivise-

ring av marknadens funktionssätt. Vi delar därför i allt väsentligt det synsätt som redovisas i reservanternas skrivningar.

Enligt organisationernas uppfattning är det felaktigt att som majoriteten tro att effektivitet, likviditet och ett sunt funktionssätt skapas genom monopol. Det är organisationernas bestämda uppfattning att dessa önskemål tillgodoses bättre genom att ensamrätten för Stockholms fondbörs slopas. Historien visar genom otaliga exempel att konkurrens, om än potentiell, leder till ökad effektivitet och därmed till ett bättre tillvaratagande av "konsumenternas" intressen. Värdepappersmarknaden är härvidlag inte något undantag.

I och för sig finns inte anledning att tro annat än att den svenska marknaden, även efter monopolets avskaffande, självmant kommer att verka för en koncentration av aktiehandeln. Detta kommer att ske bl.a. i syfte att skapa en så god likviditet som möjligt. Detta är dock något helt annat än en lagligt skyddad monopolställning. Om det nämligen skulle visa sig att marknadsplatsen inte är tillräckligt serviceinriktad, kreativ, kostnadseffektiv etc. finns alltid möjligheten att någon startar en konkurrerande börs. Under alla förhållanden är det en fördel för emittenter, placerare m.fl. att veta att marknadsplatsen lever under detta potentiella konkurrenstryck.

Det finns inte heller anledning att på allvar befara att ett slopande av börsmonopolet skulle leda till att handeln kommer att bedrivas i osunda former eller inom ett regelverk som inte kan anses acceptabelt. Alla intressenter på marknaden har ett i grunden gemensamt intresse av att spelreglerna på marknadsplatsen är sådana att de vinner tilltro hos placerarna, antingen de är små eller stora, svenskar eller utlänningar. Marknadsplatsen själv har sålunda ett behov av att kunna visa på ett handels- och regelsystem som tillfredsställer marknadens aktörer, som annars inte söker sig till den aktuella börsen. Organisationerna menar därför att mycket med förtroende kan överlåtas åt marknadsplatsernas egna åtgärder och självreglering.

Också i ett internationellt perspektiv framstår det som klart förfelat att genom lagstiftarens åtgärder skapa en ensamställning för Stockholms fondbörs. Värdepappersmarknaderna är i många avseenden internationella. För att kunna attrahera emittenter, placerare och ett alltmer globaliserat kapital är det viktigt, att Sverige kan erbjuda börser med effektivitet och konkurrenskraft. En sådan situation skapas bäst genom att svenska börser arbetar i ett konkurrensutsatt klimat. Konkurrens leder till nyskapande och kreativitet och bör öka förutsättningarna för att den svenska finanssektorn också kan erbjuda sina tjänster utomlands.

I den internationella analysen måste också beaktas händelseutvecklingen inom EG och den harmonisering med Gemenskapens regelverk som regeringen vid upprepade tillfällen har uttalat sig för. Liksom på så många andra områden går EG inom den finansiella marknaden mot liberalisering, fri rörlighet för kapitalet och konkurrensneutralitet. Organisationernas uppfattning om att börsmonopolet måste avskaffas ligger därför i linje med utvecklingen inom EG.

Mot bakgrund av vad som nu sagts menar organisationerna att kommittémajoritetens förslag om en behovsprövning av nya aktiebörser inte bör genomföras. Det bör vara fullt tillräckligt om den skadeprövning som föreslås av reservanterna läggs till grund för koncessionsprövningen.

VMK föreslår i vissa avseenden särskilda regler för Stockholms fondbörs. I enlighet med det resonemang som organisationerna redovisat tidigare menar vi att några särskilda regler inte skall finnas för Stockholms fondbörs. Den allmänna lagstiftning som reglerar börsverksamhet bör behandla alla börser lika. Kraven på kapital, styrelsesammansättning m.m. bör vara desamma för alla börser.

För Stockholms fondbörs del innebär detta att nuvarande förhållanden måste förändras väsentligt. Med tanke på att denna situation inte är analyserad i VMKs betänkande är det rimligt att de närmare detaljerna i en sådan ordning blir föremål för mer ingående överväganden mellan berörda parter innan ett slutligt lagförslag läggs fram.

Helt allmänt vill organisationerna dock redan nu ge uttryck för följande. Såväl associationsformen ekonomisk förening som aktiebolag torde vara möjlig vid en skisserad inriktning av huvudmannaskapet för Stockholms fondbörs. Ägandet av den juridiska personen blir i viss mån beroende av den finansieringsform som väljs men bör närmast ankomma på fondkommissionärer och emittenter.

I enlighet med vad organisationerna tidigare anfört bör börsstyrelsens sammansättning helt spegla de ägarintressen som i framtiden kommer att stå bakom börsen. Någon representant för det allmänna bör sålunda inte ingå i styrelsen för Stockholms fondbörs.

I detta sammanhang vill organisationerna slutligen mycket bestämt understryka den absoluta nödvändigheten av att Stockholms fondbörs på alla sätt behandlas lika med andra börser och ges möjlighet att bedriva sin verksamhet på samma villkor som tänkbara konkurrenter. Organisationerna har anledning att värna om Stockholms fondbörs framtida utvecklingsmöjligheter. Om inte fondbörsen får likvärdiga konkurrensförutsättningar i fråga om de finansiella instrument som kan erbjudas, avgiftssättning, en tydlig ägarroll med åtföljande styrelsesammansättning m.m. riskerar man att konkurreras ut av andra marknadsplatser.

1.2.12 Småföretagens Riksorganisation

Kommitténs bedömning är att det legala börsmonopolet inte bör bibehållas. Stockholmsbörsen föreslås vara den enda marknadsplats som inledningsvis får bedriva aktiehandel. Koncession att få bedriva börsverksamhet skall kunna meddelas om den kan antas bli till nytta för det allmänna. I realiteten bibehålls således börsmonopolet.

Organisationen anser att det måste vara marknadens behov som styr antalet börsplatser och att fri etableringsrätt skall gälla för börs- och clearingverksamhet. Vi vill här också understryka vikten av att även regionala alternativ tillåts växa upp. Vi avstyrker därför kommitténs förslag om behovsprincip vad gäller koncessionstillstånd. Organisationen har funnit ledmöterna Kjell A Mattsons, Per Westerbergs och Olle

Wästbergs förslag om skaderekvisit som ett fullgott alternativ. Koncession skall således lämnas om verksamheten inte skadar det allmännas intresse.

1.2.13 Landsorganisationen i Sverige (LO)

När det gäller börsmonopolet anser LO att utredningen funnit en lösning som innebär en likabehandling av olika marknadsplatser och samtidigt tillgodoser kraven på offentlig insyn och kontroll över verksamheten.

Den särställning som enligt utredningens förslag även i framtiden förutsätts för Stockholms fondbörs är enligt LOs uppfattning väl motiverad. Den svenska aktiemarknaden är för liten för att kunna splittras upp på flera olika separata system, om marknaden skall kunna förbli likvid och även i övrigt fungera väl. Alternativet till en sammanhållen svensk fondbörs är sannolikt inte flera svenska aktiebörser utan att handeln flyttar till internationella marknadsplatser med större kapacitet.

En sådan utveckling vore ur svensk synpunkt på många sätt negativ. Bl.a. skulle möjligheterna till insyn och kontroll av verksamheten försvåras, liksom servicen till främst mindre och medelstora företag skulle försämras.

Den särställning som Stockholms fondbörs både som följd av koncessionskravet, men också av marknadskrafterna kommer att få på den svenska värdepappersmarknaden motiverar också de särskilda krav som utredningen ställer på denna marknadsplats vad gäller insyn och kontroll (styrelsens sammansättning m.m.).

LO anser att dessa särskilda krav bör kompletteras med ett krav på Stockholms fondbörs att ge en fullgod service till kunder i hela landet via det nya datoriserade handelssystem som börsen nyligen infört. Detta är ett bättre sätt att ge företag utanför Stockholmsregionen tillgång till en väl fungerande värdepappersmarknad än de krav som de borgerliga resevanterna i utredningen rest på införande av regionala, från Stockholms fondbörs fristående aktiebörser. Sådana måste med nödvändighet få svårt att bli tillräckligt likvida för att en fungerande prisbildning skall kunna upprätthållas.

1.2.14 Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)

Kommittén föreslår att det formella börsmonopolet upphävs och ersätts av ett koncessionsförfarande. Tanken är att olika värdepapper skall kunna handlas med på var sin börs. Kommittén är däremot inte beredd att släppa på det reella börsmonopol som finns idag för affärer i aktier på Stockholms Fondbörs.

TCO tillstyrker att det formella börsmonopolet upphävs. Detta beslut måste emellertid följas av att alla börser läggs under myndighetstillsyn. Börser för derivatpapper (optioner och terminer) samt obligationer kan därigenom skapas under tillsyn av Bankinspektionen.

TCO är positiv till att börser skall ha koncession från regeringen innan man får starta värdepappershandel. TCO anser dock till skillnad från kommittén att det inte finns tillräckliga skäl för att inte tillåta regionala

börser. En förutsättning måste dock vara att handeln i en enskild aktie bara sker på en börs inom landet. Vidare måste tillsynen av handeln på dessa regionala börser kunna garanteras.

1.2.15 Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB (OM)

Som tidigare nämnts stöder OM de resonemang som förts i denna fråga i Reservationen och i ovannämnda organisationers remissvar. OM önskar även peka på de resonemang de svenska ekonomerna för i SNS-studien, sid. 88-96, i avsnittet "Etableringsfrihet för börser eller börsmonopol".

I Reservationen har framförts flera goda skäl mot kommitténs förslag att i praktiken behålla fondbörsens monopol på aktiehandel. Det kan konstateras att de skäl som kommittén anför inte är särskilt bärkraftiga. Detta pekar också reservanterna på. Vissa ytterligare synpunkter kan anföras.

Ett skäl som kommittén anför till stöd för fondbörsens faktiska monopol på aktiehandel är att det vore stötande om en aktie som p.g.a. misskötsel från bolagets sida avfördes från t.ex. fondbörsen känns inte övertygande. Kommittén föreslår nämligen samtidigt att avförande av en aktie från en börs p.g.a. misskötsel från bolagets sida endast får ske efter beslut av en disciplinnämnd på ansökan av börsen. Denna disciplinnämnd skall vara gemensam för alla börser. Ett beslut i nämnden om avförande av en aktie skulle med hänsyn härtill rimligtvis resultera i att övriga börser hos nämnden ansökte om avförande av samma aktie från handel hos dem. Ännu enklare och naturligare, vore att ett beslut av disciplinnämnden att avföra en aktie från en börs skulle avse samtliga börser hos vilka aktien handlas. Så är emellertid inte kommitténs förslag upplagt.

När det gäller aktiehandel finns inte, enligt kommittén, behov av ytterligare en börs så länge Stockholms fondbörs på ett korrekt sätt sköter börsverksamheten avseende sådana instrument. Samma gäller i princip då en privat börs bedriver handel i andra instrument. Avsikten är nämligen att det inte skall etableras fler börser än som kan vara till nytta för samhällsekonomin. Detta leder enligt betänkandet visserligen inte till att det automatiskt endast kan finnas en börs i varje instrument. Finns det ett verkligt behov av två börser i samma instrument bör tillstånd kunna ges till en konkurrent. Detta kan vara fallet om den börs som först etablerades inte fungerar tillfredsställande. Värdepappersmarknadskommittén har således, för att motivera det faktiska monopolet i aktiehandel för fondbörsen, valt en modell för samtliga börsetableringar som kan betecknas som "först till kvarn". Modellen ger upphov till följande frågeställningar.

Antag att en börs handlar med ett index avseende de trettio mest omsatta aktierna. Antag vidare att en ny börs vill etablera handel i ett index omfattande de 16 mest omsatta aktierna. Är detta ett nytt instrument eller skall det ses som ett instrument som redan är föremål för handel och därmed, om denna handel sköts på ett tillfredsställande sätt, skyddat av ett faktiskt monopol? Antag vidare att en börs får enligt kommittén själv besluta om introduktion av nya instrument. Antag att börsen därefter be-

slutar att etablera handel i ett index kopplat till de 16 mest omsatta aktierna och att handel med sådant index redan sker på annan börs. Vad gäller då? Förfarandet skulle möjligen kunna bedömas som ett förhållande som motverkade en sund utveckling av börsverksamheten och därmed kunna föranleda ett återkallande av börstillståndet. Alternativt skall en börs i sin bolagsordning eller vid ansökan noga specificera vilka produkter som skall handlas på börsen men detta motsägs av kommitténs förslag att det är styrelsen för respektive börs som beslutar om vilka instrument som skall handlas på börsen.

I detta sammanhang bör också, i konsekvens med att även andra börser än Stockholms fondbörs skall kunna bedriva aktiehandel, nämnas att samma regler borde gälla för alla aktiebörser. Stockholms fondbörs rättsliga ställning måste därför tas upp till ny prövning. Det närmast liggande alternativet är att omvandla fondbörsen till en ekonomisk förening eller ett aktiebolag. Fondbörsens kapitalbas skulle också då kunna stärkas.

1.2.16 Konungariket Sveriges Stadshypotekskassa

Kommittén föreslår att det, för andra än Stockholms fondbörs, skall krävas koncession för börshandel med aktier. Behovsprövningen skall visa om en ytterligare marknadsplats skulle vara "till nytta för det allmänna". Eftersom kommittén anser det vara en stor fördel för landet att handeln i aktier koncentreras till en plats och Stockholms fondbörs anses uppfylla det behov som finns, får fondbörsen de facto monopol i aktier.

Även när det gäller handeln med räntebärande värdepapper skall det enligt förslaget krävas koncession och behovsprövning. Här kan dock kommittén tänka sig andra huvudmän än Stockholms fondbörs. Stockholms fondbörs skall dock få en på lagstiftning grundad rätt att driva börsverksamhet också med andra instrument dvs. räntebärande värdepapper och derivat av dessa.

Det framgår dock inte på vilket sätt en börs i obligationer kan etableras utanför Stockholms fondbörs och vem eller vilka som skall kunna få vara huvudmän för en sådan börs. Skillnaden i synsätt när det gäller huvudmannaskap mellan aktiemarknaden och obligationsmarknaden är enligt kommittén att marknaden för räntebärande värdepapper befinner sig i stark utveckling och därför är mer svårbedömbar. Detta talar enligt kassastyrelsen, tillsammans med svårigheterna att definiera begreppet börs, snarast för att avskaffa koncessionsförfarandet och behovsprövningen för handeln med penning- och obligationsinstrument.

VMK skriver på s. 282: "Trots monopol för Stockholms fondbörs har denna handel (handeln med räntebärande värdepapper) sedan flera decennier --- i praktiken helt skett utanför börsen. --- Med hänsyn till att en fungerande penningmarknads- och obligationshandel inte har kommit till stånd på Stockholms fondbörs är det inte självklart att sådan handel för all framtid skall vara förbehållen fondbörsen."

När det gäller handeln i räntebärande värdepapper medger kommittén (s. 281-282) att frånvaron av en fungerande organiserad börshandel i

räntebärande värdepapper är ett "negativt inslag i bilden". Detta torde dock inte bero på att konkurrerande handelsformer saknas på detta område utan snarare på denna marknads struktur och svårigheterna att samla berörda parter som banker, fondkommissionärer och emittenter kring en gemensam lösning."

Kassastyrelsen anser att VMK:s beskrivning av förhållandena är ofullständig. Det förhåller sig så att behovet av en obligationsbörs har diskuterats intensivt under de senaste fem åren. Från Stadshypoteks sida har vid upprepade tillfällen ställts krav på att fondbörsen skulle etablera en reell och inte bara - som nu - en formell obligationsbörs. Börsledningen har dock inte tagit erforderliga initiativ för att etablera en sådan börs. Fondbörsens dominerande intresse har helt naturligt gällt aktiehandeln. Genom Stockholms fondbörs monopol att bedriva börshandel i obligationer har detta de facto inneburit ett hinder att etablera en fungerande obligationsbörs i Sverige.

Eftersom börsmonopolet inte omfattade derivatinstrument för räntebärande värdepapper kunde Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB starta sådan handel i terminer och ränteoptioner. Att dessa instrument inte innefattades i börsmonopolet beror inte, som kommittén antyder, på att det var samhällsekonomiskt mindre betydelsefullt, utan på att man inte - när den nuvarande lagstiftningen tillkom - förutsåg den mycket snabba utvecklingen av de finansiella marknaderna.

I Sverige har vi därför fått den egendomliga situationen att det uppstått en väl fungerande börs för derivatinstrument men ingen börs för avistahandeln i obligationer.

Om inte börsmonopolet funnits hade redan initiativ tagits av intresserade parter att starta en börs för obligationer, som lämpligen har drivits i nära anslutning till en börs i derivatinstrumenten. Det är således inte sant att börsmonopolet inte utgjort något hinder för etablering av en börs.

Det allvarliga med börsmonopolet är, som kommittén också antyder, att negativa uppfattningar hos vissa intressenter förhindrat uppkomsten av en börs. Ett återkommande argument i börsstyrelsens diskussion om en börs i räntebärande värdepapper har varit att det inte finns något behov. Frågan om behov kan inte och skall inte avgöras av intressentgrupper som kanske har ett eget intresse av att en börshandel inte kommer till stånd.

Endast fri etableringsrätt kan garantera att alla som är intresserade av att en börs kommer till stånd får rätt att försöka göra detta på det sätt som de finner ändamålsenligt.

Av den redovisade utvecklingen under 1980-talet anser kassastyrelsen att två slutsatser kan dras.

Det är för det första nödvändigt att det råder fri etableringsrätt för börsverksamhet i räntebärande värdepapper. Redan svårigheten att dra en gräns mellan informations- och avslutssystem gör detta nödvändigt. Det behövs inget koncessionsförfarande och ej heller någon behovsprövning. Bankinspektionen bör dock vara tillsynsmyndighet över den börs eller de börser som etableras.

För det andra bör inte Stockholms fondbörs vara huvudman för en börs i räntebärande värdepapper. Stadshypotekskassan är i sig intresserad av att medverka i tillkomsten av en sådan börs och göra vissa ekonomiska åtaganden, dock endast under förutsättning att en särskild styrelse tillskapas för en sådan börs. Utan en särskild styrelse bestående av aktiva intressenter har inte en börs i räntebärande värdepapper förutsättningen att bli framgångsrik.

1.2.17 Svensk Industriförening

I princip anser föreningen att fri etableringsrätt bör råda vad gäller börs- och clearingverksamhet. Kommitténs majoritet föreslår regler som i praktiken innebär att monopolet vad gäller börsverksamhet kommer att finnas kvar. Först om Stockholms Fondbörs misslyckas att bedriva en fungerande handel skall tillstånd kunna meddelas annan att påbörja börshandel i aktier. Föreningen har viss förståelse för de argument som majoriteten anför, men är av den uppfattningen att dessa inte är tillräckligt starka för ett sådant starkt skydd av monopolet. Koncession att bedriva börsverksamhet bör enligt föreningens uppfattning ges när det kan anses att verksamheten inte skadar det allmännas intresse eller hämmar effektiviteten i värdepappershandeln. Beslut i sådana ärenden bör fattas av lämplig myndighet och ej av regeringen.

1.2.18 Sveriges Advokatsamfund

Enligt förslaget kommer handeln med aktier och aktierelaterade fondpapper i praktiken endast att kunna bedrivas av Stockholms Fondbörs. En sådan ordning avstyrkes. Den är såväl principiellt som praktiskt otillfredsställande - monopol skapar i längden icke en effektiv och väl fungerande marknad.

1.3 Definitionsfrågor

1.3.1 Riksgäldskontoret

VMK föreslår en ny definition av börsverksamhet. Den nya definitionen av börshandel är enligt kommittén en mer tidsenlig precisering av verksamheten.

Liberaliseringen och avregleringen av finansmarknaderna har tillsammans med den tekniska utvecklingen starkt förändrat förutsättningarna för Stockholms Fondbörs. Monopolställningen har omskurits och nya konkurrerande marknadsplatser har med framgång etablerats. Avregleringarna har, speciellt vad gäller handeln i de större bolagens aktier, medfört att börsen står under internationell konkurrens. Det är ur detta perspektiv väsentligt att definitionen av börsverksamhet och börsens monopolställning inom landet ses över.

Ett flertal olika aktiviteter associeras vanligtvis med börsverksamhet. Dessa aktiviteter är bl.a. följande.

- Genomlysning av marknaden genom spridning av information om avslutsvillkor och handelsvolymer.

- Inregistrering av låneprospekt och övervakning av informationsspridning om låntagarna.
- Övervakning och normgivning i värdepappershandeln.
- Drift av handelssystem typ börsgolv, anbudssystem, etc.
- Clearing och settlement.

Stockholms Fondbörs nuvarande verksamhet på aktiemarknaden omfattar samtliga ovan nämnda aktiviteter utom den sistnämnda.

Enligt riksgäldskontorets uppfattning är det inte nödvändigt att definiera börsverksamhet. Om en definition görs är det av vikt att avgränsa börsverksamheten ytterligare. Sålunda bör ej myndighetslika översyns-och övervakningsuppgifter ingå i börsdefinitionen. I stället kan med börsverksamhet avses allmän handel mellan ett flertal köpare och säljare av värdepapper i ett och samma system eller på en och samma marknadsplats där affärsavslut sker på grundval av ett samlat anbudsförfarande.

Riksgäldskontoret vill bestämt hävda att den av kommittén föreslagna definitionen av börsverksamhet varken är relevant eller tillämpbar på räntemarknaden. Skulle den tillämpas skulle verksamheter som PmI/PmC samt vissa s.k. inter-bank brokers verksamhet behöva inordnas i det föreslagna regelverket. Kontoret ser inte nyttan av detta. Om däremot börsdefinitionen slopas eller ges den alternativa inskränkta betydelsen kan dessa problem undvikas.

1.3.2 Patent- och registreringsverket

PRV har ingen erinran mot att börs och clearingorganisation ges ensamrätt att använda orden börs eller clearing och delar utredningens förslag att ensamrätten inskränker sig till verksamhet på värdepappersmarknaden. Vissa tillämpningsproblem kan dock tänkas uppstå, framför allt vad gäller ordet börs. För närvarande finns 195 bolag med ordet börs i firman registrerade i aktiebolagsregistret. Det stora flertalet av dessa bolag bedriver ej verksamhet på värdepappersmarknaden och utgör därmed inget problem. Några av bolagen är utan tvekan verksamma på värdepappersmarknaden och för dem måste övergångsbestämmelser ges. Som exempel kan nämnas Stockholms Optionsbörs Aktiebolag, vars verksamhet är handel med värdepapper och konst samt fastighetsförvaltning.

I andra fall kan det vara svårt att avgöra om ett bolag skall anses bedriva verksamhet på värdepappersmarknaden. Ett ganska stort antal bolag har sin huvudsakliga verksamhet klart utanför området värdepappersmarknaden men ägnar sig även åt att "äga och förvalta aktier". PRV anser att det vore rimligt att dessa bolag finge behålla sin firma. Verket föreslår därför att dessa bolag skall söka dispens hos bankinspektionen som då får avgöra huruvida bolaget bedriver sådan verksamhet på värdepappersmarknaden att firmaändring bör ske.

1.3.3 Riksbanksfullmäktige

I sina förslag till offentlig reglering av värdepappersmarknaderna tar kommittén i mycket aktiemarknaden som utgångspunkt. Detta i förening med kommitténs ambition att åstadkomma en enhetlig lagstiftning för

värdepappersmarknaderna har lett till förslag som kan få negativa konsekvenser på penning- och obligationsmarknaderna.

Aktiehandeln måste i flera avseenden uppfattas som mycket speciell. Det gäller exempelvis de informationsproblem som fullmäktige berörde i avsnitt 2, men även det sätt på vilket handeln är organiserad. Aktiemarknaden är unik genom den blandning av gross- och detaljhandel som följer av ambitionen att i samma handelssystem och till i huvudsak samma villkor hantera både mångmiljontransaktioner och småorder på ett fåtal aktier.

Anledningen till denna blandning av detalj- och grosshandel på aktiemarknaden är svår att utröna och det kan inte uteslutas att det enbart är en följd av historiska förhållanden, dvs. att aktiehandeln växte fram som en detaljhandelsmarknad. Frågan om distributionssystemets egenskaper uppmärksammas över huvud taget inte av kommittén. Utgångspunkten är att utsträcka aktiemarknadens handelssystem till andra värdepapper och de problem som det är förknippat med, t.ex. avseende "likabehandling" av order oavsett storlek, spelar en viktig roll i de generella krav på värdepappershandel som kommittén ställer upp. Enligt fullmäktiges uppfattning hade en mer förutsättningslös analys av dessa frågor varit på sin plats, där andra alternativ än att överföra aktiehandelns struktur till alla marknader hade övervägts. Som nämnts ovan kan investerarna även få tillgång till värdepapper via ömsesidiga fonder, vilket gör att de aldrig kommer i kontakt med marknadsplatsen.

Dessa frågor har också stor betydelse för synen på penning- och obligationsmarknaden. Handeln i räntebärande värdepapper sker i Sverige mestadels genom marknadsgaranter. Information om indikativa köp- och säljräntor sprids via skärmar. Det finns flera företag som förmedlar denna information, bl.a. PmI och Reuters. Avslut sker genom telefonkontakter. Kommittén finner dock att detta inte kan karakteriseras som börsverksamhet, bl.a. därför att avslutsinformation saknas.

Penning- och obligationsmarknaderna skulle vinna på förbättrad genomlysning, i synnerhet genom att avslutsinformation snabbt förmedlades till aktörerna. Snabbare och mer tillförlitlig prisinformation minskar riskerna i handeln och förbättrar möjligheterna att omfördela sparande på ett effektivt sätt. Det är dock inte säkert att detta bör åstadkommas genom övergång till börshandel med räntebärande värdepapper. Denna typ av information kan exempelvis även förmedlas via ett datoriserat handels- och informationssystem baserat på marknadsgaranter.

Det finns därför risk för att den av kommittén föreslagna börsdefinitionen kan komma att hämma utvecklingen av handeln i räntebärande värdepapper. Kommittén påpekar att "kommunikations- och handelsteknikens framsteg har skapat en flytande gränszon mellan ren nyhetsförmedling och börsverksamhet. De ovan nämnda PmI och PmC och framförallt den vidareutveckling av systemen som har skisserats befinner sig i ett sådant gränsland." (s. 1:284). Sedan en tid tillbaka lämnar aktörer anslutna till dessa system sådan information om avslut att företagen enligt kommitténs definition skulle klassificeras som börser. Fullmäktige anser

dock inte att informationsföretagens verksamhet på grund av denna utveckling bör underkastas samma regler som exempelvis gäller för Stockholms fondbörs. Det är uppenbart att dataskärmarna eller de företag som ansvarar för driften inte blir mer skyddsvärda genom att den information som de förmedlar förändras. En börsdefinition som leder till detta resultat kan inte användas som utgångspunkt för regelsystemet. Mycket talar för att marknadsaktörerna själva har störst möjlighet att bedöma den lämpliga utformningen av handelssystemet på penning- och obligationsmarknaden. Från statsmakternas sida kan det finnas anledning att uppmuntra förbättrad genomlysning, men knappast att föreskriva att detta skall åstadkommas med hjälp av börshandel.

Fullmäktige anser därför att den föreslagna börsdefinitionen inte är tillämpbar på handel med räntebärande värdepapper. Aktiemarknadens handelssystem är inte nödvändigtvis lämpligt för penning- och obligationsmarknaden och regel- och tillsynssystem måste anpassas till de skillnader i skyddsintressen som finns mellan marknaderna. Däremot bör clearingverksamhet även på penning- och obligationsmarknaderna stå under tillsyn i enlighet med vad fullmäktige anfört i avsnitt 2.

1.3.4 Styrelsen för Stockholms fondbörs

VMK har med förebild i gällande lagstiftning föreslagit att med börsverksamhet förstås att köp-, sälj- och betalkurser regelbundet förs samman och att på grundval härav information lämnas om marknadsläget, allt i syfte att åstadkomma handel.

Enligt börsstyrelserns mening finns det risk för att den av VMK föreslagna definitionen kan föra alltför långt. Förhållandena på den svenska penningmarknaden - som berörts av kommittén - kan vara ett belysande exempel. Det är sannolikt och önskvärt att den svenska penning- och obligationsmarknaden förändras genom ökad genomlysning och bredare information också avseende avslut. Härigenom skulle verksamheten enligt VMKs definition kunna vara att anse som börsverksamhet. Börsstyrelsen är för sin del inte övertygad om att denna marknad - åtminstone såsom den f.n. ser ut - skulle vara betjänt av detta.

Å andra sidan kan VMKs definition från andra utgångspunkter anses som alltför snäv genom att handelssystem av s.k. dealer-typ, dvs. system utan avslutsinformation, faller utanför definitionen. Detta skulle kunna få konkurrenssnedvridande effekter genom att i praktiken konkurrerande handelssystem var underkastade skilda regler.

Mot bakgrund av angivna förhållanden anser börsstyrelsen att VMKs förslag behöver övervägas ytterligare. Skiftande förhållanden på olika marknader, snabb förändringstakt och den varierande styrka varmed skyddsintressena gör sig gällande torde leda till att det blir svårt att finna en lämplig generell legal definition.

1.3.5 Allmänna pensionsfonden (1-3:e fondstyrelserna)

Betänkandet utmynnar i långtgående förslag om formerna för värdepappersmarknadens organisation och tillsyn. Förslagen baseras på resonemang, som utgår från en bred definition av vad som skall menas med börsverksamhet. Enligt kommittén skall med börsverksamhet förstås att genom automatisk databehandling eller auktion regelbundet sammanföra information om köp- och säljanbud samt uppgifter om betalkurser. Undantag görs för verksamhet av mindre omfattning.

Definitionen har hängts upp på själva verksamhetstekniken dvs. "automatisk databehandling" och "auktion". Därför kan införandet av ny teknik komma att förskjuta gränserna. Områden som idag inte omfattas av verksamhetsdefinitionen kan komma att göra det i framtiden. Kommittén hoppas icke desto mindre att övervakningen av gränserna för när börsverksamhet föreligger eller ej, inte bör "bli en omöjlig uppgift för bankinspektionen". (Del 1, sid. 299). Detta är dessutom bara en av många nya uppgifter, som bankinspektionen förutsättes komma att åtaga sig.

Gränsdragningen har avgörande betydelse för vilka verksamheter som kommer att falla inom resp. utom det föreslagna regelsystemet. Att klassas som börsverksamhet drar med sig särskilda kostnader bl.a. i form av tillsynsavgifter. Detta kan förväntas fördröja inträdet och därmed hämma utvecklingen på de områden som med den givna definitionen idag inte kan anses bedriva börsverksamhet.

1.3.6 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

När kommittén diskuterar marknadsplatsernas roll i värdepappershandeln diskuteras också frågan om PmI och PmC faller utanför eller innanför kommitténs börsdefinition. Utan att svara på detta föreslår kommittén (s. 282) att "regeringen och bankinspektionen uppmärksamt följer den fortsatta utvecklingen och ingriper, om det skulle visa sig nödvändigt." Kommittén fortsätter på s. 284: "Samtidigt vill vi påpeka att kommunikations- och handelsteknikens framsteg har skapat en flytande gränszon mellan ren nyhetsförmedling och börsverksamhet. De ovan nämnda PmI och PmC och framför allt den vidareutveckling av systemen som har skisserats befinner sig i ett sådant gränsland. Det får ankomma på bankinspektionen att uppmärksamt följa utvecklingen och ingripa om det skulle bli nödvändigt".

Det är enligt föreningarna självklart att det finns -och även i lagstiftningen måste stipuleras - en skillnad mellan information och börsverksamhet. Någon gråzon kan aldrig existera. En klar och fullständig definition av börsverksamhet är visserligen svårformulerad, men med ett auktorisationskrav måste en klar definition krävas. Föreningarna anser det därvid nödvändigt förknippat med börsverksamhet att någon form av avslutsfunktion är kopplad till systemet eller marknadsplatsen.

Föreningarna anser att när, i ett och samma system eller på en och samma marknadsplats, affärsavslut kan ske på grundval av ett samlat anbudsförfarande, först då är fråga om börsverksamhet. För börsverksamhet måste således krävas en organiserad ordning för avslut i systemet eller på marknadsplatsen. I de fall då de som utnyttjar ett informationssystem, som innehåller prisuppgifter, förbundit sig att för publicering i systemet ange fullständig avslutsinformation innefattande både avslutspris och affärsvolymer anses ingå som en integrerad del i systemet.

Bara det förhållandet att kommittén själv så påtagligt svävar på målet visar det ohållbara i att lägga kommitténs förslag till grund för en monopolinriktad lagstiftning. När det i betänkandet beträffande penningmarknads- och obligationshandeln sägs att det inte är självklart att sådan handel för all framtid skall vara förbehållen fondbörsen utan att kommittén, med andra ord, kan se en möjlighet att även en annan huvudman skulle kunna få koncession för denna handel (s. 282-283) är detta alltför höggradigt vinklat till förmån för fondbörsen. Mot bakgrund av de strävanden som förekommer att få till stånd en bredare väl fungerande obligationsmarknad i Sverige, eventuellt i samband med tillkomsten av en handelsplats, måste föreningarna ta bestämt avstånd från detta sätt att resonera. Självklart skall den eller de marknadsplatser som visar sig mest funktionsdugliga och kostnadseffektiva tillåtas förekomma, om lagstiftarens övriga krav på en börs är uppfyllda. Stockholms fondbörs har i den delen varken erfarenhetsmässigt eller i övrigt något försteg framför andra tänkbara organisatörer av marknadsplats.

I det fortsatta lagstiftningsarbetet måste således göras helt klart under vilka förutsättningar man har att göra med börsverksamhet, vilken enligt föreningarnas uppfattning bör vara auktorisationskrävande. Alternativet måste annars vara att man släpper etableringen mer fri och låter auktorisationen utgöra en frivilligt anskaffad "kvalitetsstämpel". Med en sådan ordning kan man ge efter något på kravet på en helt entydig avgränsning av verksamheten i lagtexten.

Med hänvisning till svårigheten för kommittén att definiera börsverksamhet (s. 298) vidhåller föreningarna vad som sagts i anslutning till kap. 5 om vad som skall konstituera en börs. Det förhållandet att londonbörsen numera administrerar ett informationssystem och inte ett avslutssystem får inte leda till oklarheter och gränsdragningsproblem i den svenska lagstiftningen.

Eftersom kommittén inte vill hindra uppkomsten av små lokala "börser" har den måst ange att börsverksamhet förutsätter verksamhet i relativt stor skala. I lagförslaget anges därför att verksamhet i mindre omfattning med lokal anknytning av det bolag vars aktier är föremål för handel skall ligga utanför börsverksamheten.

Detta synes ge upphov till komplicerade gränsdragningsfrågor rörande såväl frågan när verksamheten skall anses vara stor eller liten som frågan om den lokala anknytningen. Med elektroniska system är den geografiska belägenheten oftast ointressant, och man kan väl inte tänka sig att kundorder per telefon från annan ort skulle förringa den lokala anknytningen.

Det grundläggande kravet på en klar och tydlig lagstiftning måste upprätthållas. Då måste man också konstatera att även lokala "börser" verkligen är börser. Det finns heller inget skäl varför inte också dessa skulle vara underkastade den reglering och tillsyn som följer med börsegenskapen. De skyddsbehov som kan finnas är inte nödvändigtvis mindre bara därför att handeln är av mindre omfattning. Den enda storleksförutsättningen bör vara att handeln är öppen för ett så stort antal köpare och säljare att den medger ett samlat anbuds- och acceptförfarande. Att det finns andra marknader där samma egendom prissätts utgör inget hinder; det sker f.n. när aktier i samma bolag omsätts på flera börser i samma eller olika länder.

Med denna utgångspunkt och med en etableringsrätt sådan som föreningarna redan föreslagit - med "omvänt skaderekvisit" - bör en fungerande reglering kunna åstadkommas.

1.3.7 Konungariket Sveriges Stadshypotekskassa

Kommittén föreslår i betänkandet en ny definition av vad som menas med börsverksamhet. Därmed skall förstås att genom automatisk databehandling eller auktion regelbundet sammanföra information om köp- och säljanbud samt uppgift om betalkurser.

Handeln i räntebärande värdepapper sker i Sverige mestadels via market makers. Information om indikativa köp- och säljräntor visas på bildskärmar. Sådan information förmedlas i dag framför allt av PmI och Reuters. Avslut sker genom telefonkontakter. Kommittén finner dock att detta inte kan karakteriseras som börsverksamhet bl.a. därför att avslutsinformation saknas.

Från Stadshypoteks sida har länge efterlysts betydligt bättre information om betalkurser och omsatt volym i realtid. Skulle dagens informationssystem kompletteras med sådan information, skulle det enligt den föreslagna definitionen finnas betydande risk att telefonhandeln kom att klassificeras som börs och därmed kom att underkastas krav på auktorisation m.m.

När kommittén diskuterar marknadsplatsernas roll i värdepappershandeln diskuteras också frågan om PmI och PmC faller utanför eller innanför kommitténs börsdefinition. Utan att svara på detta föreslår kommittén (s. 282) att "regeringen och bankinspektionen uppmärksamt följer den fortsatta utvecklingen och ingriper, om det skulle visa sig nödvändigt." Kommittén fortsätter på s. 284: "Samtidigt vill vi påpeka att kommunikations- och handelsteknikens framsteg har skapat en flytande gränszon mellan ren nyhetsförmedling och börsverksamhet. De ovan nämnda PmI och PmC och framför allt den vidareutveckling av systemen som har skisserats befinner sig i ett sådant gränsland. Det får ankomma på bankinspektionen att uppmärksamt följa utvecklingen och ingripa, om det skulle bli nödvändigt."

Enligt kassastyrelsens mening, är det viktigt att skilja mellan informationssystem och avslutssystem. Kassastyrelsen anser att det är fråga om börsverksamhet först när affärsavslut kan ske på grundval av ett samlat

anbudsförfarande i ett och samma system eller på en och samma marknadsplats. För börsverksamhet måste således krävas en organiserad ordning för avslut i systemet eller på marknadsplatsen.

Det är dock mycket svårt att finna någon entydig definition av begreppet börs för räntebärande värdepapper. Den tekniska utvecklingen kommer hela tiden att ändra formerna för handeln. Detta talar starkt för att helt avskaffa det krav på auktorisation av börshandel för räntebärande värdepapper som kommittén förordar. Det är inte en framkomlig väg att låta bankinspektionen ständigt pröva alla nya tänkbara former för handelsverksamhet på detta område. Det framstår som en för bankinspektionen mindre angelägen uppgift.

1.3.8 Invik & Co AB

Den av kommittén föreslagna definitionen för börs synes vara alldeles för vid. Ursprungligen var börsen den marknadsplats där själva handeln med värdepapper genomfördes. På motsvarande sätt utgör moderna datasystem den handelsplats där själva försäljningen och köpet genomförs. Kommittén utvidgar definitionen av börsverksamhet till den som lämnar information om marknaden, dock begränsat till primärkällan. Det innebär också med den definition av fondpapper som kommittén gjort att den information som lämnas t.ex. genom Reuters system kommer att omfattas av börsdefinitionen. Kommitténs uttalanden i dessa avseenden (betänkandet del 1 s. 298) är motsägelsefulla och skapar stor oklarhet om vad som gäller beträffande börsverksamhet och vad som utgör börsverksamhet. Kommittén synes vara medveten om definitionens oklarhet men överlämnar åt bankinspektionen att "ingripa, om det skulle bli nödvändigt" (betänkandet del 1 s. 284 n). Lagstiftningsmetoden får anses vara mycket tveksam. Även de i nuvarande lag om Stockholms fondbörs angivna definitionerna av börsverksamheten är oklara.

Med den internationalisering som sker av börshandeln, t.ex. gränsöverskridande handel som kommittén behandlar i 14 kap är det av stor vikt att ett enhetligt börsbegrepp införs. Det framstår också som naturligt att lagstiftningen inte förhindrar anslutning till utländska datoriserade handelssystem. Invik delar utredningens uppfattning att avgörande för huruvida det datoriserade handelssystemet utgör börsverksamhet i Sverige eller ej skall bedömas med utgångspunkt från var systemets regelskapande funktion finns (se betänkandet del 2 s. 273y). Ytterligare kriterier för att verksamheten skall anses bedriven utomlands är att verksamheten drivs i ett utländskt bolag eller auktorisation erhållits utomlands eller datamaskinutrustningen är belägen utomlands. Här vill dock Invik påpeka att Invik anser att kommitténs förslag till 31 § fondkommissionslag om möjlighet att förhindra svensk fondkommissionär eller annan mellanman att ansluta sig till sådant system är alltför långtgående. Om ett utländskt system är tillåtet utomlands eller har erhållit tillstånd till sin verksamhet av myndighet motsvarande bankinspektionen bör detta vara tillräckligt för att en svensk fondkommissionär skall kunna ansluta sig till systemet. Genom förslaget till 31 §

fondkommissionslag skulle svensk fondkommissionär och annan tillståndspliktig mellanman kunna förbjudas att handla i ett system medan däremot den som inte står under bankinspektionens tillsyn har möjlighet att handla genom systemet.

1.4 Grundläggande krav på verksamheterna

1.4.1 Bankinspektionen

VMK har ställt upp vissa allmängiltiga förutsättningar för börsverksamhet nämligen neutralitet, fritt tillträde, god genomlysning samt låga avgifter. Syftet härmed är att upprätthålla allmänhetens förtroende för sådan verksamhet. Kommittén påpekar att förutsättningarna för att privatägda börser drivna i vinstsyfte skall få etableras är att dessa före etableringen från det allmännas sida utsätts för en omfattande och ingående kontroll och att verksamheten därefter ställs under det allmännas tillsyn. Därmed kan de grundläggande kraven på börsverksamhet upprätthållas vinstinstresset till trots.

I samband med att kommittén gjort sina överväganden om innebörden av begreppet neutralitet har kommittén redovisat sina synpunkter på OM:s blockorderhandel. Kommitténs slutsats innebär att det är att föredra att även blockorderhandel sker i ett helt datoriserat system men att OM:s telefonhandel bör kunna accepteras under förutsättning av att det system för löpande kontroll genom utomstående som OM nu fått till stånd fungerar tillfredsställande bl.a. i det hänseendet att eventuella iakttagelser av missförhållanden inrapporteras till bankinspektionen.

Den löpande kontroll av utomstående som kommittén åsyftar utförs av två personer s.k. handelscontrollers anställda av Fondhandlareföreningen. Föreningen står inte under inspektionens tillsyn och det finns idag inget formaliserat förfarande för hur iakttagelser om missförhållanden skall rapporteras till inspektionen. VMK har inte heller föreslagit några regler om hur detta skall gå till.

Hur detta skall lösas bör bli föremål för ytterligare överväganden i det fortsatta lagstiftningsarbetet. Den lösning som föreslås bör innehålla en rätt för bankinspektionen att om det anses erforderligt ge föreskrifter för hur kontrollen av den löpande verksamheten hos en börs skall gå till. En sådan föreskrift skulle kunna gå ut på att av bankinspektionen utsedda kontrollanter skall övervaka den löpande handeln och rapportera sina iakttagelser till inspektionen samt att kostnaderna för denna kontroll skall bäras av börsen.

1.4.2 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Föreningarna har inget att erinra mot kommitténs krav på minimikapital för börsverksamhet på 10 milj. kr. som huvudprincip. För att inte en verksamhet onödigt skall belastas med kapitalkostnader bör dock bankinspektionen ges rätt att i enskilt fall medge ett lägre belopp. Detta bör

kunna aktualiseras när verksamheten är upplagd på sådant sätt att de ekonomiska riskerna är eliminerade eller begränsade i sådan utsträckning att det inte är motiverat med ett eget kapital på 10 milj. kr.

Inte heller mot kravet på kapitaltäckning på 5% av det totala säkerhetssaldot i en clearingorganisation finns något att invända i princip. För att inte omotiverade kostnader skall uppstå bör dock bankinspektionen ges rätt att sätta ned kravet, om ett så högt krav som 5% inte är sakligt motiverat i det enskilda fallet. Konkurrensneutralitet måste dock upprätthållas.

1.4.3 Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB (OM)

I paragrafen finns bestämmelser om clearingorganisationens verksamhet. Bl.a. skall clearingorganisationen registrera transaktioner på kundnivå. Vidare skall clearingorganisationen beräkna storleken av de säkerheter som kunden skall ställa samt underrätta kunderna härom och kontrollera att säkerhet ställs i enlighet med kravet. Sistnämnda bestämmelser synes innebära att clearingorganisationen skall ansvara för underrättelse till kunden samt för kontrollen. Det är oklart om dessa uppgifter kan överlåtas till clearingmedlem/börsmedlem. Å andra sidan diskuterar värdepappersmarknadskommittén (sid. 426 del 1) huruvida fondkommissionären skall få rätt avveckla positioner. Därvid pekar kommittén på att det ofta är fondkommissionären som först upptäcker att det brister i säkerhetsställandet. Det vore önskvärt om clearingorganisationen tillförsäkrades vissa friheter vid utförandet av dessa uppgifter. Exempelvis skulle Clearing Control kunna utföra vissa kontrolluppgifter samt fondkommissionären bevaka att säkerhet ställs för de affärer som gjorts genom fondkommissionären. Clearingorganisationens ansvar i dessa avseenden bör också klarläggas och möjliggöra att utförandet kan organiseras på olika sätt.

En clearingorganisation skall vara riskneutral, dvs. balansera sina riskrelationer så att ingen nominell obalans föreligger i riskhänseende. Därutöver gäller att med anpassade säkerhetssystem tillgodose att de aktörer som för clearingorganisationen utgör en risk genom säkerställande "eliminera" risken enligt vad som på goda erfarenhetsmässiga grunder kan bedömas. Kreditrisken hos dem som för clearingorganisationen utgör en risk kan i sammansättning och solvens variera över tiden, dvs. den faktiska risken är inte nödvändigtvis jämnt balanserad även om den i varje ögonblick är det i nominella termer. Därför krävs en riskbuffert som står till clearingorganisationernas förfogande i form av eget kapital eller annat kapital för att vid en kris systemet ej skall sättas i fråga. Mot den bakgrunden förefaller den föreslagna 5%-regeln balanserad, liksom mätmetodiken och tidsfrist för komplettering av kapital. Undantag bör kunna medges av Bankinspektionen förutsatt att det är uppenbart att grundsyftet med en buffert tillgodoses på annat sätt och att konkurrensneutraliteten ej sätts ur spel.

1.4.4 Invik & Co AB

Invik delar kommitténs uttalanden om de grundläggande krav som bör föreligga för börsverksamhet. Invik har dock svårt att se några fördelar i de begränsningar som kommittén önskar göra bl.a. vad avser ägarförhållanden m.m. Kommittén redogör utförligt för dessa frågor och hänvisar bl.a. till "nackdelar" med att en börsverksamhet drivs i vinstintresse. Kommittén har inte i några avseenden redovisat dessa nackdelar utan synes grunda sina ställningstaganden på allmänna antaganden. Tvärtom har kommittén funnit att den enda verksamhet förutom Stockholms fondbörs som bedrivs i Sverige och bedrivs med vinstintresse har visat sig fungera synnerligen väl och t.o.m. har sänkt sina avgifter. De slutsatser som kommittén drar om att neutralitetskravet skulle ifrågasättas om en börs drivs i vinstintresse är inte i några avseenden påvisade. Inte heller de fördelar som kommittén ser i offentlig styrelserepresentation är visade. Det måste i dessa hänseenden vara viktigare att kontrollen av handeln sker enligt uppställda regler och genom bankinspektionen.

Beträffande Stockholms fondbörs som även i framtiden torde handha den allt övervägande delen av aktiehandeln uppställs ett krav på "eget kapital" på 1 miljon kronor. Bildandet av nya börser kräver ett kapital på 10 miljoner kronor enligt kommitténs förslag. Avsikten är att beloppet skall täcka bl.a. eventuella förluster. Invik kan inte förstå den skillnad som görs mellan Stockholms fondbörs och en eventuellt nybildad börs i form av ett aktiebolag. Beträffande förluster uppkomna i verksamheten av det slag som kommittén anger torde dessa i första hand regleras genom en ansvarsförsäkring. Det torde få anses sedvanligt att aktiebolag som bedriver rörelseverksamhet också har ansvarsförsäkringar som täcker bolagets verksamhet. I detta fall bör övervägas om inte fondbörsbolag bör ha skyldighet att teckna en ansvarsförsäkring för verksamheten. Invik uppfattar det höga kapitalkravet såsom ett sätt att befästa och skydda Stockholms fondbörs verksamhet.

1.5 Tillståndsprövningen

1.5.1 Konsumentverket

Det är ett allmänt intresse att kostnaderna för aktiehantering o.dyl. inte blir för höga. En valmöjlighet mellan flera konkurrerande börser är härvidlag betydelsefull. Med hänsyn till den ökande internationella konkurrens som Stockholmsbörsen torde komma att få vidkännas, finner verket det dock acceptabelt att ha den tillståndsprövning för nyetablering, som kommittén föreslår.

1.5.2 Näringsfrihetsombudsmannen (NO)

NO invänder inte mot förslaget att det skall krävas tillstånd för att bedriva börsverksamhet och clearingverksamhet. Stockholms fondbörs bör dock inte på sätt som sker i lagförslaget särbehandlas.

Beträffande lämplighetsprövningen vill NO dock peka på svårigheten att pröva erfarenheten hos ett innovativt företag som t.ex. i likhet med OM vill starta börsverksamhet med nya instrument. Erfarenhetskravet bör därför inte tillämpas så att man onödigtvis hindrar utveckling.

Kommittén föreslår också att det skall ställas upp som en prövningsgrund för koncession att verksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna, dvs. en behovsprövning. NO avstyrker förslaget. Enligt NOs uppfattning bör behovsprincipen för gott utmönstras ur de olika regelsystemen för tillståndsprövning av verksamheter på det finansiella området. På försäkringsområdet har man övergivit denna princip och såvitt NO förstår är det aktuellt att även slopa nyttorekvisitet vid prövning av bankotroj. På dessa områden, liksom är fallet med bl.a. fondkommissionärer, övergår man i stället till ett skaderekvisit som ger samhället vissa möjligheter att styra utvecklingen på lång sikt. NO anser att denna väg bör väljas även på det nu aktuella området.

Kommittén anför att en skadeprövning även innefattar ett hänsynstagande till om behov av rörelsen föreligger. NO vill i linje med det nyss anförda med anledning härav framhålla att enligt NOs uppfattning så bör det för framtiden klargöras att en skadlighetsprövning inte skall innefatta en behovsprövning. Förarbetsuttalanden i olika lagar med skaderekvisit synes på denna punkt i vissa fall något oklara. Beträffande fondkommissionärer återkommer NO senare.

Det bör i stället klart anges vad som skall anses vara till skada. Enligt NOs uppfattning bör prövningen vara av rent kvalitativ natur och inriktas på organisation, ledning, ägarförhållanden, kapitalstyrka m.m. som kan påverka en sund verksamhet. Det bör således röra sig om objektivt fastställda kriterier. Särskilt måste beaktas att rekvisiten inte hindrar tillkomsten av innovationer på den aktuella marknaden.

1.5.3 Riksbanksfullmäktige

De kvalitativa kraven bör sättas så högt att börsverksamheten kan bedrivas under betryggande former. I kommitténs förslag stipuleras, utöver allmänna bestämmelser om lämpligheten hos det sökande företaget och de regler enligt vilka handeln skall bedrivas, att ett börsföretag måste ha en tillräcklig kapitalbas. Regler som gör att verksamheten kan bedrivas med viss varaktighet kan ses som ett led i konsumentskyddet. Vid en oväntad nedläggning av en börs kan tillgångarnas likviditet försämras, vilket både direkt och indirekt kan åsamka investerarna förluster. Bestämmelser av denna karaktär framstår därför som motiverade. Auktorisationen kan således uppfattas som en form av typgodkännande, som gör att verksamheten måste uppfylla vissa krav.

Av slutsatsen att konkurrens mellan börser kan tillåtas följer att det kan finnas skäl att ifrågasätta den särställning som kommitténs lagförslag ger Stockholms fondbörs. Kommittén föreslår exempelvis att auktorisation att bedriva börsverksamhet endast kan ges till aktiebolag eller ekonomisk förening och att denna måste ha ett kapital på minst 10 miljoner kronor. Några motsvarande krav uppställs inte för Stockholms fondbörs, som

utan närmare motivering, föreslås få behålla sin oklara rättsliga status och arbeta med en grundfond på 1 miljon kronor. Fullmäktiges förslag att även andra än Stockholms fondbörs skall kunna ges möjlighet att bedriva aktiehandel innebär att i princip samma regler bör gälla för alla aktiebörser. Fullmäktige föreslår därför att Stockholms fondbörs rättsliga ställning omprövas och möjligheterna att omvandla fondbörsen till en ekonomisk förening eller ett aktiebolag utreds. Därigenom skulle fondbörsen också kunna ges en mer stabil kapitalbas. Synen på marknadsplatsen som relativt oproblematisk från konsumentskyddssynpunkt har även konsekvenser för andra delar av kommitténs förslag till reglering och tillsyn. Dessa frågor kan därför förtjäna ytterligare analys.

1.5.4 Allmänna pensionsfonden (1-3:e fondstyrelserna)

Kommittén utgår ifrån att börsverksamheten skall varaktigt bedrivas i Sverige. Man betonar emellertid risken att förekomsten av flera inhemska börser skulle komma att försämra konkurrensläget med utlandet. Detta anges vara ett skäl mot att andra företag än Stockholms Fondbörs får driva börsverksamhet. Koncentration till en marknadsplats antas förbättra möjligheterna till att konkurrera med utlandet. Samtidigt som konkurrensen på utlandet garanterar den kostnadseffektivitet, som annars skulle kunnat drivas fram av inhemsk konkurrens. Det är utifrån denna kommitténs uppfattning om konkurrensens roll man kan se kravet på koncession för börshandel med aktier för andra än för Stockholms Fondbörs. Behovsprövningen skall visa om en ytterligare marknadsplats skall kunna vara "till nytta för det allmänna".

En grundläggande invändning mot behovsprövningen i detta sammanhang är att det är nästan omöjligt att fastställa dess innebörd. För kommittén är som nämnts bevisföringen inte desto mindre enkel. Man mer eller mindre förutsätter att aktiehandeln behöver koncentreras till en marknadsplats. Eftersom Stockholms Fondbörs anses fylla föreliggande behov, skulle ytterligare en aktiebörs inte kunna bli till nytta från allmän synpunkt: "I praktiken kommer det sagda att innebära att Stockholms Fondbörs även i fortsättningen kommer att inta en helt dominerande position på detta område". (Del 1, sid. 314). Betänkandets krav på koncession kan i princip komma att användas till förmån för monopol även på handeln med räntebärande papper och på clearingverksamhet. Här kan kommittén dock tänka sig andra huvudmän än Stockholms Fondbörs. Det framgår emellertid inte hur den utveckling skall se ut, som leder fram till behovet av en annan huvudman, resp. vem denna huvudmannen i så fall skulle vara.

1.5.5 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

Riksförbundet anser att samma regler för koncession bör gälla för en clearingorganisation som för en börs. Det är utomordentligt viktigt att en sådan organisation åtnjuter förtroende. Det är dock inte som VMK:s genomgång på sidorna 326-327 i del 1 av betänkandet visar, några avgörande praktiska fördelar med en enda clearingorganisation. Vid

prövning av koncession för en clearingorganisation bör dock en viktig fråga vara hur säkerhetsclearing mellan flera olika existerande organisationer kan lösas. Att en clearingorganisation kan svara för total säkerhet mot sina kunder är ett absolut krav från försäkringsbolagen som placerare av försäkringstagarnas medel.

1.5.6 Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB (OM)

OM motsätter sig behovsprövningen enligt kommitténs förslag. Den lämplighetsprövning för börs- och clearingverksamhet som kommittén föreslår, innebärande krav på att verksamheten skall antas vara till nytta för det allmänna, innebär tolkningssvårigheter och ger utrymme för godtyckliga bedömningar från tillstånds- och tillsynsmyndigheter. Kommitténs förslag till behovsprövning synes ha som förebild det i banklagstiftningarna intagna kriteriet för materiell prövning av oktroj, att verksamheten skall vara nyttig för det allmänna (se bl.a. 2 kap. 3 § tredje stycket bankaktiebolagslagen). I proposition 1989/90:16 anför chefen för finansdepartementet kritik mot nyttorekvisitet. Den kritiken kan i många stycken också riktas mot kommitténs förslag till nyttorekvisit för tillstånd till börs- och clearingverksamhet.

1.5.7 Invik o Co AB

Invik delar inte kommitténs uppfattning att en behovsprövning skall ske. Om börsmonopolet skall avskaffas är det av vikt att etableringsrätten inte motverkas av förhållanden som liknar ett börsmonopol. På sätt angetts tidigare måste det viktiga ligga i att en effektiv kontroll hålls över den verksamhet som drives. En risk med en behovsprövning är att svensk aktiehandel flyttas utomlands genom att möjligheterna till nyetablering och ökad konkurrens inte finns. En stor risk finns också att anslutning sker till utländska datoriserade handelssystem i stället för att börsverksamheten drivs direkt i Sverige.

1.6 Generella ägarbegränsningar

1.6.1 Bankinspektionen

VMK föreslår införandet av ägar- och inflytandebegränsningar i företag som vill bedriva börs-och clearingverksamhet. Bankinspektionen avstyrker förslaget mot bakgrund av vad som sagts under avsnitt 1.1. Inspektionen vill i övrigt endast göra följande påpekande.

I specialmotiveringen till 7 § i förslag till lag om börs- och clearingverksamhet har kommittén berört bl.a. den situationen att börsen är ett helägt dotterbolag till ett holdingbolag. Kommittén har därvid framhållit att en sådan situation bör godtas och att ägarbegränsningsreglerna då bör gälla för holdingbolaget i stället.

Holdingbolagskonstruktioner kan dock medföra andra svårigheter. Ett holdingbolag kan i olika dotterbolag bedriva en rad olika finansiella verksamheter. Såsom kommittén framhållit är det viktigt att en börs eller en clearingorganisation kan agera neutralt och att den är fristående i

förhållande till den som utnyttjar dess tjänster. Mot bakgrund härav synes det inte vara lämpligt att en börs eller en clearingorganisation ingår i en koncern där det t.ex. finns ett fondkommissionsbolag eller ett marknadsgarantbolag som är börs- eller clearingmedlemmar. Enligt bankinspektionens uppfattning är frågan så betydelsefull att det bör införas en bestämmelse i lagen eller ett klart uttalande i förarbetena att holdingbolagskonstruktionen endast bör tillåtas i det fall holdingbolaget är moderbolag och endast bedriver börs- och/eller clearingverksamhet eller annan verksamhet som har anknytning till nämnda verksamheter.

1.6.2 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Föreningarna avvisar kommitténs förslag till begränsning av ägande och inflytande i börs- och clearingorganisationer (6.5.2). Ägar- och inflytandebegränsningar utgör inget verksamt medel mot bristande neutralitet och felaktig handläggning. De utgör däremot ett störande inslag i en fri marknad. De legala kraven på verksamheten och tillsynen måste utgöra tillräckliga garantier mot oegentligheter.

1.6.3 Sveriges Advokatsamfund

Det anges att fördelningen av ägandet i börs eller clearingorganisation skall "framstå som lämplig". Ett sådant kriterium är alltför vagt och obestämt och ägnat att skapa osäkerhet respektive fresta till godtycke.

1.6.4 Invik & Co AB

De av kommittén framförda synpunkterna (betänkandet del 1 s. 330y) som huvudgrund för begränsning av ägandet i en börs är inte övertygande. Det är svårt att tänka sig att en börs som står under bankinspektionens tillsyn skulle kunna "manipuleras" av ägarna bara därför att dessa är aktiva i handeln på börsen.

1.7 Offentligt inflytande

1.7.1 Bankinspektionen

Med förebild från bankaktiebolagslagen har VMK föreslagit dels att regeringen får utse två ledamöter i styrelsen för en börs eller en clearingorganisation och dels att styrelsens ordförande skall godkännas av regeringen. Inledningsvis har bankinspektionen framhållit att skyddsintresset knutet till börser och clearingorganisationer är av annan beskaffenhet än vad gäller banker. Mot bakgrund härav och till att börser och clearingorganisationer skall stå under inspektionens tillsyn samt till att inspektionen skall utse revisor i sådana företag synes något behov av regler om offentliga styrelseledamöter och godkännande av styrelseordföranden inte föreligga.

Konsekvensen av börsmonopolets avskaffande blir att det inte heller i styrelsen för Stockholms fondbörs bör ingå några offentliga styrelseledamöter. Styrelsen bör endast bestå av företrädare för börsmedlemmarna, emittenterna och placerarna.

1.7.2 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Föreningarna avvisar förslagen om såväl statlig styrelserepresentation som kravet på regeringsgodkännande av styrelseordförande.

Det finns således inget skäl att i detta sammanhang frångå aktiebolagslagens (eller annan aktuell associationsrättslig lagstiftnings) bestämmelser om ett bolags ledning. Det bör betonas att man inte har något att vinna i skydd för det allmänna intresset genom att lägga lager på lager av olika regleringar och liknande, såsom lagstiftning, tillsyn, statligt beslutad prissättning etc.

Föreningarna är övertygade om att en tillsyn grundad på en rätlinjig lagstiftning vinner i tydlighet och effektivitet.

1.7.3 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

Styrelserna för övriga marknadsplatser bör enligt SARF tillsättas enligt allmänna associationsrättsliga regler utan krav på godkännande från statsmakternas sida. Samma bör gälla för Stockholms Fondbörs styrelse om särlagstiftningen för fondbörsen slopas. SARF anser att det i alla företag inklusive börsen är eftersträvansvärt att ha kompetenta och lämpligt dimensionerade styrelser som representerar ägarintresset samt de övriga intressen och den kompetens som ägarna kan finna det motiverat att låta representeras där. Det är enligt SARF principiellt felaktigt att genom lagstiftning garantera arbetsmarknadsorganisationer eller politiker representation i börsernas styrelser.

Om Stockholms Fondbörs skulle förbli en ägarlös institution som för närvarande, föreslår SARF att styrelsen får två ledamöter utsedda av emittentbolagen, två ledamöter utsedda av fondhandlarna samt att placerarna utser två ledamöter. Av de sistnämnda skall en representera småaktieägarna och en de institutionella placerarna. Dessa sex styrelseledamöter skall utse en ordförande utanför kretsen. Ledamot i styrelsen skall ha var sin personlig suppleant.

1.7.4 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

När det gäller sammansättningen av styrelsen för en börs eller clearingorganisation anser riksförbundet det viktigaste kravet vara att kompetenta personer med kunskap om marknaden ingår och att olika aktörer representeras på ett allsidigt sätt. Det allmännas bästa garanteras på detta sätt bättre än genom krav på att ett visst antal statliga representanter ingår i berörda styrelser. Riksförbundet instämmer i den uppfattning som

reservanterna till kommittén uttrycker, nämligen att ett dominerande statligt inflytande är omotiverat i den nya situation då monopolet för börsverksamhet hävs, bankinspektionens tillsyn förstärks och en av regeringen tillsatt disciplinnämnd införs.

1.7.5 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Enligt den uppfattning som organisationerna utvecklat ovan bör nya börser accepteras utan särskilda ägarbegränsningar och med tillåtet vinstsyfte. I linje med detta ligger också organisationernas inställning, att styrelsesammansättningen skall representera ägarbilden. I själva verket kan en inblandning från andra leda till ett minskat intresse från ägarnas sida att sköta verksamheten på det mest effektiva sättet eller för att överhuvudtaget etablera sig på marknaden. Sådana effekter bidrar naturligtvis inte till att skapa den konkurrenssituation som organisationerna argumenterat för tidigare.

Organisationerna menar sålunda att styrelsen för en börs skall utses enligt de gängse regler som gäller för den företagsform i vilken börsen etablerar sig. Regeringen bör inte utse någon person i en börsstyrelse.

1.7.6 Småföretagens Riksorganisation

I betänkandet föreslås att staten bör få rätt att utse ett visst antal styrelseledamöter och godkänna styrelsens ordförande i de olika börs- och clearingorganisationerna. Detta innebär bl.a. ett fortsatt starkt statligt inflytande i Stockholms fondbörs.

Småföretagens Riksorganisation kan inte finna att statligt inflytande är nödvändigt på en fri marknad. Även de privata börserna kommer enligt kommitténs förslag också att falla under bankinspektionens tillsyn. Vi delar tidigare nämnda ledamöters uppfattning att lagstiftning, tillsyn och konkurrens måste vara den bästa garantin för en god verksamhet.

1.7.7 Invik & Co AB

Kommittén har inte framfört några bärande motiv varför staten skall utse styrelserepresentanter i börsstyrelser. De syften som anförts, nämligen att skapa garantier för att företagen agerar på ett neutralt självständigt sätt kan uppnås genom andra medel där framförallt bankinspektionens tillsynsverksamhet får anses avgörande. Om statliga representanter utses kan detta missuppfattas från utlandet genom att ge alla svenska börser en officiell prägel.

1.8 Avgiftskontroll

1.8.1 Bankinspektionen

VMK föreslår att regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får meddela föreskrifter om de avgifter som andra börser än

Stockholms fondbörs och clearingorganisationer tar ut. Bankinspektionen avstyrker förslaget mot bakgrund av att avskaffandet av börsmonopolet bör leda till att fri konkurrens bör råda även på detta område och att det finns även konkurrens från utlandet.

I detta sammanhang vill inspektionen peka på att den av kommittén föreslagna regeln om kapitaltäckning för clearingorganisationer starkt påverkar kostnaderna vilket i sin tur ger clearingorganisationerna en stark ställning mot aktörerna när det gäller att fastställa avgifternas storlek. Någon utredning som visar att det föreslagna kapitaltäckningskravet är rimligt har inte presenterats av kommittén. Frågan bör därför övervägas ytterligare i det fortsatta lagstiftningsarbetet.

1.8.2 Riksgäldskontoret

Kommittén föreslår i sitt betänkande att bankinspektionen i efterhand skall kontrollera att avgifter för börs- och clearingverksamhet är skäliga.

Med utgångspunkt från kommitténs förslag anser riksgäldskontoret till följd av att naturliga monopol kan uppstå i börs- och clearingverksamhet att det är befogat med en viss övervakning av avgifterna och att denna lämpligen kan ske genom bankinspektionens försorg.

Kontoret vill dock understryka att behovet av sådan övervakning beror på hur konkurrenssituationen ser ut. Någon detaljreglering av avgiftsbesluten ter sig ej nödvändig.

1.8.3 Näringsfrihetsombudsmannen (NO)

NO är i princip negativ till prisreglering. NO anser inte att kommitténs påstående att fåtalskonkurrens kan leda till att avgifterna hamnar på en för hög nivå är självklart. Det bästa sättet att säkerställa effektivitet och låga kostnader i börsverksamhet är enligt NOs uppfattning som tidigare framgått konkurrenstrycket, såväl faktiskt som potentiellt. Att ge bankinspektionen uppgiften att i enlighet med kommitténs förslag i efterhand avgöra om avgifterna framstår som oskäligt höga vill NO avvisa. Det torde medföra stora svårigheter för en myndighet att exempelvis avgöra vad som är en skälig vinst. Vinsterna i näringslivet varierar starkt både mellan olika företag i samma bransch och över tiden. Att reglera och ta ansvar för vad som skall anses vara rimliga kostnader bör inte vara en myndighetsuppgift. I och för sig håller NO som förut berörts inte för troligt att det kommer att uppstå en med Stockholms fondbörs konkurrerande börs i Sverige. Konkurrenstrycket från utländska börser kommer emellertid med stor sannolikhet att i framtiden bli mycket kännbart för Stockholms fondbörs. Detta konkurrenstryck bör utgöra en god garanti mot att Stockholms fondbörs tar ut för höga avgifter.

1.8.4 Styrelsen för Stockholms fondbörs

Den av börsstyrelsen inledningsvis redovisade grundsynen bygger på att genom konkurrens verka för högsta möjliga effektivitet på marknadsplatser och inom clearingorganisationerna. Föreligger verklig konkurrens

saknas enligt börsstyrelsen anledning till någon form av priskontroll. Som VMK framhållit är det endast i de situationer då verklig konkurrens ej existerar - t.ex. då ett faktiskt privat monopol utvecklats - som former av avgiftsreglering eller kontroll kan behöva övervägas. Svenska och internationella erfarenheter talar för att man har att räkna med att sådana situationer kan uppstå. Enligt börsstyrelsens mening är det rimligt att i dessa fall kontrollera skäligheten i avgiftssättningen. Med hänsyn till de uppgifter av liknande art som anförtrotts bankinspektionen ligger det enligt börsstyrelsen närmast till hands att lägga uppgiften på inspektionen och utforma den i enlighet med vad VMK föreslagit, dvs. som en kontroll i efterhand.

1.8.5 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

När det gäller vinstintresset hos en börs kan föreningarna inte se något som hindrar att ett sådant får förekomma. Kommitténs antydan om att vinstsyftet kan neutraliseras genom att föreskrifter utfärdas om vilka avgifter en börs får ta ut avvisas. Avgifts- och prissättning genom myndigheter är överhuvudtaget olämpligt. Härigenom skapas en falsk prisstruktur, som lätt leder till att kostnader fördelas på ett felaktigt sätt.

Föreningarna kan inte heller acceptera en kostnadsreglering i verksamheten av det slag som följer av vad som sägs om låga kostnader i 4 § förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet. Avgörande för vad som skall vara kostnadseffektivt är förmågan att till lägsta kostnad tillgodose kundernas önskemål.

Upplysningsvis kan nämnas att det utomlands finns flera börser som drivs i vinstsyfte. Tendensen är att antalet sådana ökar.

Med den föreslagna organisationen av Stockholms fondbörs bör avgiftssättningen där beslutas i samma ordning som inom andra organisationer, dvs. av organisationen själv med marknadens reaktion som enda korrektiv. Föreningarna avvisar således den priskontroll resp. föreskriftsrätt beträffande prissättningen som kommittén (s. 346) vill tillägga bankinspektionen. Härigenom har föreningarna också tagit ställning till frågan om finansiering av Stockholms fondbörs. Det är en fråga som ankommer på börsen själv, med marknadens krav som förutsättning.

1.8.6 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

VMK föreslår att Bankinspektionen i efterhand ges rätt att kontrollera börs- och clearingavgifternas skälighet. Om de facto börsmonopol fortsätter att råda tillstyrker SARF att Bankinspektionen även framdeles ges denna rätt. Om emellertid möjlighet till konkurrens öppnas, som SARF föreslår, bör tillsynsmyndighetens uppgift till denna del istället vara av konkurrensövervakande karaktär.

1.8.7 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

Riksförbundet delar VMK:s uppfattning på sid. 345-346 i del 1 om avgiftsuttaget vid privata börser och clearingorganisationer. Prisövervakningen bör ske genom bankinspektionens granskning i efterhand, såsom VMK föreslår.

När det gäller VMK:s förslag om finansieringen av Stockholms fondbörs anser riksförbundet att nuvarande princip bör bestå, dvs. att avgifter tas ut av börsmedlemmar och emittenter. Avgifterna allokeras sedan ut på övriga aktörer via courtagesättningen. VMK:s uttalande på sid. 348 i del 1 får inte tolkas så att börsen dessutom får rätt att ta ut avgift direkt av dessa andra aktörer.

1.8.8 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Utredningens majoritet vill begränsa ägandet i börserna och är kritisk till att marknadsplatserna drivs i vinstsyfte. Organisationerna är av annan uppfattning. Om målet är att åstadkomma en så effektiv marknad som möjligt måste det tillåtas att börser drivs med vinst och att ägandet kan konstrueras fritt. Det är genom ett sådant system som man stimulerar nytänkande och etablering av nya börser. Marknadsaktörerna ser sedan själva till att börserna inte tar ut för höga vinster. Skulle så ske skapas ett hot om att en konkurrerande marknadsplats etableras.

I det nyss sagda ligger också att organisationerna anser, att avgifterna skall bestämmas av marknadsplatserna själva och inte av någon myndighet.

1.8.9 Småföretagens Riksorganisation

Kommittén anser vidare att börsverksamhet inte skall drivas med vinstsyfte och att bankinspektionen i efterhand skall kunna granska att avgifterna på privatägda börser är skäliga.

På en väl fungerande marknad kan varken vinstnivåer eller avgifter ligga på en oskälig nivå. En skälig avgiftsnivå är på en fri marknad avhängig av vad kunderna är villiga att betala. På samma sätt skulle oskäliga vinstnivåer leda till att det finns utrymme att starta konkurrerande verksamhet. Organisationen avstyrker därför kommitténs förslag angående avgiftsgranskning.

1.8.10 Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB (OM)

Det kan te sig märkligt att i lagstiftning föreskriva vad för grad av avkastning en verksamhet som bedrivs i aktiebolagsform alternativt som ekonomisk förening skall generera på eget kapital. Regeln är föranledd av att en börs i praktiken kan erhålla ensamställning och därmed enligt värdepappersmarknadskommittén ta ut avgifter som negativt skulle påverka viljan att anlita börsens tjänster. Kommittén borde fortsätta sitt resonemang och konstatera att en börs vars tjänster inte anlitas måste upphöra med sin verksamhet. Börsen har därför ett eget intresse att sätta

avgifterna på sådan nivå att dess tjänster anlitas. Någon lagregel härom eller tillsyn över avgifter bör inte förekomma. Ett annat skäl härför ligger i den godtycklighet som måste prägla bedömningen av begreppet skälig avkastning.

Kommittén förordar vidare ett spritt ägande i privatägd börs och sätter upp gränser för hur stort det enskilda ägandet får vara. En aktie vars avkastning skall sättas av myndigheterna torde emellertid ha svårt att uppnå en mer omfattande spridning bland andra än börsens avnämare som genom nyttjande kan ernå avkastning. Legalt satta normer för avkastningen motverkar således det i förslaget uppställda målet om spridning av aktierna.

1.8.11 Invik & Co AB

Kommittén har inte på något sätt kunnat visa att en fri prissättning skulle leda till att avgifterna kan hamna på en för hög nivå. Tvärtom konstaterar kommittén självt att OM kontinuerligt sänkt sina avgifter. Något behov för den prisreglering som införs finns således ej. Fri prissättning skulle ha fördelar ur konkurrenssynpunkt vilka särskilt förstärks så länge Stockholms fondbörs kommer att ha sin dominerande ställning. Genom en fri prissättning har svenska börser också möjlighet att lättare kunna anpassa sig till konkurrerande verksamhet från utlandet.

1.9 Krav och former för anslutning till börs resp. clearingorganisation

1.9.1 Bankinspektionen

Bankinspektionen ansluter sig till kommitténs förslag att förutom företag med fondkommissionstillstånd även företag med markandsgarantitillstånd skall äga rätt att direktansluta sig till börser och clearingorganisationer. Inspektionen ställer sig också positiv till att utländska företag verksamma i utlandet får under av kommittén angivna förutsättningar rätt att bli börs- och clearingmedlemmar i Sverige samt att svenska fondkommissionärer och marknadsgaranter under av kommittén angivna förutsättningar får direktansluta sig till börser och clearingorganisationer i utlandet.

Sistnämnda förslag synes gå längre än vad som föreslås gälla inom EG. Enligt det direktivförslag som rör finansiella tjänster och som finns refererat i betänkandet bilaga 3 punkt 6 anges att börsmedlemskap skall stå öppet för företag endast om företaget upprättat en filial i värdlandet eller etablerat ett dotterföretag i värdlandet eller förvärvat ett företag i värdlandet som är börsanslutet. Det kan därför ifrågasättas om svenska fondkommissionärer kommer att kunna utnyttja den föreslagna möjligheten att ansluta sig till en börs inom EG utan etablering i värdlandet.

Enligt bankinspektionens uppfattning är det från tillsynssynpunkt en fördel om alla börs- eller clearingmedlemmar har någon form av etablering i värdlandet. Inspektionen anser att frågan bör lösas på sätt som föreslagits inom EG och att den därför bör bli föremål för ytterligare överväganden i det fortsatta lagstiftningsarbetet.

1.9.2 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Föreningarna har inga invändningar mot vad kommittén anför om börsanslutning och börstvång.

1.9.3 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

VMK diskuterar om även andra aktörer på värdepappersmarknaden utom auktoriserade fondkommissionärer skall kunna få direkt access till en börs. Kommittén tar dock inte upp något sådant förslag bl.a. med hänvisning till att den lämplighetsprövning som skulle ske av dem som skulle få direkt access kan tänkas inrymma alltför mycket godtycke. Riksförbundet anser emellertid inte att tanken helt bör överges. Kriterier för god soliditet för aktörer som kan ges tillträde torde kunna uppställas i syfte att upprätthålla förtroendet för handeln. En alltför ensidig begränsning av kretsen som har rätt till börsanslutning kan ge bilden av ett skråväsende som inte är ägnat att uppehålla allmänhetens förtroende.

Riksförbundet anser att det finns uppenbara fördelar med ett börstvång. Genomlysningen av marknaden blir tydligast om all handel registreras på börsen. Men friheten att göra avslut utanför börsen bör inte tas bort. Det är dock som VMK föreslår angeläget att alla affärer av viss omfattning som sker utanför börsen omedelbart anmäles, så att marknaden får fullständig information.

1.9.4 Invik & Co AB

Kommittén synes i första hand ha reglerat det traditionella börsmedlemskapet. Handel i framtiden och även handeln vid Stockholms fondbörs kommer att ske genom datamaskinella system. Sådan verksamhet kan bedrivas från terminaler som utplaceras hos inte bara fondkommissionärer utan även stora institutionella placerare. Som kommittén riktigt konstaterar kan stora placerare t.ex. försäkringsbolag spara betydande belopp i courtage om de kan bedriva handel direkt från egna terminaler. Att detta skulle innebära inkomstminskningar för fondkommissionärerna kan inte utgöra ett avgörande skäl för att inte även den som inte är börsmedlem skall få driva sådan handel. Något självändamål att skydda fondkommissionärerna och tillse att dessa får courtageintäkter kan inte föreligga. Detta skulle innebära ett onödigt och konkurrenshämmande skydd i en verksamhet som är stadd under snabb utveckling och utsatt för internationell konkurrens.

Invik delar inte kommitténs uppfattning att även den som inte är fondkommissionär skall inrapportera avslut i fondpapper och andra finansiella instrument till fondbörsen. Kommitténs krav på sådan inrapporteringsskyldighet utgör ett led i kommitténs försök att flytta över all handel av aktier till Stockholms fondbörs. Om handel inte sker vid Stockholms fondbörs beror det på att handelsplatsen inte är tillräckligt konkurrensfördelaktig i förhållande till andra handelsplatser. Att bygga

upp olika skyddsregler av det slag som föreslås bör därför undvikas. Den ytterligare information som skulle fås genom det av kommittén föreslagna förfarandet torde vara begränsad. Tvärtom bör det i stället införas lagstiftning som förhindrar att indirekta börstvång införs, t.ex. det som blir följden av SAX-systemet (se betänkandet del 1 s. 355ö).

1.10 Inregistrering av värdepapper vid en börs/Informationskrav

1.10.1 Bankinspektionen

Bankinspektionen anser liksom kommittén gjort att handeln med aktier noterade på OTC- och O-listorna bör ligga under börsstyrelsens ansvar och att informationskraven m.m. för dessa bolag bör vara desamma som gäller för börsbolagen. Inspektionen biträder således förslaget.

1.10.2 Konsumentverket

Kommitténs förslag att fler bolag bör börsregistreras finner verket positivt förutsatt att de kvalitativa kraven som gäller inte sänks och att tillsynen blir fullgod.

1.10.3 Riksgäldskontoret

Vad gäller riksgäldskontorets inregistrering av låneprospekt vid Stockholms Fondbörs är denna inregistrering av vikt främst av två skäl. För det första kräver en rad utländska investerares placeringsreglementen att de endast får placera i börsregistrerade värdepapper eller i värdepapper som handlas på en offentligt reglerad marknad. För det andra tillhandahåller Stockholms Fondbörs avslutskurser och omsättningsinformation avseende obligationer.

Ur riksgäldskontorets perspektiv är dessa funktioner vitala. De skulle dock lika gärna kunna ombesörjas av andra än Stockholms Fondbörs. För att få en anpassning till internationella regler bör dock en sådan ordning sanktioneras av det offentliga.

Prospekt avseende fondpapper bör enligt riksgäldskontorets mening centralt inregistreras hos t.ex. bankinspektionen, som bör ansvara för viss juridisk granskning och standardisering. En sådan ordning skulle stärka förtroendet för den svenska värdepappersmarknaden såväl nationellt som internationellt.

Vad gäller frågan om hur genomlysning av marknaden skall utformas, är det kontorets mening att man ej i lag eller via myndighets normgivning i detalj skall reglera detta. Denna fråga torde lämpligast avgöras av marknadens parter. Samhällsintresset bör dock leda till att vissa minimikrav inom detta område uppställs av bankinspektionen på den handelsplats eller clearingorganisation som ombesörjer informationsspridningen.

1.10.4 Styrelsen för Stockholms fondbörs

VMK har förtjänstfullt kartlagt och analyserat rubricerade förhållanden. Börsstyrelsen ansluter i allt väsentligt till kommitténs slutsatser och förslag. Börsstyrelsen vill dock peka på att kommitténs vällovliga strävan att göra innebörden av begreppet "börsregistrerat värdepapper" tydlig, kan leda till att handeln i och informationen om allmänt spridda aktier - som ej är börsregistrerade - kan komma att avsevärt försämras. Behovet av någon form av motsvarighet till den nuvarande O-listan är så tydligt att en omprövning av kommitténs absoluta förbudsregel framstår som nödvändig. Accepteras konkurrerande aktiebörsverksamhet, kommer begreppet "börsregistrerad aktie" härigenom att få en delvis förändrad innebörd, vilket också skulle kunna tala för en mindre kategorisk regel än den VMK föreslagit.

VMK har - i syfte att harmonisera det svenska regelverket med EGs - föreslagit att de formella kraven för börsregistrering sänks och att börsstyrelsen ges en friare prövningsrätt i de enskilda fallen. Börsstyrelsen har inget att erinra mot att dessa förslag läggs till grund för lagstiftning men vill i fråga om sin framtida befattning med prospektgranskningen framhålla följande.

VMK har föreslagit att börsstyrelsen skall godkänna ett introduktionsprospekt med däri ingående revisionsberättelse innan prospektet får publiceras och inregistrering ske. Från de synpunkter börsstyrelsen har att beakta är det angeläget att framhålla att ett sådant godkännande ej förändrar utgivarens och medverkande fondkommissionärs ansvar för prospektet. Enligt börsstyrelsens mening bör i klarhetens intresse verbet "godkänna" bytas ut mot "granska" och - med förebild i amerikanska regler - bör innebörden av börsstyrelsens befattning med prospektet preciseras.

Börsstyrelsen stöder förslagen om att i introduktions- och emissionsprospekt skall redovisas dels ett underlag för kursens fastställande, dels de tilldelningsprinciper som bestämts för aktiernas fördelning. I klarhetens intresse bör framhållas att detta ej innebär någon förhandsgranskning eller värdering av kurssättningen eller att börsstyrelsen dras in i beslutsfattandet rörande hur aktietilldelning faktiskt utformas i enskilda fall.

Börsstyrelsen kan i princip ansluta till de slutsatser VMK dragit av sin analys och utvärdering av OTC-marknaden, men styrelsen avstyrker att förslagen läggs till grund för lagstiftning, eftersom - med hänsyn till skattekonsekvenserna - de små och medelstora företagens riskkapitalförsörjning skulle löpa risk att allvarligt försämras.

1.10.5 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

Riksförbundet anser det är av stor vikt att den kvalitetsstämpel, som inregistrering på en börslista ger, bevaras. Så länge behov av särskilda listor finns av andra än börstekniska skäl är det därför angeläget att nuvarande listor består. Riksförbundet instämmer dock i att inriktningen bör vara att på sikt inte mer än en enda lista skall behövas.

1.10.6 Sveriges Finansanalytikers Förening

För SFF är det önskvärt att det finns en så bra kontroll som möjligt av de företag vars aktier vi handlar i. Föreningen är därför positiv till kommitténs förslag att all aktiehandel som sker på fondbörsen ska avse aktier som är inregistrerade vid denna. Därmed kommer all aktiehandel på fondbörsen att ligga under börsstyrelsens ansvarsområde och börsstyrelsen får möjlighet att övervaka att bolagen fullgör sin informationsplikt och i övrigt uppfyller de krav som kan ställas på börsföretag.

Efter lagens ikraftträdande övergår ansvaret för handeln med aktier på OTC- och O-listan till börsstyrelsen och dessa listor försvinner därmed. Ur finansanalytikerns synvinkel är detta positivt eftersom bl.a. kraven på att lämna information är högre för börsnoterade bolag.

SFF instämmer i kommitténs förslag att handeln med OTC-och O-listenoterade bolag under en övergångsperiod får fortgå på i princip samma sätt som sker nu. Ansvaret för handeln skall dock ligga hos börsstyrelsen även innan inregistreringskontraktet skrivits under. SFF betonar vikten av att börsstyrelsen verkligen tar sitt ansvar även för de icke inregistrerade aktierna.

Handeln med aktier på den inofficiella listan som inte accepterar de krav som börsstyrelsen ställer i inregistreringskontraktet bör inte enligt utredningen få förekomma i börshuset. SFF instämmer i detta.

Vi vill understryka att det är utomordentligt viktigt att Bankinspektionen, som tillsynsmyndighet, förstärker sin kompetens för att kunna fullgöra både nuvarande plikter och de nya inom detta område. Förslaget att BI ska samarbeta med fondbörsen vad gäller tillsyn över aktiehandel kan vara ett led i denna kompetensförstärkning.

1.10.7 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Ifråga om de inregistreringskrav som VMK uppställer hänvisar man till EG och menar att reglerna i stort utgör en anpassning till gemenskapens regler. Det synes också som om denna bedömning från kommitténs sida i stort sett är riktig. Organisationerna tillstyrker de regler som föreslås gälla för inregistrering. I ett avseende ställer vi oss emellertid frågande inför det redovisade innehållet i EGs regler. Detta gäller beträffande spridningskravet. På flera ställen i betänkandet anges att EG kräver att minst 25 % av det tecknade kapitalet skall vara spritt till allmänheten för att inregistrering skall få ske. I redogörelsen för EGs första börsdirektiv återkommer också dessa uppgifter (se bl.a. del 2 av betänkandet sid. 513).

Den redovisning av spridningskravet vid enskilda EG-börser som återfinns i del 1 (sid. 454-459) visar dock att spridningskraven i många länder klart understiger 25 %. Den lista som benämns "Le second marche" vid Parisbörsen har t.ex. ett spridningskrav på 10 %. Någonting motsvarande förefaller gälla i London.

Förmodligen sammanhänger skillnaden mellan EG-direktivet och de faktiska kraven vid olika börser med den möjlighet som direktivet ger att acceptera en lägre grad av spridning, om det kan förväntas att handeln ändå fungerar tillfredsställande.

Om detta är en riktig tolkning av förhållandena känner vi oss inte helt övertygade om att det klart framgår av VMKs förslag, att man i praktiken syftar till att skapa en lika stor flexibilitet för spridningskraven som skett inom EG. I 44 § förslaget till lag om börs och clearingverksamhet sägs att "särskilda skäl" måste föreligga för att 25-procentsnivån skall kunna frångås. Uttrycket "särskilda skäl" utgör enligt organisationernas uppfattning inte en adekvat beskrivning, när det snarare synes vara regel än undantag att utländska börser ligger lägre än 25 % i kravet på spridning.

De nu redovisade frågorna bör klarläggas i det fortsatta lagstiftningsarbetet. Utgångspunkten bör därvid vara att svenska inregistreringskrav inte skall vara mer långtgående än vad som de facto är fallet utomlands.

1.10.8 Småföretagens Riksorganisation

EGs direktiv reglerar skyldigheten att avge halvårsrapporter för börsnoterade företag. I betänkandet föreslås att svenska aktiebolag med allmänt spridda aktier skall avge delårsrapporter. De svenska kraven skulle således vara högre än inom EG. Organisationen menar att kraven för mindre och medelstora företag inte skall vara strängare än vad som är reglerat inom EG och avstyrker därför förslaget.

1.10.9 Landsorganisationen i Sverige (LO)

Enligt LOs uppfattning har utredningen behandlat redovisningsfrågorna alltför knapphändigt. Det är av stor vikt att aktiemarknadsbolagen iakttar god redovisningssed vid upprättande av sina årsredovisningar. Mot bakgrund av den uppluckring av efterlevnaden av rådande redovisningsnormer som skett under senare år är det motiverat att klarare markera marknadsplatsernas ansvar för att påverka utvecklingen i rätt riktning.

Detta kan lämpligen ske genom att man i inregistreringskontrakten reglerar att börsbolag är skyldigt att följa den statliga Bokföringsnämndens (och därmed även det nya redovisningsrådets) redovisningsrekommendationer. Det blir då också naturligt att den nya disciplinnämnden får hantera ev. avvikelser från uppställda redovisningskrav.

1.10.10 Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)

De företag vars värdepapper är noterade på en börs har ett speciellt ansvar gentemot allmänheten vad avser information. Kommittén har föreslagit att bl.a. prospekt skall kontrolleras av börsen innan de sprids till allmänheten. Lika viktigt är det att de redovisningar av den ekonomiska verksamheten som företagen ger ut tas fram i enlighet med god redovisningssed. Detta kan enligt TCO lämpligen ske genom att man i börsens inregistreringskontrakt tar in en bestämmelse enligt vilken aktiemarknadsbolagen åtar sig att följa det nyinrättade redovisningsrådets rekommendationer.

1.10.11 Invik & Co AB

Invik anser inte att kommitténs förslag i dessa delar bör införas genom den föreslagna lagstiftningen.

Förhållandet med olika listor på Stockholms fondbörs är en följd av historisk utveckling. Idag fyller listorna olika funktioner. En av dessa är bl.a. att ge möjlighet för familjeföretag att få en reglerad möjlighet till kapitalförsörjning genom att omfattas av börshandel utan att samtidigt de i vissa avseenden skärpta skattekonsekvenserna inträder.

Invik delar kommitténs slutsatser vad avser skattekonsekvenser till följd av en ändring av nuvarande förhållanden. Invik är emellertid av den uppfattningen att kommittén undervärderar de följder som förslaget kan medföra. Invik tror att riskerna för börshandeln är betydligt större och tror att förslaget i dessa delar kan leda till en motsatt effekt till kommitténs önskemål att förstärka Stockholms fondbörs. Förslaget kan nämligen leda till att många av de bolag som idag är inregistrerade lämnar börsen. En sådan utveckling skulle ha mycket allvarliga effekter för Stockholms fondbörs.

Invik anser att en ny lagstiftning på detta område inte bör införas förrän en fullständig utredning gjorts av alla skatterättsliga frågor. En sådan utredning måste också ta hänsyn till den viktiga frågan om kapitalförsörjningen av framförallt familjebolagen.

1.11 Noteringsformer

1.11.1 Länsskattemyndigheten i Stockholms län

Aktiehandeln på Stockholms fondbörs är uppdelad i tre olika former, de officiella börslistorna (AI och AII), OTC och den s.k. O-listan. För aktier noterade på de olika listorna gäller olika skatteregler vid beskattning av realisationsvinst, förmögenhetsskatt samt arv och gåva. Utredningen önskar föreslå att alla aktier skall vara börsregistrerade men avstår från detta förslag och föreslår övergångsregler, i avvaktan på att skattefrågorna har kunnat lösas. Länsskattemyndigheten instämmer i att det är olämpligt att skattereglerna är beroende av val av noteringsform. En översyn av skattereglerna bör snarast göras inte minst av enkelhetsskäl.

1.11.2 Näringsfrihetsombudsmannen (NO)

Beträffande den diskussion som kommittén för om OTC-marknaden kan NO principiellt hålla med om att det är mindre ändamålsenligt att valet av noteringsform styrs av skatteregler. Med tanke på de effekter det med nuvarande regler får i skattehänseende för OTC-bolagen och deras ägare att noteras på AI- och AII-listorna anser NO att frågan om att få en enhetlig noteringsform på samtliga börser inte får göras till något överordnat mål. Eftersom skattefrågorna inte legat inom kommitténs arbetsområde bör man avvakta med förändringar avseende noteringsform för OTC-bolagen tills skattefrågorna för företag i ett mera övergripande sammanhang har fått en tillfredsställande lösning. NO ser det från

konkurrenssynpunkt negativt om de företag som nu är eller kan tänkas vara intresserade av att bli noterade på OTC-listan skulle få sina möljligheter till anskaffning av kapital försvårade genom tekniska förändringar av reglerna för börsnotering.

1.11.3 Allmänna pensionsfonden (2:a löntagarfondstyrelsen)

Från rent marknadstekniska utgångspunkter finns inget att invända mot att regler för handel, information med mera skulle bli mer lika för företagen på de officiella börslistorna och de på OTC- och O-listan. Om ett sammanförande till en lista av samtliga aktuella företag samtidigt skulle innebära att skattereglerna skulle ändras får detta konsekvenser för det fortsatta intresset för någon form av marknadsnotering för de företag som idag noteras på OTC- och O-listan.

1.11.4 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Föreningarna kan i stort sett godta kommitténs förslag i fråga om inregistrering av fondpapper och aktiehandeln vid Stockholms fondbörs. Dock kan föreningarna inte se någon möjlighet att undvara någon form av väntelista. En sådan, motsvarande den nuvarande O-listan, måste därför bibehållas. Om det inte går att undvika en ökad skattebelastning på OTC-bolagen om dessa överförs till en börslista, bör den nuvarande OTC-listan behållas.

1.11.5 Svenska OTC-föreningen

I de delar som rör OTC-företagen instämmer föreningen till övervägande del i kommitténs grundläggande bedömning. Denna grundläggande bedömning är att OTC-listan fungerat väl i förhållande till de mål som uppsattes; att skapa en möjlighet för små och medelstora företag att skaffa kapital för sin expansion på ett ordnat och kontrollerat sätt.

Föreningen menar dock samtidigt att det är av stor vikt att inte betänkandet trots denna bedömning resulterar i åtgärder som för framtiden allvarligt försvårar de mindre företagens försörjning med kapital för fortsatt utveckling.

En föreslagen harmonisering med AI och AII-listorna får inte innebära förändringar i beskattningen som gör det omöjligt för företag i de nuvarande OTC-bolagens situation att söka börsnotering.

OTC-marknaden skapades 1982 som en aktiemarknad för de mindre och medelstora företagen. Särskilda skatteregler skapade möjligheter för den tidigare ägarkretsen att sprida ägandet och därigenom tillföra företaget kapital för utveckling och expansion. Skattereglerna bidrar också till att undanröja många av de problem som normalt uppstår vid generationsskiften i liknande företag.

OTC-noterade bolag har under tiden sedan 1982 utvecklats snabbare än näringslivet i övrigt. Det gäller vinstutveckling, investeringsbenägenhet, sysselsättning m.m. Företagen på OTC-listan omsatte 1989 ca 23 miljarder kronor och sysselsatte ca 26.000 personer. Börsvärdet uppgår till ca 20 miljarder.

Det låter sig väl sägas att OTC-listan visat sig ha stor betydelse för att bidra till utvecklingen av många nya starka, svenska företag. Förhoppningen om att OTC-listan skulle bli "framtidsföretagens vagga" har till stora delar infriats.

OTC-listans regler för förmögenhets-, arvs- och gåvoskatt har varit så konstruerade att de gjort det möjligt för tidigare huvudägare att våga ta steget till en börsintroduktion. Företagen har genom detta steg tillförts kapital som i hög grad bidragit till att stärka företagets utveckling, och i flera fall varit nödvändigt för förtagets fortsatta existens.

Det är värt att betona, att huvudägaren i OTC-företaget ofta är entreprenören, ledaren och grundaren i samma förtag. När denna person/dessa personer har att fatta viktiga beslut i frågor som rör företagets kapitalförsörjning och framtida utveckling är det en självklarhet att skattereglernas utformning kan ha en avgörande betydelse.

För att en entreprenör skall välja att utveckla sitt företag med hjälp av en börsintroduktion får skatteeffekterna av noteringen inte vara alltför oförmånliga, vare sig för företaget eller för privatpersonerna/ägarna.

Värdepappersmarknadskommittén har fastslagit att OTC-listan fungerar bra, i alla hänseenden.

Slutsatsen av detta konstaterande blir att listan inte längre behövs, och att OTC-företagen kan inlemmas i AI och AII-listorna.

OTC-föreningen har inga principiella invändningar mot resonemanget i sig, men hävdar med skärpa att en sådan samordning inte får medföra skatteskärpningar som motverkar framtida börsnotering av mindre och medelstora företag, respektive inte får medföra att nuvarande OTC-företag lämnar börsen.

En harmonisering i skattehänseende med reglerna för börsbolagen på AI och AII-listorna får ofrånkomligen sådana effekter.

Skattesituationen för starka huvudägare i OTC- företagen skulle bli helt ohållbar. Den tidigare lindrigare beskattningen är bl.a. motiverad av OTC-bolagens karaktär av familjeföretag. En ny, tung skattebelastning på huvudägarna skulle säkerligen medföra att många skulle känna sig tvungna att återigen bli rena familjeföretag - och en expansiv del av svenskt näringsliv skulle därmed få sämre förutsättningar till en framtida utveckling.

Även utomståendes placeringar i OTC-aktier skulle komma att påverkas negativt av en skattemässig harmonisering. Den nuvarande "rabatten" kan sägas vara den stimulans som behövs för att placerare skall välja investeringar i OTC-företag, med den ökade risk detta innebär:

* OTC-företagen är oftast begränsade till en specialiserad marknadsnisch och därigenom mera utsatta för "svängningar" på marknaden.
* Aktierna är ofta mindre "likvida", genom att mindre antal aktier är föremål för handel.

Kommittén hävdar i generella ordalag att något behov av en särskild marknad för aktier i små och medelstora företag, för att underlätta dessa företags försörjning med riskkapital, inte längre skulle föreligga.

Skälet för detta skulle - enligt kommittén - vara, att det numera finns "acceptabelt fungerande marknader för emissioner av aktier även i mycket små resp. nystartade eller på annat sätt riskfyllda företag som av dessa skäl inte längre uppfyller kraven på börsregistrering. Uppskattningsvis ett hundratal sådana företag har under senare år kunnat skaffa riskkapital i betydande kvantiteter från utomstående, med eller utan medverkan av en fondkommissionär."

Den form av kapitalanskaffning som kommittén avser torde främst vara s.k. "private placements" d.v.s. placeringar i företag eller projekt från privatpersoner eller företag. Flertalet av dessa "private placements" har enligt vad föreningen inhämtat skett genom förmedling av fondkommissionärer, banker och finansieringsinstitut.

Föreningen har av de företrädare för nyssnämnda kategorier som föreningen tillfrågat erhållit besked utvisande att en förutsättning för kapitalanskaffning genom "private placement" i små företag varit att företaget ifråga inom viss angiven tid skulle söka introduktion av företagets aktier på OTC- eller O-listan. Att notering endast kan vara aktuell på dessa listor är dels beroende av företagets storlek, dels av det faktum att ägaren/ledaren av företaget ifråga främst av skatteskäl är hänvisad till dessa listor.

Enligt föreningens bestämda mening är kommitténs ståndpunkt i detta avseende därför felaktig.

Av samma orsaker som förelåg vid OTC-listans tillkomst är den enda praktiska möjlighet som föreligger för små och medelstora företag att få tillgång till riskkapitalmarknaden fortfarande en introduktion på en ordnad och kontrollerad OTC-lista.

Redan nuvarande skattebelastning skapar problem för stora ägare i OTC-bolag. Flera företag har under senare tid valt att lämna börsen på grund av skattebelastningen (Svedbergs, Pendax, Allhus m.fl.). En ytterligare skatteskärpning skulle tvinga fram en flykt från börsen som inte kan önskas av någon.

En annan oönskad effekt skulle med stor sannolikhet bli att en ny oreglerad aktiemarknad uppstår, med det främsta syftet att undgå höjd förmögenhets-, arvs- och gåvoskatt.

OTC-föreningen vill inte se en sådan utveckling, och det är svårt att se vem som skulle vara betjänt av den.

Sammantaget syns den mest praktiska ordningen för att även i fortsättningen främja tillväxt och utveckling i mindre och medelstora företag vara att bibehålla OTC-listan i sin nuvarande utformning. De samhällsekonomiska mål som en gång styrde listans tillkomst är inte någonstans ifrågasatta. Då finns det inte heller anledning att motverka dem.

1.11.6 Föreningen Auktoriserade Revisorer (FAR)

Kommittén anser att beskattningen mellan olika noteringsformer bör vara neutral. FAR anser dock att kommittén inte tillräckligt beaktat de synpunkter som legat till grund för nuvarande differentierade förmögenhetsbeskattning.

1.11.7 Svenska Revisorssamfundet

Samfundet har inget att erinra mot utredningens förslag att inordna "OTC-listan" under fondbörsen. Detta ställningstagande förutsätter dock att en sådan samordning inte utan ytterligare överväganden leder till att skattesituationen för huvudägaren väsentligen ändras. Då skattefrågorna för närvarande övervägs i annat sammanhang vill samfundet här enbart framhålla att det finns starka skäl för att förmögenhets- samt arvs- och gåvobeskattningen inte bör skärpas jämfört med vad som nu gäller för företag på "OTC-listan".

1.11.8 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Enligt VMKs förslag måste verksamheten vid en börs begränsas till handel med och information om fondpapper som är inregistrerade vid börsen. VMKs syfte med förslaget är att göra begreppet börsregistrering tydligt. Detta är i och för sig vällovligt men leder samtidigt till negativa praktiska konsekvenser.

Från många utgångspunkter är det viktigt, att det finns möjligheter att successivt slussa ut familjeägda företag på en större kapitalmarknad med många intressenter. Börsen ger härvid en tillväxtmöjlighet, som både företag och samhället i övrigt har nytta av.

Under sådana förhållanden är det viktigt, att en börs har möjlighet att erbjuda olika "noteringsformer" för bolagen. Något slags "väntelista" bör därför fortfarande få finnas kvar.

VMK föreslår att OTC-listan på sikt avskaffas, men att handeln får fortgå som hittills till dess att skattefrågorna lösts.

Principiellt delar organisationerna VMKs uppfattning att den typ av lista som bolagen är noterade på inte bör vara styrande för den beskattning som företagets ägare blir utsatta för. Skattesystemet bör inte heller vara så konstruerat att det missgynnar ägarna om bolaget går till börsen för att skaffa mer kapital. Utgångspunkten bör istället vara att det överlag skapas en rimligt låg nivå i fråga om förmögenhetsbeskattningen och arvs- och gåvobeskattningen.

I avvaktan på att så sker bör OTC-listan behållas. Om OTC-listan i dagens läge skulle integreras med AI- och AII-listorna synes det inte möjligt att skapa ett system där OTC-bolagen får behålla sin förmånliga skattesits. Detta i sin tur skulle med all sannolikhet leda till att flertalet OTC-företag lämnar börsen. Många gånger är OTC-listan den enda praktiska möjligheten för mindre företag att komma in på riskkapitalmarknaden. Om detta alternativ inte längre står till buds kommer företagen att avstå från expansion av sin verksamhet med åtföljande negativa konsekvenser för produktion och sysselsättning.

1.11.9 Småföretagens Riksorganisation

De börsnoterade företagen har traditionellt haft en rad möjligheter att erhålla riskvilligt kapital. Aktiemarknaden är för dessa företag en väsentlig källa för försörjning av riskkapital. När små företag startas är det ägaren som skjuter till kapital. Företagsägarens privatekonomi ger sällan utrymme för några större kapitaltillskott till bolaget under löpande verksamhet. För flertalet småföretag är inte heller en börsintroduktion ett realistiskt alternativ.

Likartade effekter som en börsintroduktion medför skulle uppnås om privatpersoners intresse att satsa pengar i småföretag stimulerades. Flertalet länder i Västeuropa har infört speciella system för att stimulera det privata utbudet av riskkapital till småföretag. Systemen varierar till sin utformning men har i allmänhet det gemensamt att de grundas på en skattepremiering. Småföretagens Riksorganisation har i yttrande 1989-09-15 till Industridepartementet över finansieringsutredningens betänkande föreslagit att ett liknande system införs i Sverige.

Att som kommittén hävda att behovet av en marknad för små och medelstora företags aktier inte längre finns är en felaktig slutsats, anser organisationen.

Kommittén föreslår att beskattningen skall vara neutral mellan olika noteringsformer. Den risk en placerare tar är dock inte neutral mellan olika bolag. De särskilda skattereglerna för OTC-bolag är en stimulans för placerare att välja OTC-företag. Att en sådan stimulans behövs beror bl.a. på att bolagen ofta är nischföretag och då också mera riskutsatta.

Organisationen hävdar att det är av yttersta vikt att inga skatteskärpningar införs som försvårar börsnotering av mindre och medelstora företag.

Den särskilda OTC-listan, i kombination med de särskilda värderingsreglerna, är nödvändig för en fungerande riskkapitalmarknad för medelstora företag. OTC-noteringen i sig utgör ett informationsmedel för allmänheten. Utan denna särskilda aktielista skulle inte företagen uppmärksammas på samma sätt. Emissioner riktade till allmänheten skulle i så fall försvåras. Noteringar på OTC-listan ger även en allmän information om företaget. Jämfört med företag noterade på AI- eller AII-listorna är det normalt mindre företag med mindre spridning av aktierna och ofta en dominerande ägare. Risken är ofta större. Därför avvisar organisationen bestämt ett slopande av OTC- och O-listorna.

1.11.10 Företagarförbundet

Därtill understryker förbundet den av OTC-föreningen framförda synpunkten att en samordning av OTC-listan med AI- och AII-listorna inte får medföra skatteskärpningar som motverkar framtida börsnoteringar av mindre och medelstora företag, respektive inte får medföra att nuvarande OTC-företag lämnar börsen.

1.11.11 Svensk Industriförening

Värdepappersmarknaden har på senare år fått en ökande betydelse för riskkapitalförsörjningen inom de mindre och medelstora företagen. Införandet av den s.k. OTC-listan 1982 har därvidlag givetvis haft mycket stor betydelse och blivit något av en succé bland såväl företag som placerare. OTC-listan har således mycket väl uppfyllt sitt syfte och fungerar från alla synpunkter sett bra, vilket också konstateras av kommittén, som utifrån detta drar den något underliga slutsatsen att listan inte längre behövs. OTC-företagen skall, liksom företagen på O-listan, enligt kommitténs förslag noteras på AI- och AII-listorna. Däri ligger även att skattereglerna harmoniseras med de som gäller för dessa listor. En omläggning av detta slag skulle enligt föreningens uppfattning medföra mycket allvarliga skattemässiga konsekvenser för många mindre företag och deras ägare. Även placerarnas intresse för OTC-företag skulle påverkas negativt enär stimulansen försvinner för att utsätta sig för de ökade riskerna, som det innebär att placera kapital i ett mindre företag.

Ovanstående innebär i praktiken att företag kommer att tvingas bort från börsen samtidigt som intresset för nyintroduktioner kommer att minska. Det grundläggande målet med OTC-listan, nämligen att förbättra och underlätta riskkapitalförsörjningen för de mindre företagen, kan därmed inte längre uppfyllas, med en mängd från samhällsekonomisk synpunkt sett negativa konsekvenser som följd.

Svensk Industriförening är mot bakgrund av ovanstående av den bestämda uppfattningen att de skatte- och värderingsprinciper som idag gäller för företag noterade på OTC- och O-listorna bör behållas. Av praktiska skäl bör därför även dessa företag noteras separat från AI- och AII-listorna.

1.11.12 Sveriges Advokatsamfund

Samfundet delar uppfattningen att det är mindre ändamålsenligt att val av noteringsform styrs av skatteregler. Eventuella ändringar avseende de olika listorna (fondbörs, OTC och O) får ej ske på sådant sätt att mindre och medelstora företag avstår från notering eller blir uppköpta av skatteskäl.

1.12 Vite och övriga sanktioner

1.12.1 Svea hovrätt

Enligt hovrättens mening måste det från samhällets synpunkt sett anses vara så allvarligt att driva den här typen av koncessionspliktig verksamhet utan tillstånd att en ekonomisk sanktion inte kan anses tillfyllest. Vidare skall anmärkas att det inom ett förhållandevis närliggande område, bankväsendet, inte föreslås någon ändring i detta hänseende; det är alltjämt kriminaliserat att bedriva bankrörelse utan oktroj. Därtill kommer att utredarnas förslag till fondkommissionslag innebär att det är kriminaliserat att bedriva de enligt den lagen omfattade verksamheterna

utan tillstånd. Hovrätten kan inte se någon anledning till att det just beträffande börs- och clearingverksamhet skulle kunna räcka med en ekonomisk sanktion. Förfarandet bör alltså även framdeles vara förenat med straffansvar. Detta hindrar i och för sig inte att också den av utredarna föreslagna vitesmöjligheten införes.

1.12.2 Bankinspektionen

VMK föreslår i likhet med vad som gäller i dag enligt fondkommissionslagen att den som bedriver tillståndspliktig rörelse enligt lagen utan tillstånd döms till böter eller fängelse i högst ett år.

VMK har i förslaget till börs- och clearingverksamhet föreslagit en annan lösning. Där sägs att bankinspektionen får vid vite förelägga den som bedriver sådan verksamhet utan tillstånd att upphöra med verksamheten.

Bankinspektionen anser att sanktionssystemet bör vara likformigt utformat i dessa båda situationer.

Såsom kommittén framhållit i specialmotiveringen till 70 § i förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet innebär en straffbestämmelse ett mindre effektivt sanktionsmedel än en kraftfull ekonomisk sanktion genom vite. Inspektionen förordar därför att den föreslagna straffbestämmelsen i förslaget till fondkommissionslag ersätts med en bestämmelse som innebär att inspektionen får vid vite förelägga den som uppsåtligen eller av oaktsamhet utan tillstånd driver rörelse enligt 2 § 1-6 att upphöra med verksamheten.

1.12.3 Riksåklagaren

I det löpande lagstiftningsarbetet bör frågan om en handling eller underlåtenhet nödvändigtvis måste vara förenad med straffansvar ständigt uppmärksammas. I första hand bör prövas om annan sanktion än straffansvar lämpligen bör komma i fråga.

I 70 § förslaget till börs- och clearinglag ges bankinspektionen befogenhet att förelägga vite som sanktion mot verksamhet utan tillstånd. Kommittén anger i specialmotiveringen till paragrafen att en straffbestämmelse inte innebär någon effektiv metod att förhindra olaga börs- och clearingverksamhet. Enligt kommittén bör en kraftfull ekonomisk sanktion i form av ett vite kunna ha en avhållande effekt. När det gäller motsvarande överträdelse i fondkommissionslagen (58 §) föreslår kommittén böter eller fängelse i högst ett år. Jag förordar att vitesinstitutet används även vid överträdelse av denna paragraf.

Jag vill även ifrågasätta nödvändigheten av att ha ett straffansvar i 81 § förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet samt i 59 § förslaget till fondkommissionslag. De överträdelser som här är aktuella torde effektivt kunna motverkas genom andra åtgärder från tillsynsmyndighetens sida.

Det straffbara området i speciallagstiftningen skulle med en sådan ordning kunna begränsas till lämnandet av oriktiga uppgifter till tillsynsmyndigheten (80 § lagen om börs- och clearingverksamhet och 60 § fondkommissionslagen) samt till s.k. insiderbrott.

1.13 Överklagande av börs- och clearingorganisationers beslut

1.13.1 Svea hovrätt

Överklagande av beslut fattat av styrelse för en börs- eller clearingorganisation.

Hovrätten måste till en början konstatera att regeln har fått en alldeles för vidsträckt lydelse. Sålunda synes överklagandekretsen vara obegränsad och en naturlig läsning av lagtexten ger närmast vid handen att alla olika slag av beslut som fattas av berörda styrelser kan överklagas.

Vad gäller överklagandekretsen anser hovrätten att det i förtydligande syfte borde framgå att endast de som berörs av beslutet och som beslutet gått emot skall vara berättigade att klaga.

Vad sedan gäller frågan om vilka beslut som är överklagbara utgår hovrätten från att det inte kan vara utredarnas mening att börsstyrelsens interimistiska ställningstaganden enligt 74 § lagförslaget skall kunna klandras samtidigt som angelägenheten är anhängig vid disciplinnämnden ävensom att beslut om börsstängning inte skall gå att överpröva vid domstol.

Hovrätten ifrågasätter vidare starkt om beslut om börsstopp och derivathandelsstopp skall kunna överprövas vid domstol. I den mån detta skulle vara utredarnas avsikt är det i sådant fall ganska ologiskt att ett av börsstyrelsen fattat beslut om börsstopp skall överklagas till domstol medan ett beslut om börsstopp fattat av bankinspektionen överprövas av regeringen.

Sammanfattningsvis anser hovrätten alltså att överklagandebestämmelserna bör förtydligas, lämpligen genom en uttrycklig uppräkning av de överklagbara besluten. Därvid bör i tydlighetens namn framgå att jämväl de formlösa avslagsbesluten till följd av att en ansökan om inregistrering av fondpapper inte avgjorts inom sex månader (27 § lagförslaget) går att få överprövade av domstol.

Vad sedan slutligen gäller frågan om var i domstolsorganisationen målen hör hemma är ändamålsenligheten med att dessa administrativa beslut överprövas av allmän domstol inte påtaglig. För att måltypen hör hemma inom förvaltningsdomstolarna talar förutom den administrativa karaktären hos besluten även att börsstyrelser, oaktat de är enskilda organ, i viss mån är besläktade med förvaltningsmyndigheter. Att inte heller utredarna torde vara främmande för att vissa typer av beslut av de slag som styrelserna fattar enligt denna lag kan tänkas höra hemma på förvaltningsdomstolssidan framgår om en jämförelse görs mellan börsstyrelsernas godkännande enligt förevarande lagförslag av emissionsprospekt för börsnoterade bolag och bankinspektionens godkännande av motsvarande prospekt för de icke börsnoterade bolagen enligt lagförslaget om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda. Enligt sistnämnda lagförslag överklagas nämligen besluten till kammarrätten, vilket förefaller naturligt mot bakgrund av att bankinspektionen är en central förvaltningsmyndighet. Det är naturligt att mål med samma typ av problemställningar handläggs av samma slag av domstolar. Det före-

faller därför allmänt sett riktigt att förvaltningsdomstolarna handlägger överprövningen av styrelsernas administrativa beslut. Mot bakgrund av att börsstyrelsernas prövning har många drag gemensamt med den prövning som bankinspektionen gör enligt flera lagar i förslaget förefaller kammarrätt vara den lämpligaste överprövningsinstansen.

1.13.2 Kammarrätten i Stockholm

Besvär över bankinspektionens beslut skall enligt förslagen till lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument, lagen om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda, fondkommissionslagen samt lagen om insynshandel på värdepappersmarknaden anföras hos kammarrätt. Domstolen anser sig kunna utgå från att det blir fråga om ett mycket begränsat antal mål och att de är av brådskande natur. Det synes då rationellt att samtliga mål förs till en kammarrätt. Såväl bankinspektionen som marknadsplatserna är belägna i Stockholm. Det är därför naturligt och rationellt att kammarrätten i Stockholm blir exklusiv domstol vid besvär över bankinspektionens beslut enligt nämnda lagar. Detta följer också av 1 § förordningen (1977:397) om kammarrätternas domkretsar m.m.

Som kammarrätten har föreslagit (ovan s. 6) om ärenden, som överklagats från disciplinnämnden, bör domstolen i här aktuella mål tillföras två särskilda sakkunniga ledamöter.

Besvärsreglerna i de aktuella lagförslagen bör kompletteras i enlighet med vad som har sagts nu. En erinran bör i så fall också tas in i 12 § fjärde stycket lagen (1971:289) om allmänna förvaltningsdomstolar.

Enligt kommitténs förslag skall bankinspektionens beslut gälla omedelbart även om det inte har vunnit laga kraft. Kammarrätten utgår från att inhibition skall kunna meddelas med stöd av 28 § förvaltningsprocesslagen (1971:291).

De föreslagna lagarna saknar särskilda bestämmelser om besvärstid. I detta hänseende kommer därför bestämmelserna i förvaltningslagen (1986:223) att gälla.

Enligt betänkandet utökas bankinspektionens möjligheter att vid vite förelägga part att rätta sig efter gällande bestämmelser. Eftersom förslaget inte innehåller några bestämmelser om utdömande av vite, förutsätter kammarrätten att det är avsett att lagen (1985:206) om viten skall vara tillämplig. Detta medför bl.a. att det ankommer på bankinspektionen att ansöka om utdömande av vitet (jfr 6 § nyssnämnda lag).

I detta sammanhang kan påpekas, att det i förslaget till lag om disciplinnämnd för värdepappersmarknaden saknas rubrik före besvärsreglerna. Jfr häremot t.ex. rubrikerna före 77 § förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet liksom före 19 § förslaget till lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument.

1.14 Disciplinnämnd

1.14.1 Svea hovrätt

Hovrätten noterar att disciplinnämndens verksamhet finansieras på ett för förvaltningsmyndigheter mindre vanligt sätt. Finansieringssättet kan dock inte frånta nämnden dess karaktär av myndighet. Hovrätten delar utredarnas uppfattning att en specialreglering av nämndens verksamhet är behövlig utöver förvaltningslagens regelsystem. Enligt hovrättens mening har emellertid utredarna inte tillräckligt beaktat nämndens domstolsliknande karaktär och vilka följder en tillämpning av förvaltningslagen kan få i olika hänseenden. Sålunda torde inte förvaltningslagens snävare och fakultativa jävsregler passa för disciplinnämnden. I stället bör en hänvisning till rättegångsbalkens absoluta jävsregler intas i lagförslaget.

6 §

Hovrätten delar utredarnas uppfattning att det måste anses erforderligt med en kvalificerad majoritet vid de beslut som rör de mer ingripande lagstadgade sanktionerna. Av regeln bör framgå att ledamöterna skall kallas till sammanträdena. Enligt förvaltningslagen kan ärenden avgöras efter cirkulation mellan beslutsfattarna. Detta förfarande kan emellertid inte godtas i den domstolsliknande disciplinnämnden. Utredarna synes mena att förvaltningslagens omröstningsregler skall gälla i disciplinnämnden. Hovrätten vill i detta sammanhang påpeka att de förvaltningsrättsliga reglerna, med ett acklamationsförfarande som huvudregel, inte passar i ett domstolsliknande organ. Detta framgår också av att det för ett flertal förvaltningsmyndigheter med domstolsliknande funktioner finns specialbestämmelser som hänvisar till rättegångsbalkens kollegiala omröstningsregler. Så är t.ex. fallet med överförmyndarnämnder, vapenfrinämnden och koncessionsnämnden för miljöskydd. Med tanke på att disciplinnämnden har att tillämpa olika sanktioner kan måhända en hänvisning till reglerna i 29 kap. rättegångsbalken med vissa justeringar vara lämplig.

7 §

Hovrätten finner det i viss mån olyckligt att endast styrelse för börs- eller clearingorganisation skall ha talerätt vid disciplinnämnden. Mot bakgrund av att de enskilda aktörerna har möjlighet att via bankinspektionen mer eller mindre tvinga styrelserna att hänskjuta disciplinärenden anser sig hovrätten dock kunna godta utredarnas förslag i denna del.

8 §

Hovrätten godtar i och för sig såväl att disciplinnämndens prövning skall vara inskränkt till de sakförhållanden som påtalas av styrelserna som att det skall stå nämnden fritt att välja lämplig sanktion. I den mån nämnden har denna valfrihet anser hovrätten dock att rättssäkerheten påfordrar att

disciplinnämnden, för det fall den avser att välja strängare sanktion än den föreslagna, får avgöra ärendet först efter muntligt sammanträde med parterna. Anledningen till detta är att det inte kan förväntas av svaranden att denne regelmässigt går i svaromål beträffande alla tänkbara sanktioner när motparten endast yttrat sig om en sanktion. Detta är så mycket allvarligare som praxis på området i initialskedet är obefintlig eller i vart fall inskränkt till Stockholms fondbörs' tidigare avgöranden. Därtill kommer att lagförslaget även introducerar en del sanktioner som inte funnits vid fondbörsen. Hovrätten föreslår därför att det av lagen om disciplinnämnden skall framgå att nämnden skall ha hållit muntliga sammanträden med parterna om strängare sanktion än styrelserna påfordrat skall bestämmas.

Mot bakgrund av att 7 § förvaltningslagen tillåter att myndigheter inhämtar upplysningar och yttranden från andra håll än hos parterna förordar hovrätten att disciplinnämndslagen får en regel av innebörd att nämndens möjlighet att inhämta ytterligare material är inskränkt till att förelägga parterna att komplettera vad de förut anfört.

9 § och 10 §

Mot bakgrund av de stora ekonomiska värden som kan stå på spel i den här typen av ärenden tillstyrker hovrätten utredarnas förslag om snabb handläggning. Hovrätten finner det anmärkningsvärt att disciplinnämnden inte ges någon möjlighet att inhibera styrelsernas interimistiska beslut. Som lagförslaget är uppbyggt innehas den rätten enkom av bankinspektionen enligt 61 § förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet. Hovrätten utgår från att detta beror på ett rent förbiseende och föreslår att disciplinnämnden ges möjlighet att inhibera styrelsernas interimistiska beslut medan bankinspektionen fråntas motsvarande möjlighet.

Betänkandet klargör inte vilken typ av utredning som kan komma i fråga vid disciplinnämnden. Utredarna har således inte tagit ställning till hur nämnden skall ställa sig då någon av parterna påkallar att någon utomstående skall yttra sig i ärendet. Hovrätten ställer sig tveksam till om nämnden skall ges rätt att ta upp muntlig bevisning. Frågan om hur utredning skall kunna tillföras ärendet bör dock övervägas i det fortsatta arbetet.

Därvid kan då först noteras att förvaltningslagen inte innehåller några regler om bevisupptagning. Att disciplinnämnden, i likhet med t.ex. hyresnämnderna, skulle ges lagstadgad rätt att ta upp bevisning kan inte anses lämpligt med hänsyn till disciplinnämndens ställning av halvoffentligt organ. En annan variant står att återfinna i reglerna för såväl hälso- och sjukvårdens ansvarsnämnd som statens ansvarsnämnd (33 § lag 1980:11 om tillsyn över hälso- och sjukvårdspersonalen m.fl. respektive 14 kap. 2 § LOA) vari nämnderna ges möjlighet att begära bevisupptagning vid allmän domstol. Den sistnämnda varianten framstår emellertid som verklighetsfrämmande omständlig med tanke på skyndsamhetskravet vid berörd ärendekategori. Slutligen finns givetvis också möjligheten att nämnden bereds möjlighet att låta annan än parterna yttra sig i en mer

formlös ordning utan att krav uppställs på bevisupptagning (jmf. 14 kap. 1 § 2 st. LOA och 13 § förordning 1988:1102 med instruktion för statens ansvarsnämnd). Mot bakgrund av utredarnas intentioner att disciplinnämnden i det stora flertalet fall skall utgöra första och enda instans utgår hovrätten från att det fortsatta lagstiftningsarbetet inriktas på att lösa den nu angivna problematiken.

16 - 17 §§

Hovrätten ifrågasätter till att börja med anledningen till att disciplinnämndens beslut skall angripas genom klandertalan. Måhända har förslaget tillkommit som en följd av utredarnas förslag att allmän domstol skall överpröva besluten. Emellertid finns det redan nu i rättsordningen exempel på att förvaltningsbeslut kan överklagas hos allmän domstol genom vanligt rättsmedel. Sålunda överklagas militära disciplinbeslut hos allmän underrätt, och över länsstyrelsens gåvoskattebeslut anföres besvär hos hovrätten. Oavsett var i domstolsorganisationen överprövningen av disciplinnämndens beslut skall äga rum anser hovrätten således att besvär bör vara tillämpligt rättsmedel.

Med hänsyn till nämndens sammansättning och ställning av förvaltningsmyndighet framstår det som mindre lämpligt med underrätt som överinstans. Det bör bl.a. observeras att ordföranden i nämnden torde hämtas bland landets främsta domare. Det är då inte lämpligt med en överprövning av besluten i underrätt. Hovrätten anser övervägande skäl tala för att överprövningen bör ske i förvaltningsdomstolarna. Börsstyrelserna må visserligen vara enskilda organ men har detta till trots flera offentligrättsliga drag med bl.a. en verksamhet som ligger myndighetsutövningen nära. Mot denna bakgrund och då disciplinnämnden är att anse som förvaltningsmyndighet anser hovrätten att nämndens beslut bör överklagas till förvaltningsdomstol. Med hänsyn till vad som tidigare anförts förefaller således kammarrätt vara den lämpliga instansen.

Sammanfattningsvis föreslår hovrätten att disciplinnämndens beslut skall överklagas genom besvär till kammarrätt.

Enligt den föreslagna lydelsen av 17 § saknas möjligheter för den överprövande domstolen att inhibera disciplinnämndens beslut. Såvitt gäller utdömda viten spelar detta mindre roll eftersom nämndens beslut därvidlag inte är direkt exigibla. Emellertid träder några av de mest ingripande sanktionerna, såsom upphörande av medlemskap och avregistrering av fondpapper, omedelbart i kraft. Från rättssäkerhetssynpunkt är det tillrådligt att införa en inhibitionsmöjlighet i lagen. Hovrätten erinrar om att det enligt nu gällande lagstiftning finns en möjlighet för bankinspektionen att under vissa förhållanden förbjuda verkställighet av fondbörsstyrelsens beslut. Inspektionen har därvid även möjlighet att förelägga styrelsen att vidta rättelse av beslut.

19 §

Hovrätten utgår från att utredarna med den föreslagna lagregeln inte avser att utesluta JO och JK från deras tillsynsbefogenheter över

förvaltningsmyndigheter. Överhuvudtaget förefaller det besynnerligt att en förvaltningsmyndighet skall utöva tillsyn över en annan. Första stycket av den föreslagna lagregeln bör lämpligen utgå.

1.14.2 Kammarrätten i Stockholm

Kommittén föreslår (del 2 s. 125 f.) att sanktionsärenden inte längre skall handläggas av börsstyrelsen. I stället skall prövningen ankomma på ett fristående organ som kommittén benämner disciplinnämnden. Kammarrätten tillstyrker förslaget i denna del.

I syfte att förebygga misstanken om partiskhet o.dyl. bör enligt kommittén nämnden inta en självständig ställning i förhållande till börser och clearingorganisationer. Syftet är enligt betänkandet (del 2 s. 129) inte att skapa en klagoinstans för enskilda aktieägare. Endast börser och clearingorganisationer skall därför få anhängiggöra ärenden hos nämnden. Kammarrätten sätter i fråga om inte en disciplinnämnd, som endast skall uppta ärenden på initiativ av börs eller clearingorganisation, kan komma att av marknaden betraktas som en del av börsstyrelsen, dess förlängda arm. Med en sådan konstruktion ligger det med andra ord nära till hands att nämndens opartiskhet framstår som tveksam. Det får i så fall antagligen till följd att nämndens beslut kan komma att klandras i onödan, vilket skulle vara beklagligt. Ett överklagande leder nämligen i många fall endast till tidsutdräkt och onödiga kostnader.

I syfte att markera disciplinnämndens självständighet i förhållande till börs och clearingorganisationer bör övervägas om inte nämndens verksamhetsområde lämpligen kan utvidgas till att även avse ärenden som anhängiggörs av enskilda aktieägare som anser sig ha blivit felaktigt behandlade på värdepappersmarknaden. Även med en sådan ordning är emellertid vissa risker förenade. Nämnden skulle nämligen kunna komma att belastas med okynnesärenden. En lösning skulle kunna vara att ge mer etablerade organisationer på området talerätt. Förslaget till lag om disciplinnämnd bör ytterligare prövas med utgångspunkt i vad som har anförts här.

Kammarrätten tillstyrker kommitténs förslag att parterna skall svara för sina egna kostnader i disciplinnämnden. Om kompetensområdet för nämnden vidgas i enlighet med vad domstolen har anfört, bör kostnadsregleringen avse även de tillkommande ärendena.

Enligt förslaget kan disciplinnämndens beslut klandras hos Stockholms tingsrätt och fullföljas därifrån enligt instansordningen för de allmänna domstolarna. I betänkandet uttalas (del 2 s. 135) att vissa åtgärder kan vidtagas, utan att rättssäkerhetskravet åsidosätts, för att minska handläggningstiden för mål av förevarande slag. En sådan åtgärd som föreslås är att Stockholms tingsrätt skall bli exklusiv första besvärsinstans.

Uppdelningen av mål mellan de allmänna domstolarna och de allmänna förvaltningsdomstolarna har i stort sett gjorts så att till allmän domstol hänförs tvister mellan enskilda, medan tvister mellan det allmänna och enskilda prövas av allmän förvaltningsdomstol. Undantag gäller dock för brottmål som handläggs av allmän domstol. De ärenden varom här är

fråga är inte av brottmåls natur även om påföljden bär tycke av straff. Det senare gäller dock också beträffande många förvaltningsmål, t.ex. mål enligt lagen (1980:11) om tillsyn över hälso- och sjukvårdspersonalen m.fl. Mot denna bakgrund synes det mest naturligt att hänföra de aktuella ärendena till allmän förvaltningsdomstol. Härför talar också att enligt kommitténs förslag besvär i en del andra frågor skall anföras hos sådan domstol (se nedan s. 9 under Besvärsreglerna).

Besvär över centrala organs beslut överprövas normalt direkt av kammarrätt. Med hänsyn härtill samt till disciplinnämndens kvalificerade sammansättning och dess arbetsformer kan sättas i fråga om inte dess beslut bör kunna klandras hos kammarrätt som första domstolsinstans. Å andra sidan uttalas i direktiven för den nyligen tillkallade domstolsutredningen sympatier för att skjuta ner prövningen i större omfattning än nu till första instans (dir. 1989:56 s. 8). Detta talar för att resultatet av domstolsutredningens arbete vägs in vid ställningstagandet till instansordningen i här aktuellt sammanhang.

De aktuella ärendena torde bli av speciell och ofta tekniskt betingad natur. Det synes därför motiverat att kammarrätten vid handläggningen, utöver de tre lagfarna domarna, tillförs två marknadssakkunniga ledamöter. En sådan sammansättning är ägnad att medföra att domstolen i mindre utsträckning behöver inhämta utredning utifrån än vad som annars skulle bli fallet. Därmed förkortas handläggningstiderna.

I betänkandet föreslås (del 2 s. 137) att bankinspektionen skall vara tillsynsmyndighet över disciplinnämnden. Det är enligt kommittén härvid inte meningen att bankinspektionen skall styra verksamheten utan endast kontrollera att den inte strider mot lag. Kammarrätten anser att det är mindre lämpligt att bankinspektionen ges en sådan uppgift i förhållande till nämnden, som i en del hänseenden tänks indirekt kunna styra inspektionens verksamhet. Som exempel nämns (del 2 s. 129) i betänkandet det fallet att en aktör förlorar sitt börsmedlemskap eller rätten att vara direkt ansluten kund till optionsmarknaden. Det bör vara möjligt för bankinspektionen att utöva erforderlig kontrollerande verksamhet på grundval av den information som inspektionen inhämtar i sin tillsynsverksamhet över börs, clearingorganisationer och andra parter på marknaden. Kammarrätten avstyrker förslaget i denna del.

1.14.3 Bankinspektionen

VMK föreslår att ett nytt organ, disciplinnämnden, inrättas på marknaden. Nämndens uppgift är att avgöra sanktionsärenden som uppkommer vid börser eller clearingorganisationer. Nämndens ledamöter utses av regeringen.

I och med att börsmonopolet avskaffas uppstår ett behov att inrätta en särskild instans där de sanktionsärenden som nu handläggs av Stockholms fondbörs kan avgöras. Om det finns flera börser som själva äger rätt att avgöra sina sanktionsärenden kan knappast berättigade krav på förutsebarhet och likabehandling upprätthållas. Genom att ledamöterna utses av regeringen får disciplinnämnden karaktär av myndighet. Detta är en

fördel eftersom nämndens ställning som ett i förhållande till emittenter och andra aktörer på marknaden oberoende organ därmed inte kan ifrågasättas. Bankinspektionen tillstyrker förslaget.

Bankinspektionen delar kommitténs uppfattning att disciplinnämndens avgörande borde vara slutgiltigt och sålunda inte överklagbart. Härför talar onekligen nämndens sammansättning och arbetsformer men också det rättssäkerhetsintresse som ligger i ett slutligt avgörande utan tidsutdräkt av hänsyn till såväl parterna som marknadens behov av prejudikat.

När nu främst av hänsyn till harmonisering med EG en överklagandemöjlighet införs kan inspektionen inte dela kommitténs uppfattning att - för att inte överklagandemöjligheten i praktiken skall komma att utnyttjas - disciplinnämndens beslut bör överklagas hos Stockholms tingsrätt som exklusiv första instans med HD som sista instans, dvs. teoretisk möjlighet till prövning i fyra instanser. Inspektionen tror inte heller att, i den alltmer internationaliserade marknaden med gränsöverskridande handel, kommitténs antagande om att part kommer att avstå från att överklaga är hållbart.

Betydelsen av sakkunskap hos den överprövande instansen har enligt inspektionens uppfattning stor betydelse för ett materiellt riktigt resultat av en överprövning. Inspektionen anser därför, som kommittén diskuterar men avvisar, att marknadsdomstolen med vissa ändringar i fråga om sammansättningen framstår som en bättre lösning än den kommittén förordar.

Enligt den föreslagna fondkommissionslagen skall bankinspektionens beslut enligt den lagen av bl.a. hänsyn till EG överklagas till kammarrätten i stället för som nu till regeringen. Samma instans för överprövning föreslår kommittén i sitt förslag till lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument. Även i sådana fall talar enligt inspektionens mening av skäl som förut anförts intresset av ett relativt snabbt avgörande för ett tvåinstanssystem. Med hänsyn till behovet av sakkunskap för att nå ett materiellt riktigt resultat vill inspektionen förorda att lösningen med marknadsdomstolen med en särskild sammansättning prövas även här.

1.14.4 Näringsfrihetsombudsmannen (NO)

NO anser att det är välmotiverat att införa en disciplinnämnd för handläggning av sanktionsärenden i enlighet med vad kommittén föreslår.

NO vill i denna del endast något beröra frågan om hur disciplinnämndens beslut skall kunna överklagas till allmän domstol. Detta innebär teoretiskt att en sanktionsfråga kan komma att prövas i fyra instanser. Detta synes vara onödigt omständligt. En bättre ordning vore enligt NOs uppfattning att låta mellaninstans, närmast kammarrätt, bli den domstol till vilken disciplinnämndens beslut kan överklagas.

I likhet med kommittén avvisar NO tanken att låta marknadsdomstolen pröva besluten. Med hänsyn till bl.a. karaktären av den lagstiftning som marknadsdomstolen i övrigt tillämpar framstår en sådan ordning som olämplig.

1.14.5 Styrelsen för Stockholms fondbörs

VMK har föreslagit inrättande av en disciplinnämnd för värdepappersmarknaderna, till vilket organ marknadsplatsernas och clearingorganisationernas disciplinärenden hänskjuts till avgörande. På skäl som redovisas i betänkandet anser börsstyrelsen att handläggningen av börsens s.k. anmärkningsärenden bör flyttas från börsstyrelsen. Genomförs den av börsstyrelsen förordade renodlingen och marknadsanpassningen av börsverksamheten, framstår förändringen som än mer motiverad. Börsstyrelsen lämnar förslagen om nämndens sammansättning och organisation utan erinran. Skulle fråga uppkomma i nämnden om avregistrering av fondpapper eller annat finansiellt instrument, om upphörande av börs- eller clearingmedlemskap eller om återkallande av godkännande som ombud, bör nämnden innan beslutet meddelas inhämta yttrande från respektive börs- eller clearingorganisation.

Det förefaller sannolikt att gränsdragningsproblem kan uppstå när det gäller att avgöra vad som skall förstås med "disciplinärende". Börsstyrelsen utgår från att detta kan lösas genom samråd mellan nämnden och respektive marknadsplats eller clearingorganisation, eventuellt under medverkan av den gemensamma tillsynsmyndigheten.

1.14.6 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Disciplinnämndens sammansättning

Kommittén har föreslagit att samtliga ledamöter i disciplinnämnden skall utses av regeringen. Bakgrunden till förslaget är att ledamöterna skall känna sig obundna av särskilda partsintressen på marknaden. Man måste emellertid undvika risken för att vederbörlig sakkunskap om förhållandena på marknaden inte kommer att finnas representerad i nämnden. Av denna anledning bör i vart fall några av nämndens ledamöter hämtas från marknaden. Dessa ledamöter bör dock inte verka såsom särskilda partsrepresentanter. Deras uppdrag som nämndledamöter bör enbart ha sin grund i den särskilda sakkunskap som de besitter, och de bör utses av regeringen efter förslag från organisationerna på marknaden.

Klander av disciplinnämndens beslut

Kommittén har - med hänsyn till sin önskan att åstadkomma en harmonisering med EG - infört en möjlighet att överklaga disciplinnämndens avgöranden. Detta skall enligt förslaget göras hos Stockholms tingsrätt med rätt till överprövning av hovrätt och högsta domstolen som sista instans.

Enligt föreningarna bör man inte öppna en möjlighet till prövning av disciplinnämndens avgöranden i de allmänna domstolarnas samtliga instanser. För att disciplinnämnden skall utöva en normbildande verksamhet på marknaden måste dess beslut vinna laga kraft inom rimlig tid efter nämndens beslut. Det rör sig om en marknad med snabbt

växlande förhållanden. Att anvisa en möjlighet till överprövning i tre instanser kan enligt föreningarnas mening medföra en oacceptabel fördröjning av beslut. En bättre lösning är att låta hovrätt utgöra första instans vid ett överklagande, med högsta domstolen som sista instans.

1.14.7 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

VMK föreslår att fondbörsstyrelsens sanktionsbeslut överförs till ett nytt organ, en disciplinnämnd, som bör fatta motsvarande beslut även med avseende på andra marknadsplatser.

SARF tillstyrker VMK:s förslag. Att renodla Fondbörsens och andra börsers verksamhet till en marknadsplats och att bryta ut den disciplinära verksamheten till en disciplinnämnd är positivt i så måtto att börsernas myndighetsliknande karaktär minskas. Varje börs bör emellertid ha sin egen disciplinnämnd. Eftersom olika marknader har olika regelkomplex bedömer SARF att en enda gemensam disciplinnämnd aldrig kan uppnå den specialistkompetens som erfordras.

1.14.8 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

Riksförbundet är i princip positivt till de förslag VMK framför i detta kapitel.

Inrättande av en fristående disciplinnämnd som övertar fondbörsstyrelsens nuvarande roll som sanktionsorgan och som skall omfatta verksamheten vid alla marknadsplatser är ett förslag som är väl ägnat att skapa förtroende för verksamheterna. Riksförbundet delar uppfattningen att nämnden inte bör vara en klagoinstans för enskilda aktieägare utan uteslutande handlägga ärenden som förs till nämnden av börser eller clearingorganisationer och gälla överträdelser av för dem uppställda regler. Mot den föreslagna sammansättningen av nämnden har riksförbundet ingen erinran. Riksförbundet finner det riktigt att nämndens beslut skall kunna klandras till allmän domstol.

1.14.9 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden tillstyrker förslaget att inrätta en disciplinnämnd. Den prövning det här är fråga om bör utföras av ett organ med annan sammansättning än den börsstyrelsen har. Disciplinnämnden bör dock inte stå under bankinspektionens tillsyn.

1.14.10 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Kommittén föreslår att en särskild disciplinnämnd, gemensam för alla marknadsplatser, inrättas. Nämndens fem ledamöter skall utses av regeringen.

Organisationerna tillstyrker att en särskild disciplinnämnd inrättas. Erfarenheterna visar att det är olyckligt från alla parters synpunkter att sanktionsärenden handläggs direkt hos marknadsplatsen.

Vi anser det också riktigt att ledamöterna i nämnden utses av regeringen. Ledamöterna bör inte tillvarata något särskilt partsintresse. Däremot är det lämpligt att regeringen, vid utnämnande av ledamöter, ser till att nämnden får en sådan sammansättning, att den kan anses besitta goda kunskaper om och praktiska erfarenheter av marknadens funktionssätt.

Ett beslut av disciplinnämnden som innebär att ett fondpapper skall avregistreras eller att en lika ingripande åtgärd skall vidtas mot en börsmedlem får stora konsekvenser. Detta gäller inte bara för bolaget som sådant utan även för dess aktieägare. Också när en medlem utesluts får det effekter på dennes kunder.

Med tanke på de marknadsmässiga aspekter som finns på de nu diskuterade sanktionerna menar organisationerna, att disciplinnämnden bör åläggas att, före sitt beslut, inhämta yttrande från berörd marknadsplats om avregistrering eller uteslutning är aktuell.

1.14.11 Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)

I och med att kommittén föreslår en delning av funktionerna i dagens börsstyrelse till den framtida börsstyrelsen och en särskild disciplinnämnd, så kommer det allmännas intresse att något förändras vad gäller behov av representation. Kommittén föreslår att börsstyrelsen bantas något på ledamotsidan och avsevärt på suppleantsidan. TCO accepterar denna förändring men vill göra två kommentarer kring sammansättningen.

För det första anser TCO att det är en olycklig begränsning som kommittén gör när man föreslår att ordföranden i börsstyrelsen måste vara jurist. Det torde vara möjligt att finna lämpliga personer även med annan bakgrund och utbildning än den juridiska.

För det andra så anser TCO att de styrelseledamöter som regeringen föreslås utse vid sidan om ordförande och vice ordförande bör komma från riksdagen. Detsamma bör gälla den suppleant som regeringen föreslås utse. Börsstyrelsen måste dock kompletteras med en personalrepresentant.

Disciplinnämnden som föreslås tillstyrkes av TCO, som återigen vill peka på vad som framförts ovan om redovisningsfrågor. I övrigt tillstyrker TCO förslagen kring disciplinnämndens ställning och ansvar.

1.15 Bidrag till rättegångskostnader

1.15.1 Svea hovrätt

Hovrätten anser det vara en god idé att en möjlighet skapas för enskilda aktieägare att få viss ersättning för rättegångskostnader i mål mot aktiebolaget eller dess ledning. Domstolen delar vidare utredarnas synpunkter att det förefaller mindre lämpligt att den möjligheten tillskapas genom ändringar i 18 kap. rättegångsbalken eller i rättshjälpslagen. Mot utredarnas förslag om inrättandet av en fristående styrelse med uppgift att fördela de på marknaden insamlade medlen ställer sig hovrätten skep-

tisk. Konstruktionen som sådan torde nämligen medföra en risk för att mer eller mindre godtyckliga, inte överklagbara, beslut av denna styrelse framdeles får viss betydelse för vilka mål som förs till domstolarna. En sådan indirekt prägling av rättsbildningen är inte eftersträvansvärd. En konstruktion som ger mindre anledning till betänkligheter är att beslut om ersättning beslutas i efterhand av en av bankinspektionen inrättad fond.

1.15.2 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Kommittén har föreslagit att en särskild fond skall inrättas för att garantera bidrag till rättegångskostnader för aktieägares skadeståndstalan mot ett aktiebolag eller mot dess ledning.

Något bärande motiv för att införa en regel om subventionerade rättegångskostnader just på värdepappersmarknaden har inte anförts av kommittén. Enligt föreningarna innebär förslaget ett avsteg från den normala ordningen enligt svensk processrätt. De personer som deltar i denna handel kan inte anses vara mer utsatta och beroende av samhällets skydd inför rättsliga tvister än vad man är inom andra affärsområden. Det rör sig här om en marknad som är föremål för en genomgripande reglering och dessutom satt under tillsyn av offentlig myndighet. Om man önskar erbjuda ett skydd för enskilda som engagerar sig på aktiemarknaden bör detta kunna åstadkommas genom t.ex. ett försäkringssystem. Mot denna bakgrund avstyrker föreningarna förslaget om bidrag till aktieägares rättegångskostnader.

1.15.3 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

VMK föreslår att medel skall ställas till förfogande av börser och clearingorganisationer, när ärendet är av allmänt intresse och den enskilde aktieägaren saknar egen finansiell förmåga att bekosta en process mot ett aktiebolags funktionärer.

SARF anser att de senaste årens händelser visar att ett stort behov finns för denna typ av riskfond. Möjligheten att inleda en skadeståndsprocess mot ett aktiebolags funktionärer är idag för flertalet aktieägare illusorisk.

1.15.4 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Kommittén föreslår att regeringen skall kunna meddela föreskrifter om att börser och clearingorganisationer skall avsätta medel för att kunna lämna bidrag till rättegångskostnader i mål om ersättning för skador som enskild person har lidit på värdepappersmarknaden.

Organisationerna har svårt att se att aktieägare utgör en så speciell grupp att den bör behandlas annorlunda och fördelaktigare än andra parter som uppträder i rättegångar.

Till denna principiella inställning kommer de praktiska omständigheterna att aktieägare kan få allmän rättshjälp, att Aktiespararnas

Riksförbund inrättat en egen fond för samma ändamål som VMK åsyftar samt att aktieägarna har möjlighet att - utan kostnad - vända sig till Aktiemarknadsnämnden för ett uttalande. Nämndens uttalande blir visserligen inte ett exigibelt domslut men torde vara av stor betydelse vid en rättslig prövning av ärendet.

Organisationerna avstyrker förslaget om att särskilda bidrag för rättegångskostnader skall ställas till aktieägarnas förfogande.

1.15.5 Sveriges Advokatsamfund

Samfundet avstyrker de föreslagna arrangemangen och anser att modifieringar i reglerna om allmän rättshjälp i stället bör införas. Att genom lagstiftning framtvinga att en viss grupp i samhället - aktieägarna - får särskilda fördelar i rättegångsavseende förefaller direkt olämpligt. Generella system är att föredra.

1.16 Tillsyn

1.16.1 Riksbanksfullmäktige

Kommittén har högt ställda ambitioner när det gäller att med hjälp av regler och tillsyn rätta till missförhållanden som kan tänkas uppstå på marknaderna. Kommittén skriver exempelvis: "Vår strävan har (...) varit att (...) utnyttja regler som förhindrar att icke önskvärda konsekvenser överhuvudtaget uppstår."
(s. 1:276). Kombinerade med effektiv tillsyn och kontroll räknar kommittén med att dess förslag skall leda till att alla typer av problem elimineras.

Ambitionen att eliminera missförhållanden är naturligtvis i sig lovvärd. Det finns emellertid anledning att ifrågasätta realismen i detta mål. I vart fall är det nödvändigt att ställa fördelarna i form av ökat investerarskydd mot de direkta och indirekta kostnader som ett omfattande regel- och tillsynssystem ger upphov till. De indirekta kostnaderna, t.ex. i form av försämrad förnyelseförmåga och effektivitet, har fullmäktige berört i tidigare avsnitt. Det finns dock även anledning att diskutera tillsynens direkta kostnader.

Det är brukligt att på andra samhällsområden göra en avvägning mellan kostnaderna för att minska risker av olika slag och värdet av de insatser som görs, dvs. den reella ambitionen är inte att eliminera alla risker. Kommittén tycks obenägen att göra motsvarande avvägningar på värdepappersmarknaden. Kostnaderna för tillsynsverksamheten diskuteras inte utöver konstaterandet att bankinspektionen kommer att behöva omfattande resurstillskott. När det gäller finansieringen föreslår kommittén att denna skall ske på samma sätt som hittills, dvs. med hjälp av avgifter på de företag och marknadsplatser som står under tillsyn.

Det förhållandet att de direkta kostnaderna belastar instituten får dock inte undanskymma att det ytterst är kunderna, dvs. placerare och emittenter, som på olika sätt betalar huvuddelen. Det är oundvikligt att ett kostsamt tillsynssystem fördyrar värdepappershandeln. Det är därför

viktigt att väga kostnaderna mot de fördelar som tillsynen kan tänkas ge. Om det blir alltför kostsamt att använda sig av dessa marknader, kommer både emittenter och placerare att söka andra alternativ. Till skillnad från vad kommittén hävdar är mer omfattande tillsyn inte nödvändigtvis ett konkurrensmedel.

Det är inte självklart att kommitténs förslag ger den grad av trygghet som placerarna efterfrågar. Att göra en korrekt avvägning är inte lätt inom ramen för ett system där statsmakterna tar på sig uppgiften att bedöma vad som är en rimlig grad av säkerhet. En överskattning av kundernas betalningsvilja gör att handeln flyttar utomlands och marknaden fungerar sämre. Med det system kommittén förespråkar finns inga naturliga mekanismer för att rätta till detta. Förändringar kräver nu lagstiftning eller åtminstone ändrade föreskrifter från tillsynsmyndigheten. Från denna synpunkt är det inte självklart att det föreslagna tillsynssystemet är förenligt med kommitténs mål att se till att värdepappershandel även i framtiden kan bedrivas i Sverige.

Detta är svåra avvägningsproblem och fullmäktige kan inte anvisa några enkla lösningar. Fullmäktige vill dock betona att kostnaderna för tillsynsverksamheten måste ges större vikt än de har fått i kommitténs betänkande.

Flertalet tillsynsuppgifter skall enligt kommitténs förslag skötas av bankinspektionen. Ett problem med att ge bankinspektionen omfattande nya arbetsuppgifter är att den traditionella tillsynen av kreditinstituten kan få stå tillbaka även om utökade resurser tillförs inspektionen. Från riksbankens synpunkt framstår det som särskilt allvarligt om övervakningen av banksystemet skulle försvagas. Bankinspektionen bör ges möjlighet att koncentrera sig på tillsynen av banken, andra kreditinstitut och de skyddsvärda delarna av värdepappershandeln och får inte belastas med resurskrävande uppgifterna vid sidan av detta område.

Detta gäller inte minst tillsynen av insiderhandeln, som riskerar att störa bankinspektionens reguljära arbete, trots att detta i ett samhällsekonomiskt perspektiv inte tillhör inspektionens viktigaste uppgifter. Insiderfrågorna passar också dåligt in i det finansieringssystem med avgifter som tillämpas för inspektionens verksamhet.

Fullmäktige vill i detta sammanhang påpeka att den disciplinnämnd som kommittén föreslår skall hantera vissa ärenden mellan marknadsplatsernas och tillsynsmyndighetens ansvarsområden framstår som en olycklig kompromiss. Den tänkta uppdelningen mellan inspektion, disciplinnämnd och börsstyrelser kommer att ge upphov till svåra gränsdragningsproblem. Ett av kommitténs viktigaste motiv för att föreslå denna lösning är en önskan att få en enhetlig behandling av etikfrågor på olika börser. Mot bakgrund av fullmäktiges bedömning att en enhetlig reglering för alla typer av marknadsplatser och instrument inte är motiverad, framstår emellertid detta inte som en särskilt angelägen fråga. Fullmäktige avvisar därför förslaget att inrätta en disciplinnämnd.

Fullmäktige finner det också angeläget att ta upp en av de nya arbetsuppgifter som kommittén föreslår skall åläggas bankinspektionen. Det gäller övervakningen av företag vars aktier inte är börsnoterade, men

ändå föremål för vad som betecknas som allmän handel. Kommitténs motiv för detta är att allmänhetens kapitalskyddsintresse måste tillvaratas även om de väljer att köpa icke börsnoterade aktier. Bankinspektionen skall därför regelbundet granska dessa företags redovisning och informationsgivning till allmänheten. Eftersom det inte finns något utrymme för självreglering via en marknadsplats, blir de lagstadgade bestämmelserna för dessa företag i vissa avseenden hårdare än för de börsnoterade. Kommittén uppskattar att ett hundratal företag på detta sätt skulle komma under bankinspektionens tillsyn.

Detta förslag bör bestämt avvisas. Det måste från såväl principiell som praktisk synpunkt uppfattas som orimligt att förvandla bankinspektionen, som är tillsynsmyndighet för finansiella institutioner, till en allmän företagsinspektion med tillsynsansvar för ett stort antal icke-finansiella företag. Som fullmäktige noterade i avsnitt 2 kan det anföras motiv för en granskning av börsnoterade företag, där det viktigaste är att allmänheten inte ska behöva göra helt självständiga riskbedömningar. Att utsträcka detta "typgodkännande" även till företag som inte är börsnoterade framstår emellertid som omotiverat. De etablerade börserna erbjuder ett tillräckligt utbud av aktier för privatpersoner som är intresserade av aktier och de som väljer att investera i icke börsnoterade företag måste få göra det på egen risk. Fullmäktige avvisar därför förslaget om tillsyn av företag vars aktier inte är börsnoterade.

Även andra tillsynsuppgifter som kommittén föreslår skall läggas på bankinspektionen kan förtjäna en mer allsidig prövning, där de grundläggande skyddsintressena preciseras bättre än i kommitténs betänkande. Som fullmäktige ovan betonat är det inte rimligt att utgå från att all verksamhet som har beröring med värdepappershandel är lika skyddsvärd. Ett område där kommittén utsträcker tillsynsambitionerna väl långt är förslaget om auktorisation av placeringsrådgivare. Kommittén sätter här likhetstecken mellan rådgivning och portföljförvaltning. Det är emellertid klart att risken för den enskilde att råka illa ut är långt större i samband med att han eller hon överlåter hanteringen av tillgångar till någon annan än då råd om valet av placering inhämtas.

Kommitténs argument för att kräva auktorisation är att sådan verksamhet bör "få bedrivas endast av ansvarsfulla personer med tillräckliga kunskaper" (s. 2:31). Det konkreta förslaget gäller emellertid företaget och innebär ett krav på viss kapitalbas. Det finns möjligen vissa paralleller mellan placeringsrådgivare och t.ex. advokater och auktoriserade revisorer. De krav som uppställs för dessa yrkesgrupper är kopplade till enskilda individers erfarenheter och kompetens. Auktorisationen sköts dock av privata branschorganisationer, under viss offentlig tillsyn. En sådan lösning ligger närmare till hands även för placeringsrådgivare. Fullmäktige föreslår därför att förslaget att bankinspektionen skall auktorisera placeringsrådgivare avvisas. Detta innebär ett avsteg från EG:s regler, men fullmäktige anser att detta är motiverat i det aktuella fallet.

1.16.2 Allmänna pensionsfonden (1-3:e fondstyrelserna)

Betänkandets förslag om breddning av området dels för lagstiftningens tillämpning och dels för skyddsintressen leder fram till ett ökat behov av tillsyn. Denna skall enligt betänkandet utövas av bankinspektionen som härigenom skulle få utökade och delvis helt nya arbetsuppgifter. Det är i senare fallet inte småsaker det rör sig om:

"att kontrollera fördelningen av ägareandel av en börs eller en clearingorganisation och meddela undantag från reglerna om ägandebegränsningar, godkänna beslut om ändring av en börs, eller en clearingverksamhets bolagsordning eller stadgar".

"att meddela beslut om börsstopp när särskilda skäl föreligger och att meddela undantag från börsstopp för handel med optioner eller terminer när det underliggande fondpappret är föremål för börsstopp".

"att efter bemyndigande meddela föreskrifter om avgifter som en annan börs än Stockholms Fondbörs eller clearingorganisation uppbär,

"att förutom fondkommissionärer även marknadsgaranter, emissionsförmedlare, värdepappersförmedlare, placeringsrådgivare och portföljförvaltare skall vara skyldiga att söka tillstånd hos bankinspektionen,

"att bankinspektionen skall kunna förbjuda handel med finansiella instrument om handeln innebär att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden äventyras,

"att bankinspektionen skall vara ansvarig för att misstänkta fall av insiderhandel blir utredda,

"att bankinspektionen skall övervaka efterlevnaden av den föreslagna lagen om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda,

"att bankinspektionen bör aktivt medverka till att självreglering kommer till stånd.

(Del 2, sid. 289-290).

Uppräkningen - som inte är fullständig - visar att det av kommittén föreslagna regelsystemet sannolikt överskrider de gränser, där kostnaderna överväger de vinster tillsynen kan tillföra samhällsekonomin. Förslagen präglas av ett synsätt, som är dåligt anpassat till marknader under avreglering och i snabb utveckling.

För bankinspektionen skulle förslaget innebära att dess traditionella övervakning av kreditinstituten utvidgas till hela nya områden. Kreditmarknadskommittén ansåg att bankinspektionen behövde kraftigt ökade resurser redan för att kunna fylla sina traditionella uppgifter. Värdepapperskommitténs förslag skulle nödvändiggöra ytterligare förstärkning, alternativt uttunning av bevakningen på traditionella områden. Fondstyrelserna anser att det är viktigt att någon myndighet tar det samlade ansvaret för den tillsyn som kan anses bli nödvändig och ges de resurser som erfordras härför. För närvarande är gränserna oklara mellan riksbanken, riksgäldskontoret, Stockholms Fondbörs, bankinspektionen och rättsliga myndigheter. Inte minst gäller detta förhållandet på marknaden för räntebärande papper.

1.16.3 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

I tidigare sammanhang har framförts att bankinspektionens verksamhet bör finansieras över statsbudgeten. De ytterligare tillsynsuppgifter som blir aktuella för bankinspektionen - om kommitténs förslag genomförs - innebär betydande kostnadsökningar för inspektionen. Föreningarnas principiella uppfattning är att verksamheten - även efter en utökning av densamma - bör finansieras över statsbudgeten.

1.16.4 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

VMK föreslår att alla aktörer som bedriver yrkesmässig verksamhet som interbankbrokers eller market makers eller sysslar med förmedling av aktielån, emissionsverksamhet, placeringsrådgivning, portföljförvaltning eller förvaring av fondpapper och andra finansiella instrument skall få utöva verksamhet först efter särskilt tillstånd och stå under tillsyn av Bankinspektionen.

SARF tillstyrker i detta hänseende VMK:s förslag endast i vissa delar. En effektiv konkurrens med väl fungerande konsumentupplysning lär bäst tillgodose kravet att kapitalmarknadens aktörer bedriver en seriös verksamhet. Olika aktörernas egen självreglering är alltid att föredra på grund av dess närhet till marknaden, kostnadseffektivitet och kollegiala övervakning. Tillsynsmyndighetens uppgifter kan därför begränsas till att tjäna som konkurrensövervakare och som yttersta kontrollorgan. SARF ifrågasätter dock förslaget till de delar det avser placeringsrådgivning och portföljförvaltning. Visserligen talar EG:s direktivförslag för en reglering men svårigheterna att definiera samt på ett meningsfullt sätt övervaka denna typ av verksamhet skall inte underskattas.

2 Regler för aktiebolag med allmänt spridda aktier m.m.

2.1 Svea hovrätt

Hovrätten tillstyrker i allt väsentligt utredarnas förslag. Möjligen kan ifrågasättas om bestämmelserna inte kunde inarbetas i aktiebolagslagen i stället för att utgöra en egen lag.

2.2 Bankinspektionen

Bankinspektionen ansluter sig till kommitténs bedömning att även aktiebolag vars aktier fått eller kommer att få en viss spridning men som inte är noterade vid en börs i princip bör ha krav på sig att ge en utförlig och vederhäftig information om verksamheten och att detta garanteras genom lagstiftning. Sverige bör inte i denna fråga ha en liberalare lagstiftning än dem som finns i andra länder främst inom EG. Enligt lagförslaget skall bankinspektionen förhandsgranska och godkänna emis-

sionsprospekt som utges av sådana aktiebolag och i övrigt tillse att bolagen uppfyller de informationskrav som ställs upp.

I lagförslaget åläggs inspektionen att spela en roll på marknaden som i jämförelse med inspektionens övriga uppgifter inte framstår som naturlig. Inspektionen förordar därför att det söks en annan lösning.

Stockholms fondbörs har erfarenhet av att övervaka att börsbolagen uppfyller sin informationsskyldighet gentemot börsen och allmänheten. Enligt förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet skall börsen också godkänna emissionsprospekt. En lösning skulle vara att fondbörsen tilläggs motsvarande uppgifter vad gäller bolag som inte är börsnoterade. Börsens ansvar innefattar naturligt endast börsnoterade företag och det vore därmed lika främmande för börsen som för inspektionen att ta på sig den uppgiften. Mot bakgrund härav synes inte heller fondbörsen vara ett realistiskt alternativ.

Enligt inspektionens mening finns det inte någon organisation där denna typ av övervakningsverksamhet naturligt hör hemma. Det bör därför övervägas om det inte är tillräckligt att det i lag anges att ifrågavarande bolag är skyldiga att upprätta prospekt med visst innehåll och offentliggöra viss information utan att det i lagen ställs krav på att prospekt skall godkännas och att efterlevnaden av bestämmelserna i lagen skall övervakas av en myndighet eller annan organisation.

2.3 Konsumentverket

Verket tillstyrker även förslaget om att företag, som inte är börsregistrerade men har allmänt spridda aktier, ska omfattas av kraven på bättre information.

2.4 Kommerskollegium

Vidare föreslår kommittén utvidgade regler för aktiebolag vilkas aktier o. dyl. är allmänt spridda (eller i vissa fall kan väntas bli allmänt spridda) men inte är börsnoterade. Dessa företag skall åläggas en relativt långtgående informationsplikt, bl.a. innefattande skyldighet att upprätta emissionsprospekt vid erbjudanden till allmänheten. Sådan lagstadgad skyldighet har idag endast de bolag som måste utse minst en auktoriserad revisor dvs. är av viss storlek eller är börsnoterade. Betänkandet innehåller inte något uttalande om huruvida icke börsnoterade företag med allmänna spridda aktier skall ha minst en auktoriserad revisor. (Det är idag oklart om aktienotering på OTC- resp. O-listorna medför skyldighet för bolaget att utse auktoriserad revisor.) Kollegiet vill i detta sammanhang påpeka att dagens reglering innebär att erfarenhet av att granska emissionsprospekt och av revision i företag med informationsplikt till fondbörsen finns främst hos de auktoriserade revisorerna. Vidare torde enbart auktoriserade revisorer ha granskningserfarenhet av företag som omfattas av Leo-lagen, vilken enligt betänkandet bör göras tillämplig på företag vilkas aktier är allmänt spridda utan att vara börsnoterade.

Kraven för godkännande som revisor har under senare år höjts stegvis. Trots att kraven för godkännande fortfarande är lägre än för auktorisation, är det tänkbart att tilldela godkända revisorer uppgifter som tidigare varit förbehållen de auktoriserade revisorerna. Utan att ta ställning i sak finner dock kollegiet att skillnaderna i kompetenskrav och erfarenhet mellan dessa revisorskategorier bör beaktas vid den fortsatta behandlingen av kommitténs olika förslag.

2.5 Patent- och registreringsverket

PRV är positivt till att kraven på emissionsprospekt föreslås omfatta en större krets av aktiebolag och delar utredningens uppfattning att informationsbehovet är minst lika stort beträffande den nya grupp av bolag som föreslås omfattas av regleringen. Den föreslagna lagstiftningen innebär en förbättring på så sätt att det blir enklare att avgöra när ett bolag är skyldigt att upprätta emissionsprospekt.

PRV är däremot tveksamt till att ett bolags aktier skall anses vara allmänt spridda endast när aktier "av ett visst slag" innehas av minst tvåhundra personer. Ett aktiebolag som ger ut aktier av flera olika slag kan av den anledningen falla utanför reglernas tillämpningsområde. Det kan tänkas inträffa att bolag, genom att emittera flera slag av aktier, söker undvika att regleringen blir tillämplig. Enligt PRVs uppfattning bör i stället ett bolags aktier anses vara allmänt spridda, när de innehas av *minst tvåhundra personer*. Det finns ingen anledning att göra en åtskillnad mellan bolag som bara har ett aktieslag och bolag som har flera.

De praktiska konsekvenserna av förslaget att i vissa fall kräva emissionsprospekt beträffande bolag, som inte är skyldigt att ha auktoriserad revisor och vars aktier inte är allmänt spridda, är oklara. Tillämpningsproblem kan uppstå, om ett dylikt bolag riktar erbjudandet exempelvis till en bank som tecknar hela emissionen, men med avsikt att aktierna därefter skall vidaresäljas till en vidare krets. Under dessa förutsättningar kan det råda tveksamhet om huruvida bolaget är skyldigt att upprätta prospekt; emissionen tecknas ju av endast en aktietecknare, nämligen banken. PRV vill därför förorda att bestämmelsen utformas så att prospekt skall upprättas så snart aktier tecknas av bank eller liknande institution, om det inte framgår att aktierna inte skall säljas vidare.

PRV skall granska emissionsprospektet i samband med handläggningen av anmälan av ökning av aktiekapital. Enligt förslaget skall utkast till emissionsprospekt förhandsgranskas av bankinspektionen, som skall kontrollera att prospektet uppfyller de krav som ställs i aktiebolagslagen. Då bankinspektionens och PRVs granskning sammanfaller till stora delar, torde det endast undantagsvis bli aktuellt att vägra registrering på grund av brister i ett prospekt, som är *godkänt av bankinspektionen*. Däremot kan PRV ha en uppgift att fylla när det gäller att kontrollera att de aktiebolag som skall upprätta emissionsprospekt har iakttagit denna skyldighet. Registrering av nyemission bör med andra ord vägras, om prospekt ej inskickas i ärendet. Enligt PRV:s uppfattning bör det framgå av insänt emissionsprospekt att det är godkänt av bankinspektionen, förslagsvis genom bankinspektionens påteckning av prospektet. PRV föreslår att en sådan regel införs i aktiebolagsförordningen.

PRV anser att de aktiebolag som är skyldiga att lämna bokslutskommuniké skall insända ett exemplar av kommunikén till PRV. Syftet med kommunikén är att snabbt informera marknaden om innehållet i årsbokslutet. Då PRV lämnar allmänheten information i många andra frågor avseende aktiebolag, bör verket kunna tillhandahålla upplysning även om innehållet i bokslutskommuniké.

2.6 Riksbanksfullmäktige

Fullmäktige finner det också angeläget att ta upp en av de nya arbetsuppgifter som kommittén föreslår skall åläggas bankinspektionen. Det gäller övervakningen av företag vars aktier inte är börsnoterade, men ändå föremål för vad som betecknas som allmän handel. Kommitténs motiv för detta är att allmänhetens kapitalskyddsintresse måste tillvaratas även om de väljer att köpa icke börsnoterade aktier. Bankinspektionen skall därför regelbundet granska dessa företags redovisning och informationsgivning till allmänheten. Eftersom det inte finns något utrymme för självreglering via en marknadsplats, blir de lagstadgade bestämmelserna för dessa företag i vissa avseenden hårdare än för de börsnoterade. Kommittén uppskattar att ett hundratal företag på detta sätt skulle komma under bankinspektionens tillsyn.

Detta förslag bör bestämt avvisas. Det måste från såväl principiell som praktisk synpunkt uppfattas som orimligt att förvandla bankinspektionen, som är tillsynsmyndighet för finansiella institutioner, till en allmän företagsinspektion med tillsynsansvar för ett stort antal icke-finansiella företag. Som fullmäktige noterade i avsnitt 2 kan det anföras motiv för en granskning av börsnoterade företag, där det viktigaste är att allmänheten inte ska behöva göra helt självständiga riskbedömningar. Att utsträcka detta "typgodkännande" även till företag som inte är börsnoterade framstår emellertid som omotiverat. De etablerade börserna erbjuder ett tillräckligt utbud av aktier för privatpersoner som är intresserade av aktier och de som väljer att investera i icke börsnoterade företag måste få göra det på egen risk. Fullmäktige avvisar därför förslaget om tillsyn av företag vars aktier inte är börsnoterade.

2.7 Styrelsen för Stockholms fondbörs

VMK har föreslagit att aktiebolag vars aktier eller aktierelaterade instrument är spridda på minst 200 ägare skall underkastas krav på att lämna grundläggande information om sin verksamhet (t.ex. i emissionsprospekt, prel. bokslutskommunikéer, delårsrapporter och liknande) med förebild i vad som gäller för börsbolag och därjämte föras in under tillämpningsområdet för insiderhandelsreglerna och den s.k. Leolagen. Bankinspektionen föreslås utöva tillsyn över de nya reglernas efterlevnad.

Börsstyrelsen är inte övertygad om att fördelarna med den föreslagna regleringen väger över nackdelarna. Det torde enligt börsstyrelsen vara uppenbart, att det föreligger stor risk för att tillsynen av reglerna - med hänsyn till bankinspektionens traditionella roll och funktion - blir mindre effektiv. Vidare kan ej bortses från att bolagen skulle kunna marknadsföra sin "listning" i mindre lämpliga former. Börsstyrelsen avstyrker därför förslagen.

2.8 Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund

Föreningarna delar kommitténs uppfattning att det inte minst från investerarsynpunkt finns anledning att ställa vissa ytterligare krav ifråga om information och insyn på aktiebolag som har allmänt spridda aktier utan att vara noterade vid börs. Kommittén föreslår som gräns för den vidgade informationsplikten att bolagets aktier eller av bolaget utgivna aktierelaterade instrument innehas av minst 200 ägare. Från principiella utgångspunkter kan kritik riktas mot den valda gränsdragningen med hänsyn till att det därigenom skapas ännu en kategori av aktiebolag. Det kunde ifrågasättas om inte i stället en samordning borde ske med kriterierna för utseende av auktoriserad revisor i aktiebolag.

I vissa situationer, t.ex. bolag med ett fåtal aktieägare men med konvertibla skuldebrev utgivna till 200 anställda i bolaget, uppkommer frågan om den offentliga information som efterfrågas såväl enligt aktiebolagslagen som enligt den nya lagen om särskild informationsskyldighet är meningsfull. Föreningarna utgår från att den dispensmöjlighet som antytts skulle kunna utnyttjas då spridningen av aktuella värdepapper hålls så att säga inom familjen.

Enligt förslaget åläggs bankinspektionen att granska och godkänna bl.a. emissionsprospekt. Det är en uppgift som enligt föreningarna inte naturligen låter sig förena med bankinspektionens normala tillsynsfunktioner. En olycklig konflikt med skyldigheten för börser att granska prospekt kan också uppstå i vissa fall. Föreningarna anser därför att en samordning med börsens granskning måste göras så att likformighet i bedömningarna i hithörande frågor åstadkoms.

En samordning med prospektkraven inom EG bör göras.

Det bör slutligen påpekas att rubriken till den särskilda lagen blir missvisande, eftersom lagen tar sikte inte bara på bolag med spridda aktier utan också på allmänt spridda andra värdepapper, liksom på situationer då sådana värdepapper avses bli spridda till en vidare krets.

2.9 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

VMK föreslår att företag vars aktier är spridda bland allmänheten men inte är föremål för notering på någon till fondbörsen knuten lista bör omfattas av vissa utvidgade regler om bland annat informationsgivning. Även insiderregler samt LEO-lagstiftning är exempel på regler som kommer att omfatta en vidare krets av bolag. SARF förutser vissa svårigheter att effektivt tillämpa en sådan lagstiftning men vill ändå tillstyrka förslaget.

2.10 Föreningen Auktoriserade Revisorer

Kommittén föreslår vissa regler för förhandsgranskning av emissionsprospekt. FAR finner att den föreslagna ordningen innebär avsevärd tidsutdräkt och betydande merarbete. Det bör i stället övervägas om den

föreslagna granskningen inte kan ersättas av granskning utförd av de valda revisorerna.

FAR har i och för sig inget att erinra mot att högre krav än nu ställs på bolag med spritt ägande. Med de föreslagna reglerna kommer dock även bolag där någon allmän handel i aktierna inte förekommer att omfattas. Det kan handla om bolag som ägs av de anställda (större konsultföretag och revisionsbyråer) eller där ägandet är begränsat till ett geografiskt område. FAR föreslår att undantagsbestämmelser inarbetas i lagen eller, i andra hand, att det klart utsägs att dispens skall lämnas till dessa slag av bolag.

2.11 Svenska Revisorssamfundet

Grundläggande regler för aktiebolag med allmänt spridda aktier (9).

Samfundet delar i allt väsentligt utredningens överväganden och förslag. Med hänsyn till den förestående översynen av aktiebolagslagen menar samfundet att den närmare utformningen av reglerna bör samordnas med denna översyn.

Vad särskilt gäller reglerna om emissionsprospekt (9.4.3) noterar samfundet att förslaget inte innebär någon ändring när det gäller behörighetskrav på revisor som skall granska emissionsprospektet. Samfundet delar utredningens bedömning i detta hänseende och tillstyrker förslaget.

Den föreslagna utvidgningen av lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. tillstyrks. (9.4.5) Samfundet menar dock att regleringen kan utvidgas ytterligare och omfatta samtliga aktiebolag (jämför samfundets remissyttrande över "Riktade emissioner av aktier m.m." "Ds Fi 1986:21").

2.12 Aktiemarknadsnämnden

Nämndens verksamhetsområde omfattar f.n. aktiemarknadsbolag och bolag som vidtagit åtgärd för att bli aktiemarknadsbolag. Enligt nämndens mening är det önskvärt att även andra bolag med ett spritt ägande underkastas bl.a. ökade informationskrav. Den avgränsning som förslaget innebär förefaller vara allmänt accepterad.

Vissa tillämpningsproblem kan uppkomma på grund av svårigheten att från dag till dag avgöra om bolaget har ett - i lagens mening - spritt ägande. Med hänsyn till de rättsverkningar som är knutna till misstag i denna del, kan problemen i regel lämnas därhän. Eftersom "insiderlagen" görs tillämplig även på de nu aktuella bolagen och överträdelser av lagen i vissa fall är straffbelagda, anser nämnden dock att det i detta fall är nödvändigt med en klarare gräns än den förslaget innehåller.

2.13 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammarförbundet

Kommittén föreslår att icke börsnoterade företag där något av vissa angivna fondpapper innehas av minst 200 ägare, ålägges informationsplikter och dessutom förs in under insiderreglerna och den s.k. Leolagens tillämpningsområde.

Organisationerna har i och för sig förståelse för att VMK diskuterar frågan om också andra bolag än de som är börsnoterade bör åläggas utökade informationsplikter.

Flera skäl kan dock anföras mot det förslag som kommittén nu presenterat. Först kan konstateras att ett införande av de av VMK föreslagna skyldigheterna skulle komplicera systemet genom att ytterligare en grupp av företag skulle särbehandlas i informationshänseende. Därtill kommer att VMKs förslag omfattar alla bolag där något fondpapper har mer än 200 ägare, oavsett om det bara finns några enstaka aktieägare. Förslaget borde under alla förhållanden ha begränsats till bolag med ett visst minsta aktiekapital respektive eget kapital.

I detta sammanhang måste också erinras om att den form av tillsyn av reglernas efterlevnad som enligt VMK skulle fullgöras av bankinspektionen knappast ligger inom ramen för inspektionens normala verksamhet.

Kommitténs redovisning av internationella förhållanden talar inte heller för att det i Sverige skulle finnas behov av några särskilda regler för de nu aktuella bolagen.

Organisationerna föreslår som tidigare nämnts att börsen bör kunna få erbjuda någon form av väntelista. Accepteras detta innebär det att vissa företag, förutom de inregistrerade börsbolagen, underkastas en längre gående informationsplikt än andra.

Mot bakgrund härav samt på de skäl organisationerna i övrigt anfört avstyrker vi VMKs förslag vad avser ökade informationskrav. I fråga om att utsträcka insiderreglernas tillämpningsområde till nu aktuella bolag har vi i och för sig inga principiella invändningar mot förslaget. Däremot ifrågasätter vi om värdet av regleringen är så stort, att det uppväger de praktiska svårigheter som inryms i ett sådant system. De särskilda förteckningar över bolagen som måste upprättas kan bli relativt komplicerade att hantera, bl.a. eftersom den fixerade ägargränsen gör att företagen i ena stunden är ett "kontrollsubjekt" för att i nästa läge inte omfattas av reglerna.

Slutligen menar vi att Leolagens innehåll bör tas upp till behandling i samband med den aviserade översynen av 1975 års aktiebolagslag. Leolagen har lett till avsevärda praktiska svårigheter som bör föranleda förändringar av reglerna. Organisationerna kommer att utveckla detta i annat sammanhang. I avvaktan på en sådan översyn bör lagens tillämpningsområde inte utvidgas på det sätt som VMK föreslagit.

2.14 Småföretagens Riksorganisation

Kommittén föreslår skärpta informationskrav för företag vars aktier är spridda på minst 200 ägare men vilka inte är börsregistrerade. Aktierna i bolaget behöver inte regelbundet vara föremål för handel. Ingen åtskillnad skall göras mellan små och stora bolag.

Sammanfattningsvis är organisationen mycket tveksam till de förslag som kommittén lämnat angående denna grupp företag. Gruppen är liten, men vi menar att fler mindre företag behöver externt kapital och att detta bör underlättas.

Vi har förståelse för kommitténs önskan att underlätta för placerarna att erhålla en god information om de aktiebolag som söker kapital. De mycket långtgående informationskraven kan emellertid innebära stora hinder för expansiva företag som behöver riskkapital, eftersom det ofta är fråga om så små företag att dessa krav ses som alltför resurskrävande.

Organisationens utgångspunkt är att lagstiftning sällan är ett bra sätt att komma till rätta med den här typen av problem. Det krävs i stället andra metoder som tillfredsställer det allmännas intresse utan att därmed leda till negativa konsekvenser för företagen. Inte minst viktigt är också tillsynsmöjligheterna vid lagstiftning. Det gäller till exempel kommitténs förslag att låta denna grupp aktiebolag omfattas av insider-reglerna.

Vid varje tillfälle när allmänheten (en vidare krets) inbjuds att investera kapital skall krav ställas på god information om placeringen oavsett det slutligt tecknade beloppets storlek. Kommittén föreslår således att enmiljongränsen i nuvarande reglering slopas. Regleringen skall också gälla bl.a. konvertibla skuldebrev och vinstandelsbevis.

Organisationen föreslår att enmiljongränsen ersätts av annan regel som klart definierar vad som menas med vidare krets. Till exempel skulle detta kunna innebära att aktiebolagen vänder sig till minst 100 personer. Härigenom skulle de mindre emissionerna fortfarande vara undantagna.

EGs direktiv reglerar skyldigheten att avge halvårsrapporter för börsnoterade företag. I betänkandet föreslås att svenska aktiebolag med allmänt spridda aktier skall avge delårsrapporter. De svenska kraven skulle således vara högre än inom EG. Organisationen menar att kraven för mindre och medelstora företag inte skall vara strängare än vad som är reglerat inom EG och avstyrker därför förslaget.

I betänkandet föreslås att en ny lag skall stiftas gällande aktiebolag med allmänt spridda aktier, vilken skall reglera övriga informationskrav. Bland annat skall bolagen åläggas att offentliggöra bokslutet i en bokslutskommuniké. Undantag skall kunna göras för små företag och för företag där aktierna innehas av de anställda.

Det föreslås vidare att bankinspektionen skall kunna ålägga bolagen att informera om kommunikén genom annons i dagspressen. Risken är nämligen, anser kommittén, att massmedia inte tycker att kommunikéerna har något nyhetsvärde!

Organisationen har svårt att tänka sig ett system där de mindre bolagen, förutom att de skall följa samma informationskrav som de stora börsnoterade bolagen, skall tvingas till högre kostnader. Organisationen avstyrker med kraft förslaget om annonstvång.

2.15 Landsorganisationen i Sverige (LO)

Även förslaget om att skärpa kraven på information från icke börsnoterade företag med spritt ägande tillstyrkes. Detta innebär i praktiken att kraven på dessa företag närmar sig de som gäller för börsbolagen.

2.16 Sveriges Advokatsamfund

Även andra bolag än börs- och OTC-bolag med ett spritt ägande föreslås omfattade av bland annat "Leo-lagen" och "insiderlagen". Med hänsyn till sanktionerna i dessa lagförslag bör övervägas en tydligare avgränsning mellan ogiltigt och giltigt respektive straffbart och straffritt än det spridningsrekvisit som utredningen föreslår.

2.17 Invik & Co AB

Huvudregeln enligt det svenska värdepapperssystemet har varit att anslutning till fondbörsen och registrering på börsens olika listor förutsätter att bolaget i fråga självt ansluter sig till systemet.

Kommittén har inte anfört att några missförhållanden föreligger beträffande de bolag som skall omfattas av förslaget.

Kommittén konstaterar att de personer som placerar pengar i dessa bolag sannolikt är medvetna om riskerna (betänkandet del 1 s. 442x).

Aktiebolagslagen innehåller omfattande regler om årsredovisning vilka alla aktieägare har möjlighet att ta del av liksom att delta på bolagsstämma. Aktiebolagslagen innehåller också grundläggande regler om emissionsprospekt. De föreslagna reglerna skulle inte förstärka aktieägarnas skydd i någon nämnvärd utsträckning härutöver. Oavsett kommitténs uttalanden (betänkandet del 1 s. 475m) finns en uppenbar risk att allmänheten kommer att betrakta bankinspektionens kontroll som en kvalitetskontroll.

Invik anser inte att den föreslagna lagstiftningen bör införas. Lagförslaget är alltför långtgående och motsvaras inte av ett faktiskt behov av regler. De angivna frågorna är av principiell natur och bör avvakta en eventuell översyn av aktiebolagslagen.

Det kan konstateras att om förslaget genomförs skulle de bolag som inte är registrerade på börsen genom tvingande lag utsättas för en strängare lagstiftning än de registrerade.

2.18 Stockholms universitet, juridiska fakulteten

I 6 § i den föreslagna lagen om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda föreskrivs bl.a. att om det "inträffar en händelse (understruket här) som i inte oväsentlig grad påverkar den bild av bolaget eller, när bolaget är moderbolag, koncernen som har skapats av föregående årsredovisning eller delårsrapport eller annat som offentliggjorts senare eller eljest värderingen av bolagets aktier, skall bolaget så snart det kan ske offentliggöra upplysning om förhållandet (understruket här)." Av formuleringen framgår inte klart huruvida ett bolag även måste informera om sådana icke företagsspecifika händelser som t.ex. att nya handelshinder har införts som försvårar export till en viktig marknad eller att bolagets två huvudkonkorrenter har fusionerat. Vidare framstår det som osäkert hur omfattande upplysningar som måste lämnas för att upplysningsskyldigheten skall vara uppfylld. Räcker det med information om själva händelsen eller måste bolaget även informera

om vilka konsekvenser händelsen enligt bolagsledningen kommer att få för bolagets resultat? Det föreslagna stadgandet bör omformuleras så att upplysningsskyldighetens omfattning i dessa båda hänseenden tydligare framgår.

Skrivelse 1990-10-13 till finansdepartementet från styrelsen för Stockholms fondbörs

Finansdepartementets dnr 6855/89

Bakgrund

Styrelsen för Stockholms fondbörs har den 25 april 1990 yttrat sig över värdepappersmarknadskommitténs förslag till bl a ny börslagstiftning. I yttrandet har styrelsen bedömt att lagstiftningen i många länder förändras i syfte att underlätta fria kapitalrörelser och fri konkurrens för finansiella tjänster, att en konkurrenskraftig finansplats i Sverige är en viktig förutsättning för tillförsel av kapital till svenska företag på internationellt marknadsmässiga villkor samt att ett övergripande mål bör vara att skapa förutsättningar för att göra Sverige till en konkurrenskraftig finansplats i sin del av världen.

Börsstyrelsen har vidare angivit att dess övergripande syn på det framtida regelverket får långtgående konsekvenser för fondbörsen. Börsstyrelsen vidhåller sin tidigare uttalade uppfattning att det är ett oavvisligt krav att fondbörsen framdeles ges möjlighet ett bedriva börsverksamhet på samma villkor som presumtiva konkurrenter och att inga särskilda uppgifter av myndighetskaraktär läggs på fondbörsen som inte samtidigt åläggs andra marknadsplatser.

Under förutsättning av en på ett sådant sätt utformad framtida lagstiftning har fondbörsen genomfört en analys av fondbörsens rättsliga ställning och framtida organisatioriska uppbyggnad, allt i syfte att skapa förutsättningar för högsta effektivitet och konkurrenskraft. Sådana krav torde behöva ställas på fondbörsen i framtiden även om fondbörsens nationella ensamställning skulle kvarstå, eftersom en fortsatt skärpning av konkurrensen från utländska marknadsplatser är att vänta.

Huvudmannaskapet för fondbörsen

Fondbörsens nuvarande rättsliga ställning är oklar. Detsamma gäller i fråga om huvudmannaskapet. Det är enligt börsstyrelsen nödvändigt att undanröja dessa oklarheter. Detta kan göras genom att verksamheten framdeles bedrivs - under den generella börslagstiftningen - i samma former och med samma ansvar som andra marknadsplatser här i landet.

Enligt börsstyrelsens mening skapar ett tydligt och aktivt ägande av fondbörsen de bästa förutsättningarna för effektivitet och konkurrenskraft. Styrelsen anser att förändringen av fondbörsens huvudmannaskap bör genomföras i syfte att möjliggöra ett sådant ägande. Styrelsen anser också att ägandet av fondbörsen genom direktiv eller föreskrifter inte bör begränsas till vissa ägarkategorier.

Representanter för fondbörsens medlemmar och emittenter har förklarat sig villiga att ingå som huvudmän i en ny fondbörsorganisation och att dela huvudmannaskapet för fondbörsen inbördes lika. En sådan förändring av börsens huvudmannaskap och ägande framstår för börsstyrelsen som ändamålsenlig och lämplig.

Ett särskilt problem utgör överförande av fondbörsens verksamhet till en ny association. Börsstyrelsen har därvid övervägt att - om det skulle visa sig nödvändigt för denna transformering - bilda en stiftelse, vars huvudändamål skulle vara att verka för utvecklingen av Stockholm som ett livskraftigt finansiellt centrum och för andra med börsverksamhet sammanhängande frågor. Stiftelsen skulle också, eventuellt temporärt, kunna inträda som ägare av en mindre del av den nya organisationen.

Kraven på det allmännas insyn i och inflytande över verksamheten vid fondbörsen bör tillgodoses genom att fondbörsen - på samma sätt som gäller för andra marknadsplatser - underkastas den kommande lagstiftningens generella krav på koncession, kapital, ev begränsningar av ägande och inflytande samt i fråga om styrelsens sammansättning. Börsstyrelsen, som i sitt remissyttrande berört dessa och angränsande frågor, avstår i denna skrivelse från att gå in på den generella lagstiftningens innehåll och utformning.

Fondbörsens framtida organisationsform

Sedan huvudmannaskapet för fondbörsens fastlagts och ägandets preciserats, måste organiserandet av verksamheten anordnas så att effektivitet, affärsmässighet och konkurrenskraft möjliggörs. Börsstyrelsen har övervägt skilda tekniska lösningar. I det slutliga valet mellan ekonomisk förening och aktiebolag har börsstyrelsen stannat för bolagsformen, främst med hänsyn till denna associationsforms överlägsenhet när det gäller kapitalanskaffningen men också till dess större flexibilitet för anpassning till framtida ändrade behov. Börsstyrelsen förordar alltså att fondbörsen reorganiseras som ett aktiebolag med ett initialt ägande begränsat till medlems- och emittentkretsarna och - om det visar sig nödvändigt - till den ovan nämnda stiftelsen.

Med det av börsstyrelsen förordade huvudmannaskapet kommer möjligheter att öppnas för utövande av ett aktivt ägande. Enligt börsstyrelsens mening bör ägande genom bransch- eller andra organisationer undvikas. Direkt ägande kan förutsättas leda till att ägaren ställer upp avkastningskrav som i sin tur kan bidra till uppfyllandet av effektivitets- och andra mål.

Det framstår för börsstyrelsen som självklart, att ansvaret för förvaltningen av det nya fondbörsbolaget läggs på en styrelse som i enlighet med aktiebolagslagens regler utses av ägarna.

Avslutning

Reorganiserandet av Stockholms fondbörs är politiskt och tekniskt ej helt okomplicerat. Börsstyrelsen har med biträde av extern expertis lagt ned ett omfattande arbete på att belysa bl a associations- och skatterättsliga aspekter på förändringen. Börsstyrelsen är beredd att delge departementet detta utredningsmaterial och att vidta erforderliga initiativ såvitt gäller värdering av tillgångar, bildande av bolag och eventuellt tillskapande av stiftelse.

Carl Johan Åberg

Bengt Rydén

Reservation.

Jag kan inte biträda börsstyrelsens beslut att i en skrivelse till finansdepartementet begära att Stockholms fondbörs omvandlas till ett aktiebolag med börsbolagen och fondkommisionärerna som ägare och utan krav på statlig styrelserepresentation.

Det har under årens lopp varit en viktig funktion för börsstyrelsen att garantera marknadsplatsens neutralitet gentemot placerare, emittenter och fondkommisionärer samt att spelreglerna på börsen följer högt ställda etiska krav. I ett antal fall har ingripanden krävts från börsstyrelsen för att korrigera överträdelser i olika avseenden. För upptäckten av dessa överträdelser har börsadministrationens nära kontakt med den dagliga verksamheten varit av stor betydelse. Den nuvarande börsen har också haft en viktig roll när det gäller att hävda kraven på fullgod information från börsföretagen och lika tillgång för alla aktörer till marknadsinformation.

Frågan om statlig insyn i och kontroll över börsverksamheten är av stor betydelse, inte minst med tanke på att börsverksamheten har starka inslag av naturigt monopol.

Om insyn och kontroll skall skötas av utomstående, finns risken att den i praktiken blir väsentligt mindre effektiv än vad som är fallet idag.

Ett bättre alternativ är att i ett system utan legalt börsmonopol låta staten ta ett betydande ägaransvar för Stockholms fondbörs, och därigenom få möjligheter att direkt via marknadsplatsen påverka utvecklingen i önskvärd riktning. En sådan lösning skulle kunna förena kraven på en ökad operativ effektivitet hos Stockholms fondbörs med en smidigt fungerande statlig insyn och kontroll.

Ett minimikrav är att staten behåller ett sådant inflytande i Stockholms fondbörs att man även i fortsättningen effektivt kan garantera börsens neutralitet och att inte etikkraven åsidosätts.

Dessutom är det olämpligt att överlåta ägarskapet i Stockholms Fondbörs till de två ägargrupperna börsbolag och fondkommisionärer, utan någon begränsning av ägandet. Det skulle kunna leda till att några få stora intressenter kan skaffa sig kontroll över börsen, vilket kan äventyra börsens neutralitet mot andra företag som i olika avseenden är konkurrenter till dessa.

Sven Hegelund

Sammanställning av remissyttranden över skrivelse 1990-10-03 från styrelsen för Stockholms fondbörs angående ombildning av fondbörsen till aktiebolag

Efter remiss har yttranden avgivits av bankinspektionen (numera finansinspektionen), riksgäldskontoret, riksbanksfullmäktige, Svenska Bankföreningen, Svenska Sparbanksföreningen (numera Sparbanksgruppen Aktiebolag), Sveriges Föreningsbankers Förbund (numera Sveriges Föreningsbank, central föreningsbank), Sveriges Fondhandlareförening, Svenska OTC-föreningen, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Aktiefrämjandet, Fondbolagens Förening, Svenska Försäkringsbolags Riksförbund (numera Sveriges Försäkringsförbund), Sveriges Industriförbund, Svenska Handelskammarförbundet, Landsorganisation i Sverige (LO), Tjänstemännens Centralorganisation (TCO), Svenska Arbetsgivareföreningen (SAF) och Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission Aktiebolag (numera OM Stockholm Aktiebolag).

1 Bankinspektionen

Bankinspektionen har i sitt remissvar över Värdepappersmarknadskommitténs betänkande SOU 1989:72 framfört att Stockholms fondbörs inte bör särbehandlas i en kommande generellt gällande börslagstiftning utom på en punkt nämligen att det av lag borde framgå att fondbörsen äger rätt att bedriva börsverksamhet. Sistnämnda avsteg från den uttalade principen byggde på den förutsättningen att fondbörsen även framgent skulle bedriva verksamhet i nuvarande organisatoriska form. Vad gällde styrelsen för Stockholms fondbörs anförde inspektionen i remissvaret att den endast borde bestå av företrädare för börsmedlemmar, emittenter och placerare. Skäl att bibehålla det nuvarande systemet med en majoritet av offentliga styrelseledamöter ansåg inspektionen inte föreligga.

Enligt bankinspektionens mening bör målet vara att skapa förutsättningar för Stockholms fondbörs att av egen kraft effektivisera sin verksamhet för att därmed kunna möta den konkurrens den är och kommer att bli utsatt för. Varken nuvarande lagstiftning eller VMK:s förslag ger dessa förutsättningar. Det är därför positivt att fondbörsen själv tar initiativ till att en radikal förändring kommer till stånd.

Stockholms fondbörs fortsatta verksamhet torde bäst gynnas av att fondbörsen tillåts verka under samma marknadsmässiga villkor som andra börser såväl svenska som utländska. Huruvida fondbörsen organisatoriskt skall bedriva verksamhet i form av ett aktiebolag eller en ekonomisk förening är något som fondbörsen själv i princip bör avgöra. Aktiebolagsformen är dock organisatoriskt överlägsen och underlättar kapitalskaffning samt erbjuder också möjlighet till flexibilitet vad gäller ägandet. Associationsformen aktiebolag är en av de former i vilka börser bör bedrivas enligt VMK:s förslag och fondbörsens ställningstagande överensstämmer därför med vad en kommande lag på detta område kan tänkas innehålla.

VMK har i sitt betänkande bl a föreslagit att ett tillståndskrav för att få bedriva börsverksamhet skall vara att företaget ej är olämpligt att driva sådan verksamhet. Ett sådant krav finns för auktorisation av andra finansiella verksamheter. Enligt bankinspektionens mening bör detta krav också återfinnas i en kommande lag som innehåller regler om tillståndsprövning av börser. Som en följd härav kommer ägarfrågan att vägas in i den prövning som skall ske. Endast de ägare som i ej oväsentlig mån kan utöva inflytande på verksamheten kommer därvid att underkastas en sådan prövning. Tidigare erfarenheter ger dock vid handen att det är först sedan verksamheten bedrivits en tid som det visar sig om någon inte är lämplig som ägare. Det sagda innebär således att man vid själva tillståndsprövningen endast i undantagsfall p g a vederbörandes tidigare agerande kan komma fram till att en viss ägare är olämplig.

Fondbörsen har föreslagit att det nybildade bolaget initialt skall ägas av börsmedlemmar och emittenter samt eventuellt av en stiftelse. Från de utgångspunkter som redovisats ovan har bankinspektionen inget att erinra emot att ägarkretsen initialt hämtas ur angivna grupper.

När det gäller Stockholms fondbörs råder emellertid speciella omständigheter som innebär att även andra skäl än som angivits ovan bör läggas på ägarfrågan. De speciella omständigheter som här avses är att fondbörsen har ett legalt monopol på börsverksamhet och på grund av det allmännas inflytande i styrelsen även fått en halvofficiell prägel.

Från dessa utgångspunkter talar övervägande skäl för att ägarkretsen initialt hämtas ur kategorierna börsmedlemmar, emittenter och den aktiesparande allmänheten som förutom staten varit representerad i fondbörsens styrelse och därmed sedan lång tid varit direkt engagerade i fondbörsens verksamhet. Hur emission av aktier bör fördelas mellan dessa kategorier är inte självklart. Man bör dock vid fördelningen ta hänsyn till att det är börsmedlemmarna som har det starkaste intresset av att fondbörsen fungerar effektivt och konkurrenskraftigt. Aktierna bör vara fritt överlåtbara och därigenom kan ägarkretsen komma att successivt förändras. Resultatet av den initiala fördelningen av aktierna behöver därför inte få avgörande betydelse för fondbörsens långsiktiga ägande.

Bankinspektionen vill samtidigt peka på att det är angeläget att fondbörsens styrelse får en sammansättning som i första hand främjar börsens verksamhet. Det innebär att styrelsen inte som f n bör bestå av representanter för ett stort antal branschintressen. Om fondbörsen ombildas till ett aktiebolag och får aktiva ägare bör styrelsearbetet kunna inriktas på att långsiktigt främja fondbörsens effektivitet och konkurrenskraft utan att enskilda branschintressen tillåts dominera.

Genom den här förespråkade lösningen skulle det kunna undvikas att den tänkta stiftelsen blev ägare av fondbörsen. Det framstår överhuvudtaget som mindre ändamålsenligt att låta en "herrelös" organisation som en stiftelse utgör ta ett ägaransvar för fondbörsen. Syftet med bildandet av stiftelsen bör endast vara att på ett rimligt sätt lösa frågan om hur det kapital som inflyter vid försäljning av aktierna bäst skall förvaltas.

Genom en ombildning av Stockholms fondbörs till ett aktiebolag klarläggs fondbörsens rättsliga ställning. Fondbörsen kan därmed utan sär-

reglering i lagstiftningen behandlas på samma sätt som andra börser. Därmed renodlas statens inflytande över fondbörsen till att avse tillståndskrav, verksamhet och tillsyn. Med hänsyn härtill och till att konkurrensförutsättningarna därmed blir likformiga i förhållande till andra börser anser bankinspektionen att den föreslagna förändringen bör kunna leda till att fondbörsens verksamhet effektiviseras och att därmed förutsättningarna för att fondbörsen skall kunna behålla sin konkurrenskraft förbättras.

Lagstiftningstekniskt bör detta kunna lösas på det sättet att lagen om Stockholms fondbörs upphävs och att fondbörsens ombildning sker i överensstämmelse med innehållet i den kommande nya börslagstiftningen.

2 Riksgäldskontoret

I remissvaret på betänkandet Värdepappersmarknaden i framtiden (SOU 1989:72) anförde riksgäldskontoret bl a följande.

Starka skäl talar för att Stockholms fondbörs bör ombildas till aktiebolag, ekonomisk förening eller dylikt, där intressenterna utgör ägarna. Antalet ledamöter i börsstyrelsen bör minska; till de intressentgrupper som i framtiden bör vara representerade i styrelsen hör emittenter, fondkommissionärer och investerare. Styrelsen bör ha en av regeringen utsedd representant för det allmänna. Därutöver bör styrelsens sammansättning återspegla intressenternas ägarandel i börsen efter en ombildning.

Riksgäldskontoret kan konstatera att de förslag som framförs i den nu remitterade skrivelsen till stor del står i överensstämmelse med de synpunkter som kontoret framförde i det ovan angivna remissvaret.

Riksgäldskontoret ansluter sig till börsstyrelsens uppfattning att aktiebolagsformen är den lämpligaste associationsformen.

Beträffande den framtida ägarkretsen är det lämpligt att riksgäldskontoret, i dess egenskap av emittent av statsobligationer som handlas på börsen, ingår i ägarkretsen. Därför bör kontoret erhålla bemyndigande att teckna aktier i bolaget.

Avslutningsvis anser riksgäldskontoret att ett framtida avkastningskrav inte får sättas för högt, eftersom detta kan komma i konflikt med intresset av att hålla låga avgifter för börsens tjänster.

3 Riksbanksfullmäktige

Sammanfattning

Fullmäktige välkomnar börsstyrelsens initiativ i frågan om ombildning av fondbörsen. Att klarlägga fondbörsens rättsliga ställning och att ge den samma verksamhetsförutsättningar som andra marknadsplatser är viktigt, dels principiellt, dels som ett led i att effektivisera börsens verksamhet och stärka dess konkurrenskraft.

Fullmäktige delar börsstyrelsens uppfattning att aktiebolagsformen har klara fördelar, men för att dessa skall kunna utnyttjas fullt ut bör ägandet inte onödigtvis begränsas till vissa ägarkategorier. Samtidigt kan det finnas ett värde i att ta till vara de motiv för att stärka börsens effek-

tivitet och konkurrenskraft som finns hos börsmedlemmarna. Därför anser fullmäktige att aktierna kan fördelas så att fondkommissionärerna får en roll som ägare i fondbörsen.

Frågan kan däremot resas om emittenterna är en grupp som bör ges en särställning när det gäller ägandet i fondbörsen. Det finns, oberoende av vilka ägare börsen får, inte någon självklar grund för att bestämma vilken andel av aktierna som bör förbehållas en viss ägarkategori. Det är dock av väsentlig vikt att börsstyrelsen inte på nytt blir ett forum för partsintressen.

Börsstyrelsen nämner - utan att förorda en sådan lösning - att en stiftelse kan behöva bildas som ett led i omvandlingen av fondbörsen och att denna eventuellt kan tänkas stå kvar som ägare till aktier i börsen. Denna lösning är dock inte utan problem. En stiftelse av detta slag kan inte förväntas ta ett reellt ägaransvar. Följaktligen anser fullmäktige att den inte bör ges en ägarroll i den ombildade fondbörsen.

Frågan om en stiftelse över huvud taget bör bildas är svårbedömd. Generellt är det, enligt fullmäktiges uppfattning, olyckligt om i och för sig vällovliga organisationsförändringar i olika delar av samhällslivet leder till att det skapas stiftelser med ofta klara ändamål. Är stiftelsen ett nödvändigt led i omvandlingen av Stockholms fondbörs får dessa reservationer mot stiftelseformen stå tillbaka. Fullmäktige vill dock betona att behovet av att bilda en stiftelse för detta ändamål bör prövas mycket noga.

Bakgrund

Styrelsen för Stockholms fondbörs har i en skrivelse till finansdepartementet föreslagit att fondbörsen skall omvandlas till ett aktiebolag. Bakgrunden till detta förslag är bl.a. att fondbörsens rättsliga ställning och huvudmannaskapet för börsen hittills varit oklara. Ett klarläggande av dessa förhållanden skulle, för det första, göra det möjligt att i fortsättningen bedriva börsverksamhet vid Stockholms fondbörs enligt samma villkor som är tänkta att gälla för andra marknadsplatser. Börsstyrelsen hänvisar här till värdepappersmarknadskommitténs förslag att tillstånd att bedriva börsverksamhet fortsättningsvis skall kunna ges till aktiebolag eller ekonomisk förening som uppfyller vissa preciserade krav och står under offentlig tillsyn. För det andra skulle ett klarare huvudmannaskap göra det möjligt att skapa ett aktivt ägande i fondbörsen, vilket, enligt börsstyrelsen, skulle ge de bästa förutsättningarna för att förbättra effektiviteten och stärka börsens konkurrenskraft.

Om det visar sig vara nödvändigt för att genomföra bytet av associationsform, kan börsstyrelsen tänka sig att det bildas en stiftelse. I frånvaro av en klart definierad huvudman för den nuvarande fondbörsen skulle stiftelsen träda in som ägare till aktierna i det nybildade bolaget. Den skulle därefter sälja ut aktierna till andra intressenter. Börsstyrelsen utesluter inte att stiftelsen kan stå kvar som ägare i börsen genom att behålla en viss andel av aktierna, men stiftelsens huvuduppgift tänks vara att förvalta det kapital som den får in vid utförsäljning av aktierna.

Stiftelsens ändamål föreslås vara "att verka för utvecklingen av Stockholm som ett livaktigt finansiellt centrum och för andra med börsverksamhet sammanhängandet frågor".

FULLMÄKTIGES SYNPUNKTER

Fondbörsens ställning

I sitt remissvar på värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) påpekade fullmäktige att fondbörsens rättsliga ställning borde omprövas och föreslog att möjligheterna att omvandla fondbörsen till ett aktiebolag eller en ekonomisk förening skulle utredas. Utöver en anpassning till de regler som kommittén föreslog skulle gälla för andra börser pekade fullmäktige på att detta skulle göra det möjligt att ge börsen en mer stabil kapitalbas.

Fullmäktige välkomnar därför börsstyrelsens initiativ i denna fråga. Att ge fondbörsen samma verksamhetsförutsättningar som andra marknadsplatser är viktigt, dels principiellt, dels som ett led i att effektivisera börsens verksamhet. Börsen är redan nu utsatt för konkurrens från marknadsplatser i andra länder. För att ge Stockholms fondbörs bättre förutsättningar att möta denna konkurrens, liksom eventuell framtida konkurrens från nya inhemska aktiebörser, är det viktigt att det finns möjlighet att uppställa och genomdriva klara mål för verksamheten. Erfarenheterna pekar på att i konkurrensutsatt verksamhet är en aktiv ägarfunktion av stor betydelse för att främja effektivitet och långsiktighet. I sista hand är det ägarna som har störst intresse av verksamhetens konkurrenskraft och överlevnadsförmåga. Detta bör kunna tas till vara även i syfte att effektivisera Stockholms fondbörs.

En stärkt roll för ägare i börsen gör att det kommer att ställas lönsamhetskrav på verksamheten, vilket, givet den konkurrens från andra marknadsplatser som finns, bör bidra till ökad effektivitet.

Ett exempel på hur en klarare definition av ägarrollen skulle kunna effektivisera börsens arbete är styrelsens sammansättning och arbetssätt. För närvarande är börsstyrelsen sammansatt av representanter för ett stort antal partsintressen. Styrelseledamöter utsedda på detta sätt kan inte utan vidare förväntas sätta börsens intressen främst utan kommer i många fall agera som ombud för sina respektive huvudmän. Detta gör börsstyrelsen till ett organ för förhandlingar mellan partsintressen, vilket inte kan främja vare sig ett effektivt styrelsearbete eller börsens verksamhet i stort. Styrelsen för fondbörsen bör ha en sådan sammansättning att den kan ta ett entydigt ansvar för börsens långsiktiga intressen.

En omvandling av fondbörsen till aktiebolag innebär att den i framtiden kan underställas samma regler för auktorisation, kapitalbas etc. som andra handelsplatser för aktier. Som fullmäktige betonade i sitt remissvar på värdepappersmarknadskommitténs betänkande bör lagstiftningen vara generell och inte särbehandla Stockholms fondbörs.

Verksamheten på fondbörsen kommer även om den bedrivs i aktiebolagsform att stå under bankinspektionens tillsyn. I detta avseende innebär ett klarläggande av börsens ställning att statsmakternas inflytande

över fondbörsen kan renodlas till att gälla fastställande av ramarna för verksamheten och tillsyn. Däremot skulle det inte omfatta direkt medverkan i interna beslut. Fondbörsen skulle därmed hanteras utifrån samma principer som tillämpas för annan finansiell verksamhet. När det gäller omfattningen av denna tillsyn och vilka krav som bör ställas på olika verksamheter hänvisar fullmäktige till de synpunkter som framfördes i riksbankens remissvar på värdepappersmarknadskommitténs betänkande.

Associationsform och ägande

Enligt värdepappersmarknadskommitténs förslag skall börsverksamhet kunna bedrivas av aktiebolag eller ekonomisk förening. Börsstyrelsen föreslår i sin skrivelse att börsen skall omvandlas till ett aktiebolag. Det viktigaste argumentet för detta är att aktiebolagsformen ger bättre möjligheter när det gäller att stärka börsens kapitalbas.

Frågan om den lämpliga organisationsformen kan inte ses oberoende av vilka som skall träda in som ägare i börsen. Om fondbörsen skulle organiseras som en ekonomisk förening, framstår det som naturligt att de som för närvarande betecknas som fondbörsens medlemmar, dvs. fondkommissionärerna, också skulle bli medlemmar i den förening som skulle driva börsverksamheten. Det skulle således bli en renodlad medlemsbörs, där ägandet utövas av de företag som är verksamma på börsen. Detta alternativ har fördelen att det ger inflytandet till en part som har ett starkt intresse av att bevara fondbörsens konkurrenskraft som handelsplats. Börsmedlemmarna har sin utkomst på själva marknadsplatsen och gör förluster om handeln minskar, t.ex. genom att kunderna väljer att handla på utländska börser. Däremot kan det vara förenat med vissa svårigheter för en ekonomisk förening att skaffa fram nytt kapital.

I ett aktiebolag är det å andra sidan möjligt att låta ägandet utövas av intressenter som inte är direkt verksamma på börsen. Fondkommissionärerna skulle i så fall vara en kategori av kunder, som i likhet med emittenter och placerare köper tjänster av fondbörsen, medan ägarrollen kan utövas av i princip vilka intressenter som helst. I jämförelse med medlemsbörsalternativet, där medlemmarna kan tjäna pengar både via sin verksamhet som fondkommissionärer och som ägare till börsen, innebär det en renodling av intresset att driva fondbörsens verksamhet på ett vinstgivande sätt. Stockholms Optionsmarknad, OM, kan sägas vara organiserad utifrån denna princip.

Börsstyrelsen har i sin skrivelse stannat vid en lösning som kan uppfattas som en kompromiss mellan dessa båda alternativ. Ägandet i det föreslagna aktiebolaget är tänkt att utövas av nuvarande börsmedlemmar och emittenter, även om överlåtelse av aktier till andra parter inte utesluts. Något motiv för detta val av ägarkrets anförs inte utöver konstaterandet av den framstår som "ändamålsenlig och lämplig".

Fullmäktige delar börsstyrelsens uppfattning att aktiebolagsformen har klara fördelar, men för att dessa skall kunna utnyttjas fullt ut bör ägandet inte onödigtvis begränsas till vissa ägarkategorier. Samtidigt kan det

finnas ett värde i att ta till vara de motiv för att stärka börsens effektivitet och konkurrenskraft som finns hos börsmedlemmarna. Därför anser fullmäktige att aktierna kan fördelas så att fondkommissionärerna får en roll som ägare i fondbörsen. Frågan kan däremot resas om emittenterna är en grupp som bör ges en särställning när det gäller ägandet i fondbörsen.

Det finns, oberoende av vilka ägare börsen får, inte någon självklar grund för att bestämma vilken andel av aktierna som bör förbehållas en viss ägarkategori. Det är dock av väsentlig vikt att börsstyrelsen inte på nytt blir ett forum för partsintressen. Under förutsättning att, i enlighet med börsstyrelsens förslag, ingen hembudsskyldighet införs kan emellertid aktierna handlas fritt. Därmed kan frågan om aktiernas fördelning vid bolagets bildande få något mindre betydelse.

Stiftelsekonstruktionen

Börsstyrelsen nämner - utan att förorda en sådan lösning - att en stiftelse kan behöva bildas som ett led i omvandling av fondbörsen och att denna eventuellt kan tänkas stå kvar som ägare till aktier i börsen. Denna lösning är dock inte utan problem, i synnerhet om stiftelsen skall ta ett ägaransvar.

Den tänkta stiftelsen skulle inte ha någon huvudman och ärver i detta avseende de problem som fondbörsen för närvarande har. En stiftelse av detta slag kan därför inte förväntas ta ett reellt ägaransvar. Följaktligen anser fullmäktige att den inte bör ges en ägarroll i den ombildade fondbörsen. Det framstår snarast som angeläget att, när bolagsbildningen är genomförd och aktierna sålda, markera att stiftelsen inte har någon koppling till fondbörsen. Såväl organisatoriskt som personellt bör stiftelsen således separeras från Stockholms fondbörs.

Frågan om en stiftelse över huvud taget bör bildas är svårbedömd. Vid en omvandling av fondbörsen till ett aktiebolag och utförsäljning av aktierna måste intäkterna tillfalla någon, men oklarheten om huvudmannaskapet gör att det är svårt att avgöra hur de skall fördelas. De kan inte tillåtas stå kvar i det nybildade bolaget, då detta vore liktydigt med att börsen skänktes till de nya ägarna. Fullmäktige inser, utan att ha tagit del av det material som börsstyrelsen hänvisar till, svårigheterna att finna en i någon mening rättvis grund för att fördela dessa pengar. Likartade problem uppstår i samband med omvandlingen av vissa hypoteksinstitut till aktiebolag, där motsvarande oklarhet om ägandet till det kapital som samlats i den tidigare verksamheten ansetts råda. Att överföra det till en stiftelse är en väg ur detta dilemma.

En strävan efter rättvisa får dock inte leda till att det skapas institutioner med oklar ställning och verksamhetsinriktning och utan kontroll från vare sig ägare eller myndigheter. Detta utgör inte en god grund för effektiv hantering av det kapital som binds i stiftelserna och kan därmed leda till långsiktiga effektivitetsförluster.

Generellt är det, enligt fullmäktiges uppfattning, olyckligt om i och för sig vällovliga organisationsförändringar i olika delar av samhällslivet leder till att det skapas stiftelser med ofta klara ändamål. Fullmäktige vill här hänvisa till riksrevisionsverkets nyligen redovisade utredning, Stiftelser för statliga verksamheter (Revisionsrapport 1990-08-31, Dnr 1989:422). Där pekas bl.a. på svårigheterna att avveckla stiftelser som fullgjort sitt syfte, samt på de begränsade möjligheterna för en huvudman att få insyn i eller styra en stiftelses verksamhet. Dessa problem blir inte mindre i en stiftelse där, som i det aktuella fallet, en klart definierad huvudman saknas.

Samtidigt får inte oklarheter i rådande ägarförhållanden förhindra förändringar som kan leda till viktiga effektiviseringar av de berörda verksamheterna. Är stiftelsen ett nödvändigt led i omvandlingen av Stockholms fondbörs får således dessa reservationer mot stiftelseformen stå tillbaka. Fullmäktige vill dock betona att behovet av att bilda en stiftelse för detta ändamål bör prövas mycket noga.

4 Svenska Bankföreningen

I sitt, tillsammans med Svenska Fondhandlareföreningen och övriga bankorganisationer, avgivna yttrande över värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden behandlade föreningen frågan om börsens organisation. Föreningen framförde därvid en uppfattning som nära ansluter till vad börsstyrelsen nu uttalat. Bl.a. anfördes i yttrandet att en översyn av organisationsformen för Stockholms fondbörs borde ske mot bakgrund bl.a. av en efterlyst symmetri mellan ägande och ansvar.

Vad som uttalades i detta yttrande gäller alltjämt.

Bankföreningen vidhåller således sin uppfattning att Stockholms fondbörs bör inordnas under en generell börslagstiftning utan särbehandling. De skyddsregler som krävs för en ur alla synpunkter väl fungerande börs bör i första hand åstadkommas genom en sådan generell lagstiftning. Det ändamål som en fondbörs bör fylla synes enligt föreningen kunna uppnås även om börsen organiseras som ett aktiebolag. Härav följer emellertid att det formella börsmonopolet måste upphävas utan att ersättas av den typ av monopolistisk reglering som värdepappersmarknadskommittén föreslog. Föreningen vill dock understryka att det inte finns anledning att sträva efter en förändring av den centrala börsroll som Stockholms fondbörs spelar för aktiehandeln.

Bankföreningen har sammanfattningsvis ingen erinran mot förslaget om en ombildning av Stockholms fondbörs till aktiebolag.

5 Svenska Sparbanksföreningen

Fondbörsen föreslår i skrivelsen att det för börsen tillskapas en ny fondbörsorganisation med fondbörsens medlemmar och emittenter som huvudmän och att börsen ombildas till aktiebolag med i första hand medlems- och emittentkretsarna som ägare. Förslaget, som har till syfte att öka fondbörsens effektivitet och konkurrenskraft på den framtida värde-

pappersmarknaden, skall ses mot bakgrund av Värdepappersmarknadskommitténs förslag till bl a ny börslagstiftning.

Sparbanksföreningen har tidigare tillsammans med övriga bankorganisationer och Svenska Fondhandlareföreningen yttrat sig över de förslag som Värdepappersmarknadskommittén lagt fram i betänkandet (SOU 1989:72) "Värdepappersmarknaden i framtiden". I detta gemensamma yttrande anförde organisationerna bl a att Stockholms fondbörs måste behandlas på samma sätt som andra liknande organisationer och driva sin verksamhet på de meriter som börsen kan visa upp och att fondbörsen måste tåla att bli prövad på marknadens villkor. Organisationerna ansåg att det inte borde förekomma någon särlagstiftning rörande Stockholms fondbörs. Vidare uttalade sig organisationerna om hur styrelsen för Stockholms fondbörs borde vara sammansatt. Organisationerna motsatte sig därvid tanken på statlig styrelserepresentation och krav på regeringsgodkännande av styrelseordförande. Organisationerna uttalade för fondbörsen måste finnas symmetri mellan ägande och ansvar.

Sparbanksföreningen kan mot ovan angivna bakgrund ansluta sig till de tankegångar på vilka de nu av fondbörsen framlagda förslagen vilar.

Föreningen finner det angeläget att fondbörsen i framtiden får förutsättningar att bedriva börsverksamhet på samma villkor som eventuella konkurrenter och att fondbörsen inte ålägges uppgifter av myndighetskaraktär som inte samtidigt läggs på fondbörsens konkurrenter.

Sparbanksföreningen anser det viktigt att rådande oklarhet ifråga om fondbörsens rättsliga ställning och huvudmannaskap undanröjs. Sparbanksföreningen, som delar uppfattningen att ett tydligt och aktivt ägande av fondbörsen skapar de bästa förutsättningarna för konkurrenskraft och effektivitet, finner de framlagda förslagen om förändrat huvudmannaskap och ändrad organisationsform rimliga och ändamålsenliga.

Föreningen vill dock uttrycka viss tveksamhet till förslaget om att bilda en stiftelse som skulle ha till huvudändamål att bl a verka för utvecklingen av Stockholm som ett finansiellt centrum och som skulle kunna inträda som ägare av en del av den nya fondbörsorganisationen. Sparbanksföreningen har svårt att på nuvarande stadium och utan mera ingående utredning inse i vad mån en sådan lösning är behövlig och ändamålsenlig.

Sparbanksföreningen finner således innehållet i fondbörsens skrivelse vara väl ägnat att ligga till grund för ett fortsatt arbete med att förändra fondbörsens organisatoriska form och uppbyggnad i den riktning som marknaden och utvecklingen kräver.

6 Sveriges Föreningsbankers Förbund

Rent principiellt är SFF av den åsikten att fondbörsens formella monopol skall tas bort. Det skall inte finnas någon särlagstiftning för fondbörsen utan den skall kunna utsättas för konkurrens. Detta innebär också att fondbörsen inte skall ha några begränsningar gentemot utländska börser. Om fondbörsen inte fungerar effektivt eller rationellt finns det därigenom incitament att starta konkurrerande börser. Ur effektivitetssynpunkt är det bäst med konkurrens eller åtminstone möjlighet till konkurrens.

Så långt möjligt bör börsen få sköta sig själv utan statlig reglering. Om börsen skulle ägas av emittenterna och placerarna garanterar detta effektiviteten på ett bättre sätt än dagens situation.

SFF anser liksom börsstyrelsen att ägandet inte bör begränsas av statliga direktiv. Det bör vara intressenterna i börsen - medlemmarna och emittenterna - som bör vara ägare.

Enligt skrivelsen föreslås börsen drivas i aktiebolagsform. SFF har inget att erinra mot detta.

SFF ansluter sig således till börsstyrelsens förslag om ombildning av fondbörsen.

7 Svenska Fondhandlareföreningen

Allmänna synpunkter

Svenska Fondhandlareföreningen delar börsstyrelsens uppfattning att Stockholms fondbörs bör organiseras om och ansluter sig i allt väsentligt till vad börsstyrelsen anför om hur detta bör ske.

I sitt, tillsammans med de olika bankorganisationerna, avgivna yttrande över värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden tog föreningen upp dessa frågor och framförde uppfattningar som nära ansluter till vad börsstyrelsen nu uttalat. Bl a anfördes i yttrandet att en översyn av organisationsformen för Stockholms fondbörs borde ske mot bakgrund bl a av en efterlyst symmetri mellan ägande och ansvar. Fondhandlareföreningen uttalade i yttrandet, såsom företrädare för de nuvarande börsmedlemmarna, sig beredd att verka för att dessa tar ett ägaransvar för fondbörsen vid en eventuell organisationsförändring.

Vad som uttalades i detta yttrande gäller alltjämt.

Fondhandlareföreningen vidhåller således - i överensstämmelse med börsstyrelsen - sin uppfattning att Stockholms fondbörs skall inordnas under en generell börslagstiftning utan särbehandling. Samma legala ramar bör alltså gälla för Stockholms fondbörs som för annan eventuellt förekommande börsverksamhet. Det betyder att lagstiftningen bör hållas neutral och inte explicit ange någon viss börs utan behandla börsverksamhet i generella termer.

Som ett led i detta måste det formella börsmonopolet upphävas utan att ersättas av den typ av monopolistisk reglering som värdepappersmarknadskommittén föreslog. När detta sker är det inte längre behov av en exakt definition i lagtexten av börsverksamhet. Man kan alltså lämna åt sidan de ganska komplicerade resonemang i denna fråga som fördes av kommittén, liksom till följd därav av fondhandlareföreningen och bankorganisationerna i det nämnda yttrandet.

Föreningen vill dock understryka att det inte finns anledning att sträva efter en förändring av den centrala börsroll som Stockholms fondbörs spelar. Med en ändrad organisation bör fondbörsen tvärtom stå starkare när det gäller att värna sin position såväl nationellt som internationellt. Det är dock angeläget att möjlighet till konkurrens erbjuds för att fondbörsen på bästa sätt kan ta sin nya roll till vara.

Huvudmannaskapet för fondbörsen

Som redan framgått har fondhandlareföreningen den uppfattningen att börsmedlemmarna lämpligen bör få ett ägande av börsen. Detta skapar förutsättningar för ett tydligt förhållande mellan ägande, ansvar och ekonomiskt utbyte av verksamheten.

Föreningen anser vidare att det på samma grunder är naturligt att låta de på börsen representerade bolagen få bli ägare.

I anslutning till börsstyrelsen anser föreningen att ägandet av börsen inte bör styras av föreskrifter eller begränsas.

Föreningen är dock tveksam till behovet av att, för att underlätta en ägarreformering, bilda en särskild stiftelse. Skulle detta i det fortsatta arbetet visa sig nödvändigt kan föreningen dock acceptera detta. Det är emellertid snarast en praktisk fråga, som får lösas i det fortsatta arbetet på en omläggning.

Fondbörsens framtida associationsform

Fondhandlareföreningen delar uppfattningen att aktiebolagsformen är den som bör väljas med ett initialt ägande av medlemmar och emittenter. För aktiebolagsformen talar också att fondbörsen, såsom ovan sagts, bör inordnas i en generell börslagstiftning, vilken lämpligen bör bygga på aktiebolagsformen som form för rörelsen.

Kopplingen mellan ägande, ansvar och ekonomiskt beroende av verksamheten talar starkt för ett direkt ägande av de berörda företagen.

Börsbolagets styrelse bör på sedvanligt sätt utses av bolagsstämman.

8 Svenska OTC-föreningen

Föreningen har inga principiella invändningar mot de förslag som framförts i ifrågavarande skrivelse.

Föreningen förutsätter emellertid att små och medelstora bolag noterade på fondbörsen icke blir förfördelade i ekonomiskt avseende genom att det i skrivelsen angivna bolaget, på grund av avkastningskrav eller andra orsaker, påför nyssnämnda bolag alltför höga avgifter och kostnader.

9 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

SARF ställer sig i allt väsentligt bakom de analyser och slutsatser som styrelsen för Stockholms Fondbörs gör i ovan rubricerade skrivelse.

I strävandena att skapa de bästa förutsättningarna för effektivitet och konkurrenskraft utgår SARF ifrån att likabehandling av olika typer av aktörer sker samt att handelssystem utvecklas som på ett bättre sätt än idag beaktar mindre placerares behov.

Mot bakgrund av remissyttrandena över VMK utgår SARF från att förslag kommer att läggas som innebär att det formella börsmonopolet avskaffas, utan att något koncessionsförfarande av den typ VMK förordat införs i dess ställe.

Vid i princip fri etablering är det väsentligt att Stockholms Fondbörs ges möjlighet att konkurrera på lika villkor med andra aktörer som kan

komma att etablera börs i Sverige. För att möjliggöra detta anser SARF det vara av stor vikt att de inslag av myndighetsutövning som idag åvilar börsen övertas av andra.

Vad gäller huvudmannaskapet accepterar SARF att börsmedlemmarna och emittenterna inledningsvis blir ägare av börsen. SARF ser inga skäl till att införa några ägarbegränsningar. Beträffande associationsformen talar övervägande skäl för aktiebolagsformen. Den föreslagna lösningen med en stiftelse kan endast accepteras om det av juridiska skäl skulle visa sig absolut nödvändigt och då endast som en övergångslösning.

Vid övergången till den nya associationsformen anser SARF att viss mängd aktier bör erbjudas intressenter utanför kretsen av de nu tilltänkta ägarna. Andra intressenter bör också ges insyn i börsverksamheten mot bakgrund av verksamhetens betydelse i samhällsekonomin. På så sätt skulle även individuella placerare ha möjlighet att ingå i delägarkretsen, om än i begränsad omfattning.

Med de föreslagna ägarändringarna anser SARF att Stockholms Fondbörs kommer att kunna erbjuda såväl nationella som internationella placerare en effektiv och väl fungerande marknadsplats.

10 Aktiefrämjandet

Efter överläggning i styrelsen tillstyrker Stiftelsen Aktiefrämjandet Stockholms fondbörs' förslag under förutsättning att

- det formella börsmonopolet upplöses
- ägandet av fondbörsen förblir väl spritt bland fondhandel och värdepappersemittenter
- ägandeformen inte förhindrar eller försvårar nytillträde av fondhandels- och emittentföretag på den svenska värdepappersmarknaden.

11 Fondbolagens Förening

Föreningen delar börsstyrelsens uppfattning att ett tydligt och aktivt ägande av fondbörsen skapar de bästa förutsättningarna för börsens effektivitet och konkurrenskraft.

12 Svenska Försäkringsbolags Riksförbund

I rubricerade skrivelse anför börsstyrelsen att fondbörsens nuvarande rättsliga ställning är oklar samt att detta förhållande också gäller frågan om huvudmannaskapet. Riksförbundet delar börsstyrelsens uppfattning att det är nödvändigt att undanröja dessa oklarheter. I syfte att råda bot på bristerna har börsstyrelsen föreslagit att fondbörsen skall reorganiseras till ett aktiebolag med en ägarkrets som närmare preciserar i skrivelsen.

Ytterligare skäl som redovisas för att vidta omorganisationen är behovet av ökad effektivitet, affärsmässighet och konkurrenskraft. Riksförbundet konstaterar att börsstyrelsen genom de nämnda faktorerna har pekat på det som är avgörande för om det i Sverige fortsättningsvis skall finnas en livaktig marknadsplats. Enligt riksförbundet har börsstyrelsen presenterat ett förslag som innebär att Stockholms fondbörs på ett effektivt sätt kan möta den internationella konkurrensen.

Riksförbundet har mot bakgrund av det nu sagda inget att erinra mot den föreslagna ombildningen av Stockholms fondbörs.

13 Sveriges Industriförbund och Svenska Handelskammareförbundet

Svenska Handelskammareförbundet och Sveriges Industriförbund tillstyrker skrivelsen och menar i likhet med börsstyrelsen att det är nödvändigt för fondbörsens effektivitet och konkurrenskraft att det skapas möjligheter för ett tydligt och aktivt ägande av fondbörsen.

Organisationerna vill mot bakgrund av bland annat värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) understryka vikten av att Stockholms fondbörs inte blir föremål för särskild lagstiftning. En särreglering eller särställning i övrigt för Stockholms fondbörs i förhållande till andra börser skulle kunna leda till att etablering av andra marknadsplatser försvåras eller förhindras, eller, vilket är lika allvarligt, medföra att Stockholms fondbörs får sämre konkurrensförutsättningar än presumtiva konkurrenter.

Organisationerna anser det vidare viktigt att erforderlig tillsyn och kontroll utövas genom tillsynsorganet. Statligt ägande och styrelserepresentation bör undvikas.

I övrigt vill organisationerna hänvisa till sitt gemensamma yttrande över värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden.

14 Landsorganisationen i Sverige (LO)

Det har under årens lopp varit en viktig funktion för börsstyrelsen att garantera marknadsplatsens neutralitet gentemot placerare, emittenter och fondkommissionärer samt att spelreglerna på börsen följer högt ställda etiska krav. I ett antal fall har ingripanden krävts från börsstyrelsen för att korrigera överträdelser i olika avseenden. För upptäckten av dessa överträdelser har börsadministrationens nära kontakt med den dagliga verksamheten varit av stor betydelse. Den nuvarande börsen har också haft en viktig roll när det gäller att hävda kraven på fullgod information från börsföretagen och lika tillgång för alla aktörer till marknadsinformation.

Frågan om statlig insyn i och kontroll över börsverksamheten är av stor betydelse, inte minst med tanke på att börsverksamheten har starka inslag av naturligt monopol.

Om insyn och kontroll skall skötas av utomstående, finns risken att den i praktiken blir väsentligt mindre effektiv än vad som är fallet idag.

Ett bättre alternativ är att i ett system utan legalt börsmonopol låta staten ta ett betydande ägaransvar för Stockholms fondbörs, och därigenom få möjligheter att direkt via marknadsplatsen påverka utveckligen i önskvärd riktning. En sådan lösning skulle kunna förena kraven på en ökad operativ effektivitet hos Stockholms fondbörs med en smidigt fungerande statlig insyn och kontroll.

Ett minimikrav är att staten behåller ett sådant inflytande i Stockholms fondbörs att man även i fortsättningen effektivt kan garantera börsens neutralitet och att inte etikkraven åsidosätts.

Det är särskilt olämpligt att överlåta ägarskapet i Stockholms Fondbörs till de två ägargrupperna börsbolag och fondkommissionärer, utan någon begränsning av ägandet. Det skulle kunna leda till att några få stora intressenter kan skaffa sig kontroll över börsen, vilket kan äventyra börsens neutralitet mot andra företag som i olika avseenden är konkurrenter till dessa.

15 Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)

TCO anser att det är viktigt att handeln med värdepapper är effektiv och internationellt konkurrenskraftig. Att en ny ägarform i sig skulle garantera effektivitet och konkurrensförmåga är, enligt TCO, inte självklart.

TCO delar reservantens oro för tillsyn av marknadsplatsen om offentliga representanter inte bereds möjlighet att på nära håll följa Fondbörsens verksamhet, inte minst då denna verksamhet har starkt inslag av naturligt monopol. TCO förutsätter därför att staten kommer att få utse representanter till en ombildad Fondbörs styrelse på samma sätt som idag sker i bankerna.

TCO anser vidare att om Fondbörsen ombildas till aktiebolag så bör någon form av ägarbegränsningar införas. Vidare bör graderad rösträtt inte tillåtas. Det är dessutom viktigt att ägandet av Fondbörsen blir stabilt, då trovärdigheten som marknadsplats förutsätter att marknadsplatsen inte själv utsätts för spekulation.

Fondbörsen bör enligt TCOs uppfattning även fortsättningsvis, och oberoende av ägarform, stå under Bankinspektionens tillsyn.

TCO anser vidare att det är av stor betydelse att de anställda vid Fondbörsen fortsättningsvis får representation i Börsstyrelsen enligt de regler som gäller för bolag.

16 Svenska Arbetsgivareföreningen (SAF)

Utgångspunkter

Utgångspunkter för skrivelsen från styrelsen för Stockholms fondbörs är, att ett övergripande mål bör vara att göra Sverige till en konkurrenskraftig finansplats i sin del av världen. En konkurrenskraftig finansplats i Sverige är en viktig förutsättning för tillförseln av kapital till svenska företag på internationellt marknadsmässiga villkor. SAF instämmer i börsstyrelsen uppfattning att det är ett oavvisligt krav att fondbörsen framdeles ges möjlighet att bedriva börsverksamhet på samma villkor som presumtiva konkurrenter och att inga särskilda uppgifter av myndighetskaraktär läggs på fondbörsen som inte samtidigt åläggs andra marknadsplatser.

Ägande och huvudmannaskap

Fondstyrelsen föreslår mot denna bakgrund att Stockholms fondbörs omorganiseras till ett aktiebolag med medlems- och emittentkretsen som initiala ägare. Därmed skulle nuvarande oklarheter om fondbörsens rättsliga ställning och huvudmannaskap försvinna. Fondstyrelsen framhåller, att ett tydligt och aktivt ägande av börsen skapar de bästa förutsättningarna för effektivitet och konkurrenskraft. Börsstyrelsen framhåller det som självklart, att ansvaret för förvaltningen av det nya fondbörsbolaget läggs på en styrelse som i enlighet med aktiebolagslagens regler utses av ägarna. SAF delar till fullo dessa bedömningar.

Generell börslagstiftning

Börsstyrelsen anför i sin skrivelse, att kraven på det allmännas insyn i och inflytande över verksamheten vid fondbörsen bör tillgodoses genom att denna, liksom andra marknadsplatser, inordnas under en generell börslagstiftnings krav på koncession, kapital o.s.v. SAF delar också i detta hänseende börsstyrelsens bedömning. Samma legala regler bör gälla för Stockholms fondbörs som för annan eventuellt förekommande börsverksamhet.

17 Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB

OM delar den i skrivelsen framförda uppfattningen att fondbörsens rättsliga ställning är oklar och att detsamma även gäller ifråga om fondbörsens huvudmannaskap. OM får även instämma i börsstyrelsens förslag att en omvandling av fondbörsen till ett aktiebolag undanröjer dessa oklarheter. Aktiebolaget som associationsform har också visat sig överlägsen när det gäller kapitalanskaffningen och till dess större flexibilitet för anpassning till framtida ändrade behov.

Genom aktiebolagsformen möjliggörs ett aktivt ägande av fondbörsen, vilket är de bästa förutsättningarna för att fondbörsen skall kunna drivas med största möjliga effektivitet och konkurrenskraft. Detta är särskilt viktigt mot bakgrund av värdepappersmarknadens internationalisering och en framtida avveckling av fondbörsens monopolställning.

OM har självt, allt sedan starten av marknadsplats och clearingverksamheten avseende standardiserade optioner och terminer i juni 1985, drivits som ett aktiebolag. OM har idag ca 2 000 aktieägare och är noterat på fondbörsens O-lista. OMs expansion och utveckling under de ca fem år OM varit verksamt skulle varit otänkbar med en annan associationsform än aktiebolagets. Det spridda ägandet i OM har i detta avseende också varit en viktig faktor.

Börsstyrelsens skrivelse föranleder emellertid OM att göra några ytterligare påpekanden vad gäller dels den tilltänkta aktieägarkretsen i det föreslagna fondbörsaktiebolaget, dels behovet av statliga representanter i bolagets styrelse.

Enligt OMs mening finns det ingen anledning att begränsa ägandet i Stockholms fondbörs till medlems- och emittentkretsarna. Investerare och andra finansiärer bör kunna medverka till att täcka verksamhetens kapitalbehov. De representerar också indirekt andra nyttjarkategorier än emittenterna och förmedlarna. Börsen är lika mycket till för placerare som för emittenter och förmedlare. Allmänheten borde därför inbjudas till aktieteckning i fondbörsen i samband med ombildningen till aktiebolag. Detta kan exempelvis ske genom någon form av auktionsförfarande och/eller genom att förmedlarna åläggs en skyldighet att sprida en del av de aktier de tecknat till sina respektive kunder. Sistnämnda förfarande användes bl a i samband med OMs marknadsintroduktion och erfarenheterna härav är positiva. Det viktiga är att uppnå en möjlighet till omsättning i aktien så att en riktig prissättning kan åstadkommas.

I en reservation till betänkandet av värdepappersmarknadskommittén "Värdepappersmarknaden i framtiden" (SOU 1989:72) har ledamöterna Kjell A Mattsson, Per Westerberg och Olle Wästberg framfört starka skäl mot statlig representation i börser och clearingorganisationer. OM ställer sig helt bakom vad reservanterna härvid anfört. Stockholms fondbörs är föremål för en laglig reglering samt även en effektiv tillsyn av Bankinspektionen. Med ett statligt styrelseinflytande vid sidan av denna lagstiftning och tillsyn finns det en risk att den senare inte får fullgod effektivitet. Frågan är om tillsynsmyndigheten, Bankinspektionen, över huvud taget kan reagera i känsliga eller svårbedömbara fall mot beslut som fattas av samhälleliga representanter. För det fall fondbörsen omvandlas till ett aktiebolag bör därför enligt OMs mening styrelsen väljas i enlighet med aktiebolagslagens regler av aktieägarna. Det är dessa som kommer att mobilisera riskkapital i bolaget. Som tidigare nämnts tillförsäkrar lagstiftning och Bankinspektionens tillsyn att verksamheten bedrivs i ordnade former.

Med hänsyn med vad som ovan anförts tillstyrker OM således att fondbörsen omvandlas till ett aktiebolag. Aktieägandet i bolaget borde emellertid göras möjligt för envar samt tillsättandet av styrelse ske i enlighet med vad som ankommer på bolagets aktieägare och inte på staten.

Minnesanteckningar förda vid hearing den 16 december 1991 angående lagrådsremiss om ny börslagstiftning m.m.

1 Generella synpunkter på uppdelningen mellan börs och marknadsplats

Stockholms fondbörs: Förslaget om inrättande av auktoriserade marknadsplatser är en viktig nyhet om den genomförs. Lagförslagets utgångspunkt är att det är bra med konkurrens även på en marknad för börsverksamhet. Viktigt är emellertid att kravet på konkurrensneutralitet kan upprätthållas mellan de olika former för handel som inrättas på denna marknad. I praktiken kan skillnaderna bli stora mellan börs och auktoriserad marknadsplats. Kritik kan riktas mot förslagets entydigt endimensionella konkurrensbegrepp. En sammanblandning föreligger också mellan effektivitetsbegreppet mellan börsdrivande företag och marknader. Det är viktigt med effektivitet men också med likviditet. En effektiv marknad är en koncentrerad marknad. Av förslaget framgår inte klart om en auktoriserad marknadsplats skall kunna erbjuda handel med papper som är inregistrerade vid en auktoriserad börs. I så fall föreligger ett ingrepp mot konkurrensneutraliteten. Villkoren för en auktoriserad marknadsplats är en mycket viktig fråga för fondbörsen.

Finansinspektionen: Mellanformen auktoriserad marknadsplats är onödig. Det ifrågasätts om något behov härav föreligger. Förslaget ger inte svar på denna punkt. Lagen om värdepappersrörelse ger möjlighet att driva viss verksamhet och därefter är steget till auktoriserad börs naturligt.

Svenska Bankföreningen: Det är svårt att se bevekelsegrunderna för en auktoriserad marknadsplats. En analys saknas om hur situationen på market maker- marknaden och penningmarknaden påverkas. Klarare riktlinjer krävs. Det räcker med formen auktoriserad börs men med något lindrigare krav för penningmarknaden vad gäller kraven på medlemskap och genomlysning.

Svenska Fondhandlareföreningen: Det finns inte någon efterfrågan på auktoriserad marknadsplats. Det synes som om kraven från penningmarknaden styrt begreppet auktoriserad marknadsplats. Denna form är dock inte tillräckligt liberal för penningmarknaden, som är en market maker-marknad med stora positioner som man inte vill visa upp. Kraven på en auktoriserad marknadsplats måste anpassas till penningmarknadens krav.

Riksbanken: Rent allmänt sett är denna lösning elegant. Det är en fördel om man kan införa en handel som omfattas av olika formkrav. Av motiv och lagtext framgår dock inte skillnaderna mellan börs och auktoriserad marknadsplats i tillräcklig grad.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund: En auktoriserad marknadsplats får inte bli ett eldorado för mindre seriösa aktörer. Minimikrav bör införas beträffande de aktier som är föremål för handel på en auktoriserad marknadsplats med iakttagande av VPC-registrering, insiderlagstiftning, Leolagstiftning m.m.

Transvik Ltd: Ett antal argument kan anföras för en auktoriserad marknadsplats. Denna form kan främja den tekniska utvecklingen. Om marknaden inte vill ha denna form kommer den inte att överleva. Även i England finns denna nivå i form av auktoriserade serviceföretag.

Stockholms handelskammare: Det kan finnas anledning att införa en företeelse även om det inte finns något konstaterat behov. Det är viktigt att pröva olika former för handel. Skillnaderna i förslaget mellan börs och marknadsplats är emellertid för små. Syftet med auktoriserad marknadsplats är inte helt klart. Man bör överväga utrymme för fler modeller bl.a. för anpassning till penningmarknadens behov.

OM: Delar den uppfattning som framförts från handelskammarens sida. Möjligen förhåller det sig så att avslutsinformation måste accepteras även om det inte önskas av alla.

Svenska Bankföreningen: Förslaget är mycket inriktat på aktiemarknaden. Man bör analysera konsekvenserna för penningmarknaden, vilken uppfyller högt ställda krav. Detta framgår inte av lagrådsremissen. Vidare måste frågan om kraven på handel med aktier på börs resp. marknadsplats noga utredas.

Stockholms fondbörs: Det föreligger en risk med att bara inrikta sig på penningmarknaden. Snart kommer andra marknader med krav på genomlysning. Förslaget med auktoriserad marknadsplats uppfattas som ett tillgodoseende av behovet av en regional börs. Ställning måste tas till konkurrensneutraliteten.

Sveriges Industriförbund: Det är viktigt att börsen har hög status. Samtidigt är det bra att ha olika kvalitetsformer och att handel kan ske på en marknad där risktagandet är något högre än normalt.

Ordföranden: Kärnfrågan bakom förslaget är nödvändigheten av att gentemot EG och andra länder kunna säga att vi har en reglerad marknad, inte att reglera penningmarknaden. En viktig fråga är huruvida handel på en marknadsplats skall kunna ske med på en börs inregistrerade fondpapper (s.k. free riders).

Sveriges Industriförbund: Detta är ofrånkomligt med den föreslagna uppdelningen.

Stockholms fondbörs: Vad gäller en auktoriserad marknadsplats skall vissa kvalitetskrav vara uppfyllda för att auktorisation skall kunna lämnas. Etablering kan emellertid uppkomma utan auktorisation. Kvalitetsstämpel saknas då, vilket inte är bra. Om en auktoriserad marknadsplats kan erbjuda handel med papper som inregistrerats vid en börs innebär det att marknadsplatsen slipper undan en del skyldigheter som åvilar en börs. En annan viktig bit är kostnadsaspekten. Börsen har stora kostnader för inregistrering och bör därför ha ensamrätt i fråga om handel med nu aktuella fondpapper. Konkurrensneutralitet bör föreligga även i detta fall. Bristande neutralitet uppkommer om en auktoriserad marknadsplats skaffar sig större delen av marknaden i ett inregistrerat papper med förbigående av mellanhanden. Det finns dock inte något självklart svar.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund: Vissa gemensamma minimikrav bör gälla oavsett var man handlar. Det skulle leda till orimligheter att inte tillåta handel med inregistrerade papper på en auktoriserad marknadsplats. Förutsättningen är emellertid att handeln sker under ordnade former. Detta går dock inte att garantera på en auktoriserad marknadsplats.

Svenska Bankföreningen: Får en bank eller försäkringsbolag söka medlemskap på en auktoriserad marknadsplats?

Ordföranden: Detta är tanken.

Stockholms fondbörs: Det är ej konkurrensneutralt om auktoriserade marknadsplatser får större frihet i fråga om medlemskretsen än börser. Vad gäller börsmedlemskretsen saknas anledning för Sverige att ställa sig utanför vad som gäller i andra länder.

Riksbanken: Riksbanken ifrågasätter hur skillnaden mellan kund och nuvarande medlem skall definieras om en kund blir medlem i en auktoriserad marknadsplats. Måste verksamheten omdefinieras? Ett klarläggande krävs i förslaget i denna fråga.

Svenska Fondhandlareföreningen: Handeln med fondpapper består av en hel kedja åtgärder, i vilken handeln på en marknadsplats utgör den första länken. En aktör måste kunna fullfölja hela kedjan, varför ribban för medlemskap bör läggas högt.

2 Allmänna utgångspunkter

Stockholms fondbörs: De allmänna utgångspunkterna är väl beskrivna och fondbörsen ansluter sig till det mesta som framförts i denna del, även om slutsatserna i förslaget inte logiskt följer dessa grundläggande utgångspunkter. Lagförslaget utgör en glidning från självreglering mot myndighetsreglering. Många av de frågor som nu bestäms av fondbörsen

övergår till finansinspektionen. Är anledningen till detta en EG-anpassning? Tillsynsmyndigheten får därvid en ökad makt över marknaden. Om minimikraven blir lägre än de krav som uppställs av fondbörsen och om andra börser därefter inrättas som bara följer dessa minimikrav, så tvingas fondbörsen att sänka sig till dessa krav. Beträffande ägandebegränsning uppkommer frågan om varje börs skall reglera sådant i sin bolagsordning. I så fall bör detta antydas av lagstiftaren.

Ordföranden: Förslaget innebär tvärtom en glidning från myndighetsreglering till självreglering och utgör i denna del en ren EG-anpassning. Utöver denna anpassning föreligger ett stort utrymme för självreglering.

Sveriges Industriförbund: Börsens uppfattning att förslaget utgör en markant svängning mot myndighetsreglering delas. Vi har en tradition som visar att självreglering fungerar väldigt bra och man bör hålla fast vid den på marknaden redan existerande självregleringen eller t.o.m. ge större utrymme för självreglering. Om finansinspektionen skall befinna sig i toppen av tillsynsorganisationen bör det skrivas in att föreskrifter skall meddelas i nära samarbete med marknadens aktörer.

Svenska Fondhandlareföreningen: I förslaget bör anges att finansinspektionen bör utnyttja berörda branschers kunnande vid utarbetandet av riktlinjer.

Stockholms fondbörs: Enligt förslaget skall fondbörsen inte längre fatta beslut om börsstopp, sanktioner m.m. Det är oklart huruvida finansinspektionen skall meddela föreskrifter i dessa frågor. Om så är fallet föreligger en risk att dessa blir så allmänna att de leder till en nivellering av marknaden.

Finansdepartementet: Av lagförslaget framgår att börsen bestämmer om börsstopp utan föreskrifter från finansinspektionen.

Finansinspektionen: Inspektionen är för självreglering. En annan ordning skulle innebära att inspektionen skulle ge ut för mycket detaljregler. Självregleringen har fungerat bra hittills och det föreligger därför inte någon anledning till ändring. En fråga som inte nämnts i förslaget är vem som skall betala kostnaderna för finansinspektionens auktorisationsprövning. Kostnaderna kan bli stora, eftersom utomstående konsulter måste anlitas för granskning av datorsystem m.m. Kostnadsfrågan bör tas upp i förslaget.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund: Bedömningen att självreglering fungerat väl delas inte. Det bör åläggas finansinspektionen att se till att självregleringen fungerar och verka pådrivande i denna fråga. Ett ökat skydd för investerarna efterlyses. Aktiemarknaden fungerar i dag inte särskilt väl för den enskilde aktiehandlaren, som successivt trängs ut från handeln. Lagstiftaren skall slå fast att allmänheten skall ges tillfälle

att delta i handeln på rimliga villkor. Det kan inträffa att enskilda aktiesparare vid försäljning av udda poster tvingas till en uppdelning av posten och därigenom drabbas av dubbla courtage. Bankerna avråder t.o.m. enskilda från att köpa individuella aktier och förordar i stället engagemang i aktiefonder m.m. Detta leder till färre aktörer på aktiemarknaden och försämrad likviditet.

Svenska fondhandlareföreningen: Vissa krav, såsom beträffande medlemskap, måste upprätthållas. Däremot kan exempelvis kravet på genomlysning variera något beroende på marknaderna. Något mer nyanserade krav gäller för market maker-marknaden. Det bör ankomma på börs och finansinspektionen att lägga ribban så högt som möjligt.

OM: Man bör överväga att i lagförslaget ange vissa grundläggande principer, såsom att registrering skall ske av alla affärer i börsen och att börsen bör ansvara för att transaktionen genomförs. Vidare bör de rutiner anges som skall gälla för hantering av klagomål från kunder.

Stockholms fondbörs: Värdepappersmarknaden styrs allt mer av professionella aktörer, med vars intressen det är förenligt med ett lägre krav på genomlysning. Det kan ifrågasättas om det är rimligt att låta en mindre marknads krav i fråga om genomlysningen styra hela marknaden och att uppställa samma krav för alla delmarknader. En annan fråga gäller den i lagförslaget behandlade bestämmelsen om börsstängning. Hur skall denna regel tillämpas i paktiken? I en krissituation kan det vara svårt att få finansinspektionens medgivande. Den nu gällande bestämmelsen bör därför bibehållas.

3 Börs

Sveriges Aktiesparares Riksförbund: Skrivningen i förslaget angående handel vad gäller sundhetskravet bör förstärkas. Allmänhetens tillgång till information är för dåligt skyddad. En börs skall säkerställa information till allmänheten. Allmänheten skall kunna handla på rimliga villkor vid en börs. Vidare bör uppmärksammas frågan om vilken annan affärsverksamhet som en börs bör få ägna sig åt. Kretsen av finansiella instrument bör breddas. Man bör med hänsyn till att nya finansiella instrument utvecklas dagligen undvika att skriva fast sig med en alltför snäv definition. Fråga uppkommer om t.ex. råvaruhandeln faller utanför. Vidare bör högre krav ställas beträffande fondpapper som är noterade men inte inregistrerade. Det är sådana företag som skapar problem varför strängare regler borde gälla för dessa papper. Aktierna bör vara VPC-registrerade. Vad gäller bestämmelsen om kursnoteringar i 4 kap. 4 § bör anges att information skall lämnas omedelbart, eventuellt med tillägget "om inte synnerliga skäl föreligger".

Finansinspektionen: Vad gäller möjligheten för börsmedlem att "delegera börsskärm" till kund bör denna möjlighet anges direkt i lagen i likhet med 3 kap. 1 § aktiekontolagen.

Svenska Bankföreningen: Utländska aktörers kapitalstyrka kan vara svårutredd. Eventuellt borde övervägas att införa villkor för att förhindra sådana motpartsrisker som finns i dag.

OM: Termen finansiella instrument bör användas i stället för enbart optioner och terminer.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund: I förslaget anges att halvårsrapport vid offentliggörandet skall ges in till börsen, vilket är en olycklig skrivning. Det vore bättre att skriva att halvårsrapport skall offentliggöras och samtidigt delges börsen. Börsen skall inte ha möjlighet att få lämna anstånd. Det föreligger en risk med att endast föreskriva halvårsrapporter. Eventuellt ligger vi längre fram på detta område än EG. En annan fråga är det förhållandet att det förekommer börsstopp i Sverige medan handeln fortsätter i exempelvis London. Detta går inte att göra något åt, däremot det motsatta förhållandet.

Stockholms fondbörs: Fondbörsen har förbundit sig att följa övriga börsers hemmastopp. Den föreslagna lagstiftningen påverkar inte detta förhållande. En viktig fråga är däremot om ett börsstopp på den inhemska marknaden gäller samtliga börser i landet. Klart är att derivatmarknaden följer med ett börsstopp liksom handeln på en auktoriserad marknadsplats.

Svenska Bankföreningen: Kräver EG halvårsrapporter även av banker?

Finansdepartementet: EG kräver detta av börsnoterade bolag. Om en bank är ett börsnoterat bolag gäller således detta krav.

4 Auktoriserad marknadsplats

Riksbanken: En hårdare differentiering i fråga om kraven på börs resp. marknadsplats bör göras. Penningmarknaden är lika mycket reglerad som tidigare. Den nya börslagstiftningen utgör inte anledning att ompröva tidigare ställningstaganden i värdepappersfondspropositionen.

Svenska Fondhandlareföreningen och finansinspektionen: Regleringen av penningmarknadens aktörer går längre både vad gäller tillståndskravet enligt lagen om värdepappersrörelse och finansinspektionens tillsyn.

Svenska Bankföreningen: Lagtekniken med hänvisningar till paragrafer beträffande vad som gäller för en auktoriserad marknadsplats är svåröverskådlig. Lämpligare vore att specifisera vilka börsparagrafer som inte är tillämpliga.

5 Clearingverksamhet

OM: Det finns andra instrument som borde inordnas såsom swappar, aktielån m.m. Lagstiftningen bör utvidgas till att omfatta finansiella instrument, inte bara optioner och terminer.

Svenska Bankföreningen: Definitionen av clearing bör vara central och innefatta alla finansiella instrument.

6 Utländska företag

OM: Lösningen med utländska medlemmar är bra.

7 Börsens verksamhet

OM: Några principiella skäl mot att samma företag får bedriva såväl börs- som clearingverksamhet föreligger inte. Detta kan t.o.m. vara praktiskt.

Stockholms fondbörs: Fondbörsen delar OM:s uppfattning. Det saknas anledning att reglera vilka andra verksamheter en auktoriserad börs bör få ägna sig åt.

Finansinspektionen: Finansinspektionen ser inte något fel i att börs och clearing drivs samtidigt av samma företag. Vad gäller andra verksamheter vill finansinspektionen gärna ha ett ord med i laget.

Svenska Fondhandlareföreningen: Delar finansinspektionens uppfattning.

8 Prospekt utanför börs

Svenska Fondhandlareföreningen: Förslaget innehåller alltför detaljerade föreskrifter om vad som skall vara med i prospektet. Vidare bör börsen ha tillräckliga resurser för att kunna klara av offentliggörandet.

Finansinspektionen: Ett bolag vars aktier är inregistrerade vid börs kan ge ut ett obligationslån som inte skall inregistreras vid börsen. Prospektet anmäls då till finansinspektionen, vilket inte är lämpligt. Finansinspektionen vill ha en klar uppdelning mellan börsen och finansinspektionen, dvs. börsen bör ta hand om alla prospekt som ges ut av börsregistrerade företag.

Stockholms fondbörs: Detta är inte en börsfråga. Börserna skall inte påläggas myndighetsliknande uppgifter.

Finansdepartementet: Fråga är inte om en förhandsgranskning utan om en registrering hos finansinspektionen. Inspektionen kan dock ingripa mot felaktigheter i prospektet. Bestämmelsen vore i annat fall tandlös.

Stockholms fondbörs: Godkännande från börs av prospekt fritar inte bolaget från ansvar för sakinnehållet.

Finansinspektionen och riksbanken: Det framstår som märkvärdigt att i lagtexten ange värdet direkt i ecu. Hur skall detta belopp beräknas? Begreppet måste definieras ordentligt.

9 Flaggningsregler

Finansinspektionen: Aktielån bör omfattas av flaggningsreglerna. Vidare bör observeras att personnummer och organisationsnummer inte finns i utlandet, varför undantag bör göras härför. Offentliggörandet bör ligga på börs och inte finansinspektionen.

OM: Vid aktielån bör man kunna flagga upp och ned vid samma tillfälle.

10 Omvandlingen av Stockholms fondbörs

Svenska Fondhandlareföreningen: Föreningen ansluter sig till förslaget utom såvitt avser bildandet av en stiftelse. Äganderätten till kapitalet kan ifrågasättas. Fråga är här om att vederlagsfritt återföra förmögenheten till medlemmar och emittenter. Eventuellt överskott tillhör medlemmarna.

Sveriges Industriförbund: Förbundet ansluter sig till fondhandlareföreningens uppfattning. En stiftelse behövs inte. Om kapitalet överförs till det aktiebolag som skall driva fondbörsen värnar man om en effektiv kapitalmarknad. Fråga är här inte om att ta ut pengar utan att tillföra bolaget pengar genom kapitaltillskott.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund: Det framstår som onödigt med en stiftelse. Om en sådan ändå föreslås, bör ändamålet preciseras bättre. Det framstår som olyckligt att lägga krav på de nya ägarna att tillskjuta medel till stiftelsen.

10 Övrigt

I. Finansdepartementet redogör för innehållet i Svenska Bankföreningens skrivelse av den 21 december 1990. Inga synpunkter lämnas på innehållet.

II. Avsnittet angående emissionsmedverkan av advokater och revisorer

Sveriges Advokatsamfund: Det är ett bra klargörande. Undantag för advokater som uppträder som rådgivare till bolag är tillräckligt.

Finansinspektionen: Ett uttryckligt undantag i lagen vore bättre. Enbart motivering i en proposition är mindre lämpligt.

Skriftliga synpunkter med anledning av hearingen

1 Finansinspektionen

1.1 Generella synpunkter på uppdelning mellan marknadsplats och börs

Inspektionen ifrågasätter behovet av mellanformen marknadsplats. Marknaden blir onödigt komplicerad och kan leda till instabilitet.

De legala kraven på fritt tillträde, neutralitet och god genomlysning är desamma för en börs och en auktoriserad marknadsplats. Även på en börs kan enligt förslaget andra fondpapper än inregistrerade förekomma. Den som önskar starta börsverksamhet kan göra det med stöd av 1 kap 3 § 2 lagen om värdepappersrörelse. Därifrån kan man ta steget upp till auktoriserad börs. Mellanformen marknadsplats verkar onödig. Behovet av lokala börser löses genom lagen om värdepappersrörelse.

Skillnaden mellan börsverksamhet enligt värdepappersrörelselagen och börslagen bör dock klargöras.

1.2 Allmänna utgångspunkter

Enligt förslaget ges inspektionen en omfattande föreskriftsrätt som innebär att inspektionen skall utfärda detaljerade regler på områden som i dag är föremål för självreglering. Inspektionen ifrågasätter om detta är nödvändigt av EG-skäl. Principen bör vara att så mycket som möjligt läggs på självreglering.

På sid 8-10 talas om säkra tekniska system, neutralitet samt betalnings- och leveransrutiner. Där sägs bl a att en grundläggande förutsättning för att bedriva börs- och clearingverksamhet är att det sker med tekniska system som är säkra. Det är av stor betydelse att sådana system som godkänns av staten utsätts för en grundläggande prövning. Kontroll skall göras av hårdvaran, mjukvaran, datorkopplingar och arbetsstationer. Systemen får inte särbehandla någon medlem. Börsen skall ha regler för likvider och leveranser. (jfr också sid 21-22).

En sådan prövning som förutsätts ske kräver betydande insatser från inspektionens sida. Det kan förutses att inspektionen måste anlita utomstående mycket kvalificerade konsulter för att bistå vid prövningen. Det kan således förväntas ta betydande ekonomiska resurser i anspråk. Det bör anges varifrån dessa medel skall tas.

Säkerhetskrav (clearing)

Sid 9-10. Det som sägs i det stycket tyder på att lagstiftaren anser att säkerhet bör ställas inte bara vid handel med optioner och terminer utan också i avistahandeln. I texten sägs att avistatransaktioner är korta terminsavtal. Innebörden är oklar. Betyder det som sägs att regelsystemet i 9 kap skall omfatta avistaaffärer.

1.3 Börs

Lägsta aktiekapital för börs och clearing bör kunna skrivas in i lagen.

Huruvida samma papper kan vara inregistrerat eller noterat vid flera börser bör analyseras. Om så är fallet bör klargöras hur i den situationen inrapportering av affärer gjorda utanför börserna skall ske.

I 4 kap 1 § sägs att de standardiserade villkoren skall vara bestämda av börsen. Varför? Meningen är onödig. 4 kap 2 § första och sista stycket är tillräckligt.

Även första meningen i 4 kap 1 § verkar onödig. Om förslaget om marknadsplats inte genomförs bör det väl kunna finnas börser med endast noterade ej inregistrerade finansiella instrument.

Av 5 kap 4 § följer att börsen kan besluta om avregistrering av fondpapper. Bör en börs inte också kunna besluta om avnotering av finansiella instrument. I så fall bör ett avslag på notering eller avförande av notering få klandras enligt 11 kap 2 §.

6 kap 4 § borde ha en egen rubrik.

Det sägs i motiven s. 25 att börsmedlemmen skall kunna tillåta kunder att genomföra affärer direkt på börsen över egna terminaler. Enligt aktiekontolagen krävs för att ett KI skall kunna delegera möjligheten att göra registreringar i VP-systemet till annan ett särskilt tillstånd från inspektionen.

En motsvarande tillståndsplikt bör införas för börsmedlemmar som önskar delegera möjligheten till direkt access till börsen.

I vart fall måste en sådan delegationsmöjlighet anges i lag.

Om en börs önskar bedriva någon annan verksamhet vid sidan av börsverksamheten bör detta få ske först efter tillstånd från inspektionen.

1.5 Clearingverksamhet

Definitionen av clearingverksamhet omfattar optioner, terminer och andra liknande avtalsförhållanden. Av 9 kap framgår att säkerhet skall ställas i clearingverksamheten. I förhållande till vad som gäller enligt motsvarande bestämmelser i lagen om handel med finansiella instrument har det skett en inskränkning av begreppet clearingverksamhet och en utvidgning vad gäller kravet på säkerhet genom att det även för annat än optioner och terminer skall ställas säkerhet. Texten i avsnitt 3.1.1 korresponderar inte helt med lagförslaget. Jfr också vad som sagts ovan under rubriken Säkerhetskrav (clearing).

Det är av vikt att ovan redovisade oklarheter klarläggs, dvs skillnaderna mellan gällande lag och föreslagen lag bör analyseras vad är "annat liknande avtalsförhållande" (standardiserade värdepapperslån?) vad innebär uttalandet att avistaaffärer är korta terminsavtal?

Inspektionen bör ha möjlighet att kräva att en clearingmedlem avstängs.

Om en clearingorganisation önskar bedriva någon annan verksamhet vid sidan av clearingverksamheten bör detta få ske först efter tillstånd från inspektionen. 9 kap 6 § bör kompletteras i enlighet härmed.

1.7 Prospekt utanför börsen

Principen bör vara att allt som berör bolag som har något papper inregistrerat eller noterat vid en börs hanteras av börsen. Andra prospekt ges in till inspektionen.

Den som ger in ett prospekt till inspektionen bör betala en avgift för detta. Det är inte rimligt att detta bekostas av institut under tillsyn.

Är det lämpligt att i lagtext 2 kap 2-3 §§ förslag till lag om ändring i lagen om handel med finansiella instrument ange "ett belopp motsvarande 40.000 ECU". Bör i stället anges som "ett belopp i svenska kronor som motsvarar 40.000 ECU" eller ett antal basbelopp eller liknande.

Hur beräknas värdet 40.000 ECU om t ex OM introducerar en ny lång option. Är det underliggande värdet, premien eller avgiften till OM som utgör underlag för beräkningen. Vilken tidsperiod skall vara avgörande?

1.8 Flaggningsregler

Det bör klargöras om aktielån omfattas av flaggningsreglerna.

Det sägs i 4 kap 3 § att person- resp org.nummer skall anges. Utlänningar saknar sådana nummer.

Reglerna om offentliggörande av uppgifter bör utformas av börsen ej inspektionen. 4 kap 4 §.

1.10 Övrigt

Vitesmöjligheter

5 kap 3 § 1 bör ändras så att den täcker situationen att föreskrifterna inte följts och p 4 att offentliggörandet sker i strid med meddelande föreskrifter.

Insiderlagen

Det bör klargöras om aktielån omfattas av anmälningsskyldigheten.

I 2 § talas om organiserad marknadsplats. Är det rätt?

Genom den föreslagna utvidgningen av begreppet aktiemarknadsbolag kommer anmälningsskyldigheten enligt insiderlagen att utvidgas till betydligt flera bolag. Innan förslaget genomförs bör kontakt tas med VPC för att utreda vad förslaget har för inverkan på insiderregistret både i tekniskt hänseende och i kostnadshänseende.

Värdepappersfonder

Det bör klargöras att fonderna får låna ut papper och att p g a EG-regler blankning både äkta och oäkta är förbjuden.

På s. 51 sägs att penningmarknaden inte längre kan anses vara en reglerad marknadsplats och att värdepappersfonderna därför inte kan placera på penningmarknaden mer än i begränsad utsträckning. Det ifrågasätts dels om det formellt är möjligt att på detta sätt ändra den skrivning som finns i propen till lagen om värdepappersfonder och dels om det är så klokt i sak.

Bankaktiebolagslagen

I 4 kap 1 § talas om aktier inregistrerade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats. Inregistrerad på marknadsplats går inte.

Sekretesslagen

I lagen talas alltjämt om fondbörsväsendet. Bör i stället relateras till börs och clearing.

Lagen om värdepappersrörelse

Advokater och revisorer bör undantas från tillståndsplikten enligt 1 kap 3 § 5 lagen om värdepappersrörelse.

På s. 154 i prop. 90/91:142 står att den som är emittent behjälplig med t.ex. utformandet av villkor m vid en emission är tillståndspliktig. Därmed kan lagen knappast tolkas på annat sätt än att advokater och revisorer som medverkar som rådgivare omfattas av tillståndsplikten. Det är därför nödvändigt med ett undantag i lag.

Undantaget kan utformas enligt följande.

Tillstånd enligt 3 § 5 krävs inte när en advokat eller auktoriserad eller godkänd revisor genom rådgivning eller annat liknande biträde medverkar vid utformandet av prospekt.

2 Riksbanken

2.1 Generella synpunkter rörande börser resp. auktoriserade marknadsplatser

Den lösning med frivillig auktorisation som föreslås är elegant och undviker de gränsdragningsproblem som förelåg i VMK:s förslag. Det är vidare bra att det införs en möjlighet att bedriva värdepappershandel i olika former. Därigenom kan de skillnader i risker och skyddsintressen som uppträder i samband med instrument av olika karaktär, t.ex. aktier resp. räntebärande instrument, tillåtas påverka kraven på information, granskning av emittenter osv.

I motiv- och lagtexten bör de kvalitativa skillnaderna mellan börser och marknadsplatser dock kunna markeras tydligare än i det föreliggande förslaget. Ett sätt att tydliggöra dessa skillnader är att i det avsnitt i lagen som behandlar marknadsplatser inte genomgående hänvisa till motsvarande bestämmelser för börser utan ange villkoren separat. Därigenom skulle det exempelvis vara möjligt att ställa krav på omedelbart offentliggörande om kurser och omsättningsuppgifter, liksom skyndsam anmälan av avslut som gjorts utanför handelssystemet om det är fråga om en börs, men nöja sig med att kräva att denna information publiceras en gång per dag på en auktoriserad marknadsplats. Villkoren bör naturligtvis på vanligt sätt utformas med hänsyn till formerna för handeln och egenskaperna hos de instrument som handlas. I ett system baserat på marknadsgaranter kan dessa hamna i ett informationsmässigt underläge gentemot slutkunder om de tvingas offentliggöra sina transaktioner omedelbart

och därmed avslöja storleken på sitt handelslager. Hänsyn till denna typ av faktorer bör tas i samband med den bedömning av ändamålsenligheten hos handelssystemet som skall göras vid auktorisationsprövningen.

2.2 Granskning av emittenter

Det bör understrykas tydligare att den granskning av en emittents ekonomiska ställning som skall ske på både börser och marknadsplatser inte innebär ett lagstadgat krav på kreditvärdering från marknadsplatsens sida. Beteckningen "kvalitetsprövning" kan här vara vilseledande. Granskningen bör gälla att papperet kan antas vara anpassat för handel på den aktuella marknadsplatsen och att den information som emittenten lämnar är komplett och korrekt. Därutöver bör det stå en marknadsplats fritt att i sina regler lägga fast vissa minimikrav (t.ex. i from av rating). Lagen bör dock inte förhindra auktoriserad handel i t.ex. "junk bonds". Dess syfte skall vara att säkerställa att de som handlar på en marknadsplats med auktorisation får information om vad de ger sig in på, inte i sig att förhindra handel med vissa typer av instrument.

2.3 Förslagets effekter på penningmarknadshandeln

I lagrådsremissen diskuteras ingående den nya börslagstiftningens inverkan på penningmarknadshandeln. Det konstateras att den verksamhet som för närvarande bedrivs av informationsföretag som PmI och Reuter's inte är tillståndspliktig. Lagstiftningen som sådan påverkar således inte penningmarknadshandeln. Det skulle dock vara möjligt för exempelvis dessa båda företag att söka auktorisation som marknadsplats under förutsättning att de vidgar sin verksamhet till att omfatta spridning av avslutsinformation, prövning av kvaliteten på de papper som handlas i systemet etc. Denna möjlighet finns naturligtvis även för andra aktörer. En sådan etableringsfrihet bör i sig välkomnas.

I lagrådsremissen dras emellertid mycket långtgående slutsatser om vad införandet av begreppet auktoriserad marknadsplats skulle innebära för synen på penningmarknaden i dess nuvarande utformning. Det sägs att den föreslagna lagen gör att det inte längre är rimligt att hävda att den uppfyller kraven på en s.k. reglerad marknad enligt placeringsreglerna för värdepappersfonder. Riksbanken vänder sig mot denna tolkning. Att det tillkommer en ny form i vilken värdepappershandel kan auktoriseras kan rimligen inte i sig göra att penningmarknaden blir mindre reglerad än tidigare. Skälen för att uppfatta statspappersmarknaden som en reglerad marknad, t.ex. det förhållandet att marknadsgaranterna står under tillsyn och omsättningsstatistik offentliggörs, kvarstår därför. Slutsatserna i avsnitt 3.2.4 om att begränsningar av värdepappersfonders placeringar i penningmarknadspapper måste införas bör därför utgå.

2.4 Prospekt utanför börs

Med hänvisning till EG:s regelsystem föreslås att prospekt för värdepapper som inte är avsedda för handel på börs eller auktoriserad mark-

nadsplats skall inlämnas till finansinspektionen för granskning.

Tillsynen är mindre omfattande än i VMK:s förslag som innebar att inspektionen skulle bedriva en fortlöpande övervakning av företag vars aktier är föremål för "allmän handel". Den principiella kritik som framfördes i riksbankens remissvar mot att ge finansinspektionen ansvar för icke-finansiella företag är dock giltig även i detta fall. Till detta kommer att inspektionens knappa resurser bör koncentreras till områden som är av större betydelse för finansmarknadernas funktionssätt och stabilitet än icke noterade värdepapper. Tesen att denna typ av värdepapper skulle spela någon väsentlig roll för verksamheten på auktoriserade marknadsplatser är inte övertygande.

En ytterligare nackdel med att ge finansinspektionen ansvar för denna verksamhet är att de oinformerade investerare som bestämmelsen avser att skydda kan komma att misstolka formuleringar i prospekt om att det granskats av finansinspektionen. Detta kan komma att uppfattas som mer eller mindre likvärdigt med den tillsyn som inspektionen normalt bedriver gentemot finansiella företag, vilket ökar snarare än minskar sannolikheten att allmänheten skall råka illa ut.

Det kvarstår att EG:s regler, trots de svaga motiv som föreligger, uppställer ett krav på granskning av prospekt av denna karaktär. På principiella grunder skulle förslaget avvisas, men om avsteg från EG-bestämmelserna är otänkbara bör, för det första, granskningen ges en så liten omfattning som möjligt. För det andra bör den institutionella lösningen vara sådan att granskningen inte ger intryck av kvalitetsprövning från myndigheternas sida. En förnyad prövning av alternativet att ge Patent- och registreringsverket ansvar för denna verksamhet bör därför göras.

3 Stockholms fondbörs

1. Förslaget om auktoriserade marknadsplatser torde kräva ytterligare överväganden och analys. För fondbörsen framstår följande frågor som obesvarade:

a) Vilka behov avser förslaget tillgodose?

b) Vilka risker är förenade med förslaget (t ex fragmentering av och försämrad likviditet i marknaden, konkurrens genom prutningen i regelverket)?

c) Bör handel och notering på börs- och marknadsplats bedrivas på enahanda villkor? Om inte, vilka är skälen för att tillåta konkurrens på olika villkor?

d) Vilka regler är nödvändiga om handel och notering i samma instrument får förekomma på börs- och marknadsplats?

Enligt fondbörsens mening är oklarheten och riskerna med förslaget om auktoriserade marknadsplatser så betydande att det ej bör genomföras.

Skulle likväl möjligheten öppnas, bör på börs- och marknadsplats ej få förekomma handel och notering i samma instrument.

2. Föreliggande förslag avseende regelutveckling och kontroll präglas av ett förstärkt myndighetsinflytande. Det kan med visst fog göras gällande

att självregleringen på värdepappersområdet i vårt land ännu ligger i sin linda. Emellertid skulle i detta lagstiftningsärende - utan att EG-kraven träds för när - mycket kunna göras. Med nuvarande skrivning finns en uppenbar risk att EGs minimikrav kommer att bli normerande. På åtskilliga punkter finns möjligheter att genom departementschefsuttalande skapa incitament för fortsatt självreglering.

4 Svenska Fondhandlareföreningen

4.1 Utkast till lagrådsremiss ang ny börslagstiftning m m

Vid den hearing rörande rubricerade utkast som ägde rum den 16 december 1991 gavs de närvarande tillfälle att efter hearingen inkomma med skriftliga synpunkter.

Svenska Fondhandlareföreningen har per telefax överfört en icke underskriven promemoria daterad 1991-12-16 med ett antal synpunkter på utkastet till lagrådsremiss och några synpunkter av sidoordnat slag. *Denna promemoria biläggs detta brev och utgör föreningens synpunkter.*

Föreningen kommer vidare att tillsammans med Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund ge in en skrivelse rörande ombildningen av Stockholms fondbörs med synpunkter som överensstämmer med vad fondhandlareföreningen anfört i den nämnda promemorian.

Till utveckling av vad fondhandlareföreningen anfört i den nämnda promemorian och i skrivelsen vill föreningen lämna följande kompletterande synpunkter.

4.2 Auktoriserad marknadsplats

I promemorian har fondhandlareföreningen uttalat viss tvekan till den konstruktion med en särskild form för auktoriserad marknadsplats, som tas upp i utkastet till lagrådsremiss. När föreningen nu haft ytterligare tillfälle att överväga utkastet har tveksamheten ökat. Såsom angavs i promemorian får inte frågan om tillkomsten av den nya formen av marknadsplats inverka på förutsättningarna för att driva penningmarknadsverksamhet i Sverige. Förutsatt att någon negativ inverkan på penningmarknaden inte sker om ordningen med en auktoriserad marknadsplats inte genomförs anser föreningen att det inte finns fog för den nya formen av marknadsplats.

Om man, såsom föreningen angav på sidan 3 i bifogad promemoria, släpper kravet på att endast en mindre del av handeln på en börs skall få avse icke inregistrerade instrument, torde något som helst behov av en särskild form av marknadsplats vid sidan om börsverksamhet inte föreligga, om ett sådant behov alls är för handen.

Skulle formen med auktoriserad marknadsplats likväl införas, vill föreningen nu återkomma till en fråga som togs upp vid hearingen, dock utan att den berördes av någon företrädare för föreningen, nämligen frågan om handel på en auktoriserad marknadsplats skall få äga rum i finansiella instrument (fondpapper) som samtidigt är registrerade på en börs. Fondhandlareföreningen hyser i denna fråga förståelse för den

uppfattning som börschefen Bengt Rydén framförde vid hearingen, innebärande att detta ej bör få förekomma. Om denna princip blir fullt genomförd, skulle emellertid den svenska penningmarknaden lamslås helt såvitt avser instrument registrerade på en börs. Det bör därvid framhållas att alla obligationslån som f n handlas på penningmarknaden är registrerade på Stockholms fondbörs. Detta visar, att frågan om auktoriserad marknadsplats, om den överhuvudtaget skall bli aktuell, måste analyseras mera noggrant än som hittills skett.

4.3 Medlemskap

Föreningen vill understryka det som framhölls vid hearingen och som sägs i den bilagda promemorian om kraven på medlemskap på en börs. Om ordningen med auktoriserad marknadsplats skulle införas trots det sagda, bör motsvarande krav på medlemskap vid en sådan marknadsplats i huvudsak kunna ställas. Det är således viktigt att medlemmarna måste ha en dokumenterad förmåga att uppfylla de krav som måste ställas med hänsyn till marknadens funktion. Däri ligger att de måste ha förmåga att stå för de motpartsrisker som kan uppkomma i handeln och att de har förmåga att medverka till en fullgången affärsavveckling. Det bör därför inte komma ifråga att låta andra än värdepappersinstitut bli medlemmar.

4.4 Tillsyn

Under rubriken "Utländska företag, tillsyn och sanktioner (avsnitt 3 i övrigt)" tar föreningen helt kort i den bilagda promemorian upp frågan om finansieringen av finansinspektionens verksamhet. Föreningen gör det med en hänvisning till att inspektionen enligt förslaget kommer att få avsätta resurser för det s k inregistreringskontraktet, vilket primärt angår företag, vilka inte står under inspektionens tillsyn och således inte bidrar till finansieringen av inspektionens verksamhet. En översyn av finansieringen av inspektionsverksamheten understryks ytterligare, om inspektionen också skall syssla med granskning av prospekt m med "uppdragsgivare" också utanför kretsen av företag som står under tillsyn.

Kostnaderna för finansinspektionens verksamhet har redan fått en sådan omfattning att det inte kan accepteras att de företag som hittills stått för inspektionens kostnader skall belastas ytterligare, dessutom med kostnader som avser verksamhet hänförlig till andra företag.

SVENSKA FONDHANDLAREFÖRENINGEN
1991-12-16

Några huvudsakliga synpunkter på utkast till lagrådsremiss om ny börslagstiftning m m

Svenska Fondhandlareföreningen har följande huvudsakliga synpunkter på rubricerade utkast. Här tas upp dels frågor som behandlades vid hearingen den 16 december 1991 i anledning av utkastet, dels ytterligare några frågor som har samband med utkastet. På slutet tas upp ett par sidoordnande frågor.

1. Generella synpunkter på uppdelningen mellan börs och marknadsplats

Skillnaden mellan börs och marknadsplats är enligt förslaget ganska små. Frågan är därför om uppdelningen får en praktisk betydelse, som rimligen måste vara avsedd för att ordningen skall införas. Det är således enligt föreningens uppfattning tveksamt om det är motiverat med auktoriserade marknadsplatser i den form som förslaget anger. Om marknadsplatsen är tänkt för penningmarknaden, måste större hänsyn tas till att det är en market maker marknad. Föreningen återkommer till detta under 4. nedan. Skulle man inte uppnå en ordning som tillgodoser penningmarknaden ser inte föreningen att det finns något uttalat behov av en ordning med särskild auktoriserad marknadsplats. Eventuella lokala arrangemang borde kunna klaras inom ramen för börsverksamhet.

2. Allmänna utgångspunkter

Föreningen kan väsentligen instämma i vad som sägs i avsnitt 2 i utkastet, dock med följande synpunkter.

På sidan 9 (överst) sägs beträffande börsers och clearingorganisationers lika behandling av medlemmar att "i detta ligger att medlemmarna skall kunna disponera över likvärdig teknisk utrustning, som tillhandahålls av börsen eller clearingsorganisationen". Detta kan i vissa fall vara en lämplig ordning, men det är inte självklart att börsen eller clearingorganisationen i konkurrens med andra leverantörer skall tillhandahålla utrustning, eftersom sådan konkurrens lätt blir ojämlik och därmed i princip till nackdel för marknaden. Det tekniska s k gränssnitt, genom vilket medlemmarna kan ansluta sig, bör vara öppet och generellt så att olika systemleverantörer i konkurrens kan erbjuda utrustning till medlemmarna. Den utveckling som detta för med sig kommer hela marknaden till nytta. Det tekniska gränssnittet för medlemmar får däremot inte gynna eller missgynna någon eller några medlemmar. Ett alternativt sätt att uttrycka saken i motivtexten skulle kunna vara: "I detta ligger att börsen eller clearingorganisationen har att beakta att medlemmarna har möjlighet att disponera över utrustning, som ger dem likvärdiga möjligheter att hålla kontakt med börsen eller clearingorganisationen. Det kan t ex ske genom att börsen eller clearingorganisationen tillhandahåller teknisk utrustning, eller i vart fall förvissar sig om att sådan utrustning finns att lätt tillgå på marknaden."

Beträffande genomlysning (s 9) återkommer föreningen under avsnitt 3 och 4 nedan.

På sidan 13 (överst) talas om att det skall säkerställas att fondpapper med viss standard handlas på börs. En differentierad standard bör dock godtas, t ex i den formen att aktier av olika "kvalitet" förs in på olika listor.

3. Börs (avsnitt 3.1)

Föreningen instämmer i vad som sägs i avsnitt 3.1, dock med följande synpunkter.

Beträffande associationsformen (3.1.2) anser föreningen att aktiebolagsformen är att föredra, men har inte anledning att motsätta sig att verksamhet kan förekomma också i ekonomisk förening.

Det bör beträffande medlemskap (3.1.5) betonas att samma krav för medlemskap måste kunna ställas på utländska medlemmar som på inhemska. Beträffande såväl svenska medlemmar som utländska är det därvid av största vikt att de uppfyller den svenska marknadens krav på likvid och leverans. Om leveransreglerna är annorlunda i utlandet och ett utländskt företag följer dessa och inte de svenska, kan det få ytterst negativa konsekvenser för marknaden. Samtliga börsmedlemmar måste vara beredda att göra affärer med varje annan börsmedlem och skall inte behöva ta risken att annan medlem inte iakttar förutsättningarna på den svenska marknaden. Det vore av värde om dessa förhållanden betonas i motivtexten. Det kan ske i anslutning till diskussion av lämplighetsrekvisitet i 3 kap 1 § andra stycket och i anslutning till 3 kap 2 §.

På sidan 26 (sista stycket) sägs att medlemskap endast i undantagsfall skall kunna nekas med hänvisning till olämplighet. Även om föreningen instämmer i principen om fritt tillträde, måste olämpliga parter alltid kunna hållas utanför. Om detta sker undantagsvis eller inte är därvid ovidkommande. Meningen bör utgå.

I rutan på sidan 27, liksom i texten på sidan 31, talas endast om optioner och terminer som derivatinstrument. Texten borde vara öppnare så att också andra derivat (swaps, värdepapperslån etc) räknas in i förekommande fall. Man kunde t ex använda begreppet finansiella instrument i lagtext.

På sidan 30 talas om att "en mindre del" av handel på en börs skall få avse icke inregistrerade fondpapper, resp att "huvuddelen" skall avse inregistrerade värdepapper. För att undvika praktiska gränsdragningssvårigheter vore det bra om detta - även i lagtexten i 4 kap 1 § - angavs som ett mål och inte som ett absolut krav.

I avsnittet 3.1.11 behandlas rapporteringsskyldigheten, varvid (t ex på sidan 47) sägs att börsmedlemmar skall vara skyldiga att omedelbart till börsen inrapportera avslut i finansiella instrument som gjorts vid eller utanför börsen för egen eller annans räkning och som avser sådana finansiella instrument som noteras vid börsen. Detta berör den s k genomlysningen, om vilken enighet råder. Det är således av vikt för en god marknad att genomlysningen är god. Den måste emellertid anpassas med hänsyn till marknadssituationen. Vid market making är det således uppenbart att de olika market makers exponerar sig för risker beroende på de positioner de tar. En fullständig, momentan genomlysning skulle därvid kunna accentuera denna risk. Genomlysningen motsvaras av det förhållandet att market makers är villiga att göra avslut till angivna priser. På stora utländska marknader har därför rapporteringskraven anpassats härtill, eftersom resultatet annars förmodats bli att market

maker handeln skulle fungera sämre eller inte alls, då market makers inte skulle vara villiga att utsätta sig för riskerna. För att värna möjligheterna till en god market maker marknad i Sverige bör lagrådsremissen därför ändras så att det anges att rapporteringsskyldigheten och/eller offentliggörandet av de rapporterade uppgifterna måste anpassas till de marknadsförutsättningar, som gäller, varvid det t ex kan anges att finansinspektionen skall se till att en så god genomlysning som möjligt upprätthålls. Beträffande orderdriven handel finns det inget som hindrar en absolut genomlysning, dvs sådan som anges i utkastet. 4 kap 5 § kan t ex ändras enligt följande: "En börsmedlem skall inom den tid och i den ordning och omfattning som börsen bestämmer anmäla avslut..... som noteras vid börsen. Tidpunkten för rapportering skall ligga i så nära anslutning till tidpunkten för avslut som kan krävas med hänsyn till marknadsförutsättningarna."

4. Auktoriserad marknadsplats (avsnitt 3.2)

Föreningen har redan uttalat viss tvekan till konstruktionen med auktoriserad marknadsplats. Denna tvekan hänger samman med den diskussion som förs på sidorna 52-53 om penningmarknaden. Denna är en market maker marknad och för en sådan skulle kraven på omedelbar rapportering av affärer vara omöjlig. Med en jämkning av kravet på genomlysningen som nyss nämnts, vore det dock möjligt att lägga rapporteringskravet på en nivå som tar hänsyn till att det är en market maker marknad. Därvid skulle eventuellt penningmarknaden kunna utnyttja en marknadsplats, om ordningen med auktoriserad sådan införs.

Såsom beskrivs i utkastet (s 53) har den svenska penningmarknaden hittills ansetts som en reglerad marknad. Det låter sig givetvis inte göra att - såsom sker på sidan 53 - underkänna denna ståndpunkt med hänvisning till den nya formen av auktoriserad marknadsplats. Det gäller oavsett om den nya formen auktoriserad marknadsplats införs eller inte. En annan ordning skulle kunna bli mycket besvärande för den viktiga svenska penningmarknaden, eftersom fonder i endast begränsad utsträckning skulle få placera i penningmarknadsinstrument.

Som en ytterligare synpunkt till frågan om penningmarknaden är en reglerad marknad kan läggas det förhållandet att många penningmarknadsinstrument är börsregistrerade, i vart fall alla papper som inte är helt kortfristiga. Vidare gäller att alla market markers i marknaden numera skall ha tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse och stå under tillsyn.

Oavsett om ordningen med auktoriserad marknadsplats införs eller inte bör således penningmarknaden i nuvarande skepnad alltjämt kunna anses som en reglerad marknad.

På sidan 51 talas om jämförelsevis lägre krav på sakkunskap och erfarenhet på ledning och personal vid en auktoriserad marknadsplats än vid en börs. Det synes föreningen olämpligt att ange detta i lagmotiv.

5. Clearingverksamhet (avsnitt 3.3)

Föreningen har inget att invända mot avsnitt 3.3 i utkastet.

6. Utländska företag, tillsyn och sanktioner (avsnitt 3 i övrigt)

Föreningen vill här endast lägga några synpunkter på tillsynen.

Det kan i anslutning till avsnitt 3.5 konstateras att finansinspektionen - i många fall efter bemyndigande - kommer att ha att utfärda föreskrifter. I motiven bör noteras att det är viktigt att beslut om sådana föreskrifter föregås av samråd med företrädare för berörda företag. I fråga om inregistreringskontrakt bör samråd därvid ske med företrädare för de inregistrerade bolagen. Bl a detta föranleder frågan om finansiering av inspektionens verksamhet när denna kommer att riktas in på nya områden.

Finansinspektionen skall enligt utkastet bl a ha ett viktigt inflytande när det gäller informationsskyldigheten till börs. Det synes därvid svårt att tänka sig att inspektionen skall ställa formella krav som går längre än informationsskyldigheten på "EG-nivå". Det är emellertid viktigt att den nya friheten att driva börsverksamheten inte leder till att den etiska nivån stannar där, t ex därför att nyetablerade börser konkurrerar med "miniminivåer". Finansinspektionen bör därför främja en självreglering som leder till att informationsnivån blir så god som möjligt och alltså ligger över miniminivån enligt EG.

7. Prospekt utanför börs (avsnitt 5)

Här tas upp några frågor rörande prospekt i allmänhet, dvs inte bara prospekt utanför börs.

Enligt 5 kap 5 § tredje stycket (observera att på sidorna 109-111 felaktigt anges 3 kap) skall börsprospekt innehålla en presentation av underlaget för kursens bestämmande samt uppgift om principerna hur fördelningen skall ske. Det synes onödigt detaljerat att kräva detta i lagtexten, eftersom det är risk att beskrivningar i prospekten av dessa båda förhållanden med nödvändighet blir intetsägande.

Enligt motiven till fjärde stycket i samma paragraf (s 111) får det ankomma på börsen att bestämma hur lång erbjudandetiden bör vara. Det är emellertid parterna som enligt aktiebolagslagen har ansvaret för besluten. Den mening i motivtexten på sid 111 som hänvisar beslutanderätten till börsen bör därför utgå.

Det måste tillses att den prospektgranskning som skall utföras av finansinspektionen resp i förekommande fall av börsen kan göras så att det inte blir en "trång sektor" i emissions- och introduktions-verksamheten, vilken ofta är tidspressad.

Enligt 5 kap 6 § skall aktiebolag, vars aktier är registrerade på börs, offentliggöra halvårsrapport. Det måste beaktas att banklagstiftningen därvidlag har andra krav.

8. Flaggningsregler (avsnitt 6)

På sidan 85 behandlas den anmälan som person med s k insynsställning skall göra till VPC enligt insiderlagen. Enligt uppgift från finansinspektionen fungerar anmälningsskyldigheten till VPC inte tillfredsställande. Detta bestyrker grunden för den framställning som fondhandlareföreningen tillsammans med Svenska Bankföreningen gjort om ett alternativ med möjlighet till förvaltarregistrering också för person med insynsställning. Den framställningen bör nu tas upp till behandling av finansdepartementet.

9. Ombildning av Stockholms fondbörs (avsnitt 4)

Fondhandlareföreningen ansluter sig till de synpunkter på ombildning av Stockholms fondbörs som anförs i utkastet utom såvitt avser den stiftelse som det talas om i motiven.

I utkastet föreslås att det kapital som under åren har byggts upp inom Stockholms fondbörs skall tillfalla en stiftelse med ett allmänt kapitalmarknadsfrämjande syfte. Mot detta vill föreningen anföra följande synpunkter.

1. Bortsett från frågan om den enskilda äganderätten till kapitalet torde börsen själv vara den institution som har mest att vinna på en effektiv svensk kapitalmarknad. Det vore således mycket svårt att se att en stiftelse med dess diffusa representation och huvudmannaskap skulle kunna göra detta mer effektivt än marknaden själv.

2. Till frågan om äganderätten till Stockholms fondbörs kapital kan först hänvisas till förarbetena till den börslagstiftning som föregick den nuvarande, i vilken angavs att för det fall Stockholms fondbörs skulle upphöra med sin verksamhet, skulle kapitalet tillfalla medlemmarna. Detta kom ej med i den nu gällande lagen, då situationen ej ansågs kunna inträffa. Detta är att beklaga då dagens debatt om en stiftelse eller inte hade blivit överflödig. Emellertid anser föreningen att den principiella inställningen alltjämt gäller, dvs överskottet tillhör medlemmarna.

3. Medlemmarnas rätt till kapitalet framstår som så mycket mer logisk, då de ensamma har det slutliga finansiella ansvaret för verksamheten. Situationen kan jämföras med statens garantiförpliktelse mot Stadshypotekskassan med den skillnaden att någon ersättning ej utgår till medlemmarna för deras förpliktelser mot börsen.

4. Förslaget om att kapitalet skall tillfalla en stiftelse förefaller än mindre berättigat om man tar hänsyn till att börsverksamheten under de senaste åren har subventionerat börsens marknadsinformationsverksamhet. Den del av verksamheten som har karaktär av public utility har alltså subventionerat den kommersiella verksamheten! Konsekvensen av detta är att börsens finansiärer snarare borde få en återbetalning än att få köpa tillbaka sitt eget överskott.

Emittenter och medlemmar har emellertid enats om att ta ett gemensamt finansiellt ansvar för den nya Stockholms fondbörs trots uppfattningen om medlemmarnas rätt till verksamheten. Fördelningen skall vara 50/50. Andelarna skall baseras på avgifterna under den senaste 5-10-

årsperioden. Då börsens nuvarande finansiärer därmed är överens, är det svårt att se vem som i övrigt skulle ha avvikande synpunkter.

Detta innebär alltså att talet om en vederlagsfri överlåtelse av börsen till de blivande ägarna som en förmögenhetsöverföring är felaktigt. Av det tidigare sagda framgår att det i stället är en förmögenhetsåterföring.

Enligt föreningens uppfattning bör alltså börsmedlemmar och de börsnoterade företagen ta över fondbörsen verderlagsfritt, eftersom dessa båda företagsgrupper under åren bekostat börsens verksamhet.

Någon stiftelse behövs således inte.

Från ekonomisk utgångspunkt är det långt viktigare att tillse att de nya ägarna är beredda att tillskjuta det riskkapital som behövs i det nya börsbolaget.

De rättviseargument som anförs mot att överföra börsens tillgångar vederlagsfritt till medlemmar och emittenter har ingen bärkraft, eftersom medlemmar och emittenter stått för uppbyggnaden av börsen. Även om rättviseargumentet kunde anföras måste det vara av helt underordnad betydelse vid en ombildning av en väsentlig funktion för svensk kapitalmarknad. Det är således av största vikt att ombildningen av fondbörsen kan ske i enkla former och att man inte belastar ombildningen med onödiga kostnader i ett läge då fondbörsen skall utsättas för konkurrens. Balansräkningen i den nya börsen och ägarnas kostnader i samband med ombildningen måste därför tillåtas få den omfattning att de medverkar till högsta möjliga kostnadseffektivitet. Ombildningsproceduren får inte motverka detta.

Det kan tilläggas att det knappast har någon betydelse för en effektiv svensk kapitalmarknad med en verksamhet som den föreslagna stiftelsens. Avgörande är i stället den faktiska konkurrensförmågan hos marknadens olika delar, däribland börsen.

10. Övrigt

Börs och clearing och sidoverksamheter

I kallelsen till hearingen den 16 december 1991 noteras frågan om en börs skall få bedriva verksamhet vid sidan av börsverksamheten samt, som en utvidgning därav, om börs och clearing skall få drivas i samma företag.

Föreningen anser att en börs vid sidan av börsverksamheten bör få driva sådan verksamhet som har ett naturligt samband med börsverksamheten. Finansinspektionen har anledning att tillse att detta inte stör börs- resp. clearingfunktionen.

Fondhandlareföreningen anser att det bör vara möjligt att driva börs- och clearingverksamhet i samma företag.

Lagen om värdepappersrörelse

I utkastet till lagrådsremiss tas upp vissa ändringar i lagen om värdepappersrörelse. Det vore anledning att i det sammanhanget samtidigt göra några förtydliganden av denna lag. Det kan ske i lagtext, eller eventuellt

genom förtydligande motivuttalanden. I den hittillsvarande tillämpningen har således bestämmelsen i 1 kap 10 § ställt till bekymmer. Det har inte kunna avgöras om en affär med en närstående i alla avseenden skall behandlas som ett s k självinträde eller inte. Det bör klargöras att affären skall vara att se som ett självinträde. Vidare bör hänvisningen i den nämnda paragrafen till 6 kap 3 § klargöras så att det klart framgår vilka som är att anse som närstående.

Skuldebrevslagen

Fondhandlareföreningen noterar med tillfredsställelse förslaget rörande 22 § skuldebrevslagen. Detta är så väsentligt, och är så fristående från lagstiftningen i övrigt att ikraftträdandet beträffande denna lagändring bör ske med förtur, t ex den 1 juli 1992.

5 Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare

5.1 Ombildning av Stockholms fondbörs

I det utkast till lagrådsremiss, som var föremål för en s k hearing i finansdepartementet den 16 december 1991, behandlas bl a (i avsnitt 4) hur en ombildning av Stockholms fondbörs skall gå till. Undertecknade organisationer representerar de grupper av företag, som i utkastet till lagrådsremiss anges som de blivande ägarna till börsen. Organisationerna har därför funnit det angeläget att gemensamt redovisa följande uppfattningar rörande ombildningen.

Först kan sägas att organisationerna i allt väsentligt ansluter sig till den ordning för ombildning av börsen som beskrivs i utkastet till lagrådsremiss. Det gäller dock inte i fråga om det vederlag som i utkastet antyds böra utgå vid överlåtelsen och den i samband därmed förordade stiftelsen.

Stockholms fondbörs har under årens lopp kapitalmässigt byggts upp genom avgifter från börsmedlemmarna och de börsregistrerade bolagen (emittenterna). Det betyder att medlemmarna och emittenterna rent faktiskt agerat som om de hade varit ägare till börsen och tagit ett ägaransvar trots att den formella äganderätten saknats. Härtill kan läggas att medlemmarna haft ett åtagande att täcka underskott som kunnat uppkomma i börsens verksamhet.

Det är nu dessa båda grupper av företag som skall ges möjlighet att med ägande ta över och driva börsen. Undertecknade organisationer har i samråd och enighet kommit överens om hur detta i stora drag skall gå till. Fördelningen av det initiala ägandet av börsen på femtio/femtio-basis ingår som ett led i detta. Ägarandelarna för varje enskilt företag inom resp grupp baseras på avgifterna under de senaste åren. Medlemmar och emittenter kommer att ta ett gemensamt finansiellt ansvar för den nya Stockholms fondbörs, bl a genom att tillskjuta erforderligt riskkapital.

Som ett led i rekonstruktionen av börsen är det naturligt att de båda företagsgrupperna skall ta över börsen vederlagsfritt. Förslaget om att en stiftelse skall bildas i samband med omorganisationen kan därför inte accepteras.

De rättviseargument som i utkastet till lagrådsremiss anförts mot att överföra börsens tillgångar vederlagsfritt till medlemmar och emittenter har ingen bärkraft, eftersom medlemmar och emittenter stått för uppbyggnaden av börsen. Även för det fall ett rättviseargument förelegat, måste detta vara av helt underordnad betydelse. Det är i stället av största vikt att ombildningen av fondbörsen kan ske i enkla former och att man inte belastar ombildningen med onödiga kostnader i ett läge då fondbörsen skall utsättas för konkurrens. Balansräkningen i den nya börsen och ägarnas kostnader i samband med ombildningen måste därför få den omfattningen att de medverkar till högsta möjliga kostnadseffektivitet. Den viktigaste ekonomiska förutsättningen för en ombildning är att ett tillräckligt riskkapital kan tillskjutas.

Att bilda en stiftelse av föreslagen modell förutsätter aktiverade organisationskostnader alternativt good will, vilket belastar balansräkningen och medför väsentliga avskrivningsbehov. Detta är olyckligt i ett skede när börsen skall stå på egna ben och utsättas för konkurrens.

Det kan tilläggas att det knappast har någon betydelse för en effektiv svensk kapitalmarknad med en verksamhet som den föreslagna stiftelsens. Såsom den beskrivs i utkastet till lagrådsremiss har den ett alltför oklart syfte. I stiftelseformen ligger dessutom i sig otydliga ägar- och styrfunktioner. Det kan inte vara ändamålsenligt att i en modernisering av börsverksamheten bygga in sådana otidsenliga förhållanden.

Undertecknade organisationer har således sammanfattningsvis den uppfattningen att medlemmarna och emittenterna skall överta börsen vederlagsfritt och att någon stiftelse inte skall bildas. Organisationerna är beredda att under dessa förutsättningar medverka till att omorganisationen av börsen kan ske i den ordning som i övrigt skisserats.

6 Svenska Bankföreningen

Lagrådsremissen om ny börslagstiftning m m

Svenska Bankföreningen har tagit del av Svenska Fondhandlareföreningens skrivelse den 16 december 1991 med synpunkter på utkastet till lagrådsremiss om ny börslagstiftning m. Vi delar i allt väsentligt de synpunkter som kommit fram i denna skrivelse. Därutöver vill vi, som en komplettering till de synpunkter som vi lämnade vid hearingen ang lagrådsremissen den 16 december 1991, anföra följande.

6.1 Generella synpunkter på uppdelningen mellan börs och marknadsplats

Vi ifrågasätter den uppdelning som gjorts mellan börs och auktoriserad marknadsplats i lagförslaget. Med hänsyn till att skiljelinjerna mellan de två organen inte är klart definierade i förslaget har vi svårt att förstå

bevekelsegrunderna för uppdelningen. Så långt är klart att inregistrering av fondpapper skall kunna ske endast vid en börs. Däremot anser vi att förslaget inte klart uttrycker vilka krav som ställs på aktörerna vid en auktoriserad marknadsplats i fråga om kunskapsnivå och kompetens. Att lägre krav skulle ställas på aktörerna vid en auktoriserad marknadsplats än vid en börs anser vi vara oacceptabelt. Andra oklarheter är vilka aktörer som skall kunna bli medlemmar vid en auktoriserad marknadsplats, hur genomlysningen skall ske där samt vad som skall gälla beträffande värdepappersfondernas placeringsmöjligheter. Att t ex försäkringsbolag och industriföretag skall få ingå i medlemskretsen fick vi besked om vid hearingen. Som framgår av det följande är vi kritiska till en sådan ordning. Under alla förhållanden bör lagstiftarens avsikt härvidlag klart framgå av lagförslaget.

Orsaken till oklarheten när det gäller skillnaderna mellan en börs och en marknadsplats är troligtvis att någon grundläggande analys av penningmarknadens villkor inte har gjorts i lagrådsremissen. Vi saknar en beskrivning av såväl inter bank-handeln som market maker funktionen ävensom en analys av hur förhållandena på penningmarknaden bör styra den nya lagstiftningen på området. Detta är en brist i förslaget. Förslaget innebär samtidigt att den egentliga penningmarknadshandeln föreslås förbli oreglerad, vilket enligt remissen skulle få den effekten att värdepappersfonderna för framtiden inte skulle tillåtas placera medel i den utsträckning som behövs där. Detta är en klart oacceptabel lösning.

Det skulle för övrigt inte heller vara konkurrensneutralt att tillåta handel med inregistrerade fondpapper på en auktoriserad marknadsplats, som ju själv slipper kostnaden för inregistrering av fondpapper.

Ett av motiven bakom förslaget om auktoriserad marknadsplats synes ha varit att tillgodose behovet av handel på penningmarknaden i ordnade former. Eftersom lagstiftaren trots allt försummat att ta hänsyn till de speciella krav som bör ställas på en fungerande market maker marknad fyller förslaget om auktoriserad marknadsplats inte någon vettig funktion. Det eventuella behovet av en marknadsplats för sådan handel bör i stället kunna tillgodoses genom en börs, dock med den reservationen att reglerna om genomlysning av handeln bör anpassas till de speciella förutsättningar som krävs för en market maker marknad. Dessutom bör man vid en börs för penningmarknadshandeln ha större frihet att besluta om medlemskretsen. Vår inställning är alltså att man kan undvara mellansteget auktoriserad marknadsplats. Dessutom anser vi att handeln på penningmarknaden även fortsättningsvis bör kunna bedrivas i friare former vid sidan av en börs och att den tillsyn och kontroll av handeln som redan finns även framgent skall innebära att marknaden bedöms vara en reglerad marknad enligt 18 § lagen om värdepappersfonder.

6.2 Börs (avsnitt 3.1)

På sid 16 ff i lagrådsremissen uttalas att det inte är nödvändigt att i den nya börslagstiftningen införa auktorisationsplikt. Auktorisation av börs bör enligt vad som uttalas ske på frivillig basis. Man kan av denna skriv-

ning få intrycket av att det kan finnas såväl auktoriserade som icke auktoriserade börser. Att detta inte kan ha varit avsikten framgår av 1 kap 4 § punkt 1 i själva lagen. Börs definieras där som ett "företag som har fått auktorisation enligt 2 kap att driva verksamhet som" ..... Detta innebär att börsstatusen kräver auktorisation. Ett klarläggande bör därför göras på denna punkt.

6.3 Auktoriserad marknadsplats (avsnitt 3.2)

Förslaget innebär, som redan konstaterats, att även industriföretag, försäkringsbolag och andra stora aktörer skall kunna ingå som medlemmar i en auktoriserad marknadsplats och handla utan mellanhänder. Denna ordning innebär en konkurrensfördel för företagen i förhållande till andra placerare. Dessutom innebär den en avvikelse från den internationella standarden när det gäller placerare. Även dessa förhållanden gör förslaget om auktoriserad marknadsplats oacceptabelt.

6.4 Clearingverksamhet (avsnitt 3.3)

Definitionen på clearingverksamhet har flyttats över till den nya lagen från lagen om handel med finansiella instrument. Vid inlemmandet av bestämmelsen i lagen om börs- och clearingverksamhet har definitionen av clearingverksamhet begränsats till att gälla clearing av options- och terminsavtal. I lagen om handel med finansiella instrument omfattar clearingdefinitionen handel med finansiella instrument utan någon begränsning till vissa instrument. Vi anser det vara av största vikt att clearingverksamhet i nya börs- och clearinglagen får omfatta allehanda finansiella instrument. En lagstiftning bör vara generell och möjlig att anpassa till de förändringar som med kort varsel kan inträda på marknaden. Det bör istället överlåtas åt finansinspektionen att göra en bedömning av om tillstånd till clearingverksamhet skall lämnas eller ej i det enskilda fallet.

6.5 Flaggningsregler (avsnitt 6)

Det framgår inte klart av lagrådsremissen om aktielån omfattas av flaggningsreglerna. Ett klargörande bör ske på denna punkt.

6.6 Ombildning av Stockholms Fondbörs (avsnitt 4)

Vi hänvisar i detta avsnitt till vad fondhandlareföreningen anfört i sin skrivelse.

6.7 Övrigt

6.7.1 Börs- och clearingverksamhet i ett och samma företag

I kallelsen till hearingen ställs frågan, om samma företag bör få bedriva både börs- och clearingverksamhet. Vi besvarar denna fråga jakande.

6.7.2 Självreglering

Vårt intryck av den nya lagstiftningen är att man tagit ett steg bort från principen om självreglering, som tidigare har varit vägledande för en sund utveckling av värdepappersmarknaden. Förslaget saknar enligt vår mening en avvägning mellan myndighetsreglering och självreglering. Tillsynsmyndigheten får en ökad makt. Det framgår inte klart på vilken nivå regleringskraven kommer att ligga på de olika marknadsplatserna. Föreskriftsrätten bör enligt vår mening i betydligt större utsträckning ligga på börsen och marknadsaktörerna i stället för på finansinspektionen. På denna punkt krävs en revidering av förslaget, som medger ett betydligt större utrymme för självreglering.

6.7.3 Börsstopp

Vi saknar ett uttalande i lagrådsremissen om vad som skall gälla vid en börs när en annan börs har börsstopp. Det enda rimliga är enligt vår mening att andra börser följer efter och inför börsstopp under samma förutsättningar som den börs som ursprungligen införde börsstoppet.

6.7.4 Motpartrisk

Enligt lagrådsremissen skall, förutom riksbanken, värdepappersinstitut med tillstånd att bedriva kommissionshandel och förmedlingsverksamhet eller handel för egen räkning liksom utländskt företag, som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel av liknande slag och som där står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt bolag, kunna antas som medlem vid en börs. Detta innebär att en börs kommer att ha medlemmar med olika krav på finansiell styrka beroende på de nationella regler som gäller för börsföretaget.

I det handelssystem som förekommer vid Stockholm fondbörs, SAX-systemet, är motparten i en börsaffär okänd till dess avslut har skett. Man tar således vid avslutstillfället en risk på sin motpart, motpartsrisk, som inte är övervägd, till dess affären är klar för leverans i VPC. Det förtjänar att påpekas att man inte kan betrakta motpartsriskerna affär för affär utan snarare som en pågående och kontinuerlig risk, eftersom det ligger i sakens natur att nya affärer ständigt görs vid en börs.

Eftersom man kan räkna med att SAX-systemet kommer att användas även i framtiden vid börsen med den motpartsrisk som systemet medför är det av största vikt att börslagstiftningen ställer upp ett krav på viss finansiell styrka på ett företag som där söker medlemskap. Detsamma bör givetvis gälla för ett företag som blir medlem vid en auktoriserad marknadsplats. Om ett sådant krav inte uppställs för medlemskap vid börs eller auktoriserad marknadsplats finns en uppenbar risk för att en dominoeffekt kan uppstå på marknaden då ett företag inte klarar av en affär. Detta kan ge allvarliga störningar på marknaden. Konsekvensen av att en affär inte genomförs, är vidare att säljande part får stå för eventuell kurs-förlust beträffande berörd post.

Förutom kravet på viss finansiell styrka är det av största vikt att den svenska marknadens krav på likvid och leveranser tillgodoses. Utländska företag som ansluter sig till en svensk börs måste alltså följa även de likvid- och leveransregler som gäller i Sverige. Vi ansluter oss till fondhandlareföreningens uppfattning att nu nämnda krav på en utländsk börsmedlem bör komma till klart uttryck i lagrådsremissen.

6.7.5 Lagstiftningstekniken

Den lagstiftningsteknik som har använts i lagrådsremissen innebär att i vart fall bestämmelserna om auktoriserad marknadsplats och clearingorganisation, dvs. 7 resp. 8 kap i lagen om börs- och clearingverksamhet, har blivit svåröverskådliga. Kapitlen innehåller ett stort antal hänvisningar till bestämmelser om framför allt börs. I lagtexten bör i enlighet med anvisningar från Statsrådsberedningen om utformning av lagtext en kort beskrivning ges av innehållet i de bestämmelser till vilka hänvisning sker.

I lagförslagets 1 kap 1 § bör en hänvisning göras till 1 kap 1 § lagen om handel med finansiella instrument för att i börs- och clearinglagen klargöra innebörden av orden "finansiella instrument". Att uttrycket skall ha samma betydelse där som i lagen om handel med finansiella instrument framgår ju av förarbetena.

I lagförslagets 1 kap 4 § punkt 3 saknas orden "med finansiella instrument" efter ordet "handel".

6.7.6 Sekretessen

Den kan ifrågasättas om inte sekretessbestämmelsen i 2 kap 8 § börs- och clearinglagen bör ha en med sekretessbestämmelsen i 1 kap 8 § lagen om värdepappersrörelse överensstämmande lydelse.

6.7.7 Lagen om ändring i lagen om värdepappersfonder

Lagen om ändring i lagen om värdepappersfonder innehåller ett förslag om att fondbolaget inte får sälja fondpapper som fonden inte förfogar över. Enligt muntlig uppgift vid hearingen skall denna lagändring utgå ur lagrådsremissen. Det är emellertid oklart vad som gäller beträffande möjligheten för ett fondbolag, som förvaltar en värdepappersfond, att låna ut värdepapper till viss procentandel av fondens värde. Ett klargörande bör göras på denna punkt.

7 Sveriges Aktiesparares Riksförbund

Det är bra att börsmonopolet föreslås bli avskaffat. De juridiska formerna för att bedriva börs i form av aktiebolag eller ekonomisk förening förefaller också vara bra. Det är bra att man inte reglerar ägandet av börserna och att man inte heller t ex via Finansinspektionen reglerar avgiftsättningen på respektive börs. Vidare är det bra att nuvarande OTC-lista och O-lista tillåts noteras även fortsättningsvis på Stockholms Fondbörs, dvs att man tillåter att även icke inregistrerade aktier får noteras på Stockholms Fondbörs.

Det som är mindre bra i förslaget är att allt vackert tal om effektivitet på börsen, behovet av hög likviditet, fritt tillträde till marknaden, neutralitet och genomlysning inte får något praktiskt genomslag i lagstiftningen. Det är en mycket allvarlig brist. Jag anser att lagstiftaren bör ställa betydligt högre krav på börsens funktionssätt. Likaså talas det mycket om behovet av ett fullgott investerarskydd i utkastet. Med det får inte heller något praktiskt genomslag i lagstiftningen. Förslaget om riskfond och disciplinnämnder är helt slopat och inte heller ställs det några krav på ej börsregistrerade aktier som noteras på börs eller på auktoriserad marknadsplats. I synnerhet det sistnämnda är en allvarlig brist i förslaget.

7.1 I förslagets 2:a kapitel § 1

anges ett antal sundhetskrav som skall ställas på en auktoriserad börs. I denna paragraf skulle jag vilja att lagstiftaren på ett betydligt tydligare sätt uttryckte ett krav på att en auktoriserad börs måste säkerställa att allmänheten kan handla med aktier på rimliga villkor och att allmänheten inte diskrimineras visavi större institutioner eller andra större aktörer.

Likaså är det oerhört viktigt att man säkerställer att allmänheten tillförsäkras samma information som övriga aktörer på marknaden. Som det nu är formulerat i förslaget verkar det snarare som att allmänheten i nåder skall ges tillgång till viss information. Med detta vill jag betona att det är oerhört viktigt för att allmänhetens förtroende för marknaden skall kunna upprätthållas och att allmänheten verkligen får samma villkor som övriga aktörer.

I det här sammanhanget tycker jag det också är angeläget att peka på en annan problematik, nämligen vilken annan affärsverksamhet som en auktoriserad börs får ägna sig åt. I det här fallet tänker jag på börsens försäljning av information till marknadens aktörer. Min erfarenhet säger mig att det föreligger en ganska ordentlig intressekonflikt mellan å ena sidan börsens önskan att göra affärer på sin informationsgivning och å andra sidan det krav som allmänheten har på att information skall lämnas från börsen. Jag menar att lagstiftaren måste slå fast att den här intressekonflikten måste alltid lösas på så sätt att allmänhetens intressen av information går före en auktoriserad börs' intressen att göra business på sin informationsförsäljning.

7.2 Kommentar avseende 4:e kapitlet, BÖRSENS VERKSAMHET

§ 1 notering av finansiella instrument

Som § 1 har formulerats, är jag rädd att lagstiftaren har definierat börsens verksamhet alltför snävt. Det finns redan idag i USA finansiella instrument som med fördel kan noteras på även en svensk börs men som skulle falla utanför definitionen i § 1. Jag menar alltså att man måste hitta ett vidare begrepp än optioner och terminer. Dessutom tror jag man bör tänka igenom gränsdragningen, t ex mot råvaruoptioner och råvaruterminer.

7.3 I § 2 4:e kapitlet

ges regler avseende handel i ej inregistrerade aktier. De krav som ställs upp i denna paragraf är enligt mitt förmenande alldeles otillräckliga. Vår erfarenhet är att de flesta klagomål och problem uppstår just på O-listan och OTC-listan. Det är enligt mitt förmenande helt nödvändigt att man sätter ribban högre än vad lagstiftaren har gjort i detta förslag. Man bör t ex överväga att även för de ej inregistrerade aktierna som noteras på auktoriserad börs kräva att de skall följa NBKs rekommendationer, t ex NBKs take over-regler. Dessa bolag bör dessutom inordnas under LEO-lagstiftningen och insider-lagstiftningen. VPC-registrering av aktierna är en självklarhet och likaså vill jag i det här sammanhanget peka på att idag är börsledningen ensam ansvarig för övervakningen av handeln i ej inregistrerade papper på Stockholms Fondbörs. Självklart måste man i framtiden ändra detta så att börsstyrelsen får det övergripande ansvaret även för denna handel.

7.4 § 4:e kapitlet BÖRSENS VERKSAMHET

Beträffande kursnotering m m stadgas i § 4 att information om kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras. Min bestämda åsikt är att denna mening bör ändras enligt följande: "Information om kurser och omsättningsuppgifter skall omedelbart offentliggöras". Eventuellt med tillägget att om särskilda omständigheter är för handen kan avsteg från denna princip göras, men huvudprincipen måste ändå vara att informationen offentliggörs omedelbart.

7.5 Kommentar till 5:e kapitlet SÄRSKILDA BESTÄMMELSER FÖR INREGISTRERADE FONDPAPPER

§ 6 avseende halvårsrapport

Bestämmelsen att om särskilda skäl föreligger få börsen medge anstånd med offentliggörandet, bör utgå. Det kan aldrig ankomma på en börs att medge anstånd med offentliggörandet av en delårsrapport. En delårsrapport måste alltid offentliggöras. Vidare sägs i § 6 "vid offentliggörandet skall halvårsrapporten ges in till börsen". Den formuleringen är direkt olämplig eftersom den kan innebära att den auktoriserade börsen övertar ansvaret för vidaredistributionen av bolagens halvårsrapporter. I stället bör det stå att "halvårsrapport skall offentliggöras och samtidigt delges börsen".

Den nya regeln om halvårsrapporter riskerar att leda till att vi får en försämring av bolagens informationsgivning till marknaden. Som förslaget nu ligger är risken överhängande för att bolag som idag publicerar tertialrapporter övergår till att bara publicera halvårsrapporter. Därför anser jag att § 6 också bör innehålla en regel som säger att i de fall ett bolag publicerar mer än en delårsrapport, dvs halvårsrapport, bör inte bolaget vara bundet att publicera en rapport avseende sex månader. Detta innebär t ex att det skulle vara tillåtet liksom tidigare att publicera två tertialrapporter plus en bokslutskommuniké. Detta är ett förfarande som är vida överlägset en halvårsrapport plus en bokslutskommuniké.

7.6 Kommentar till 6 kapitlet AVBRYTANDE AV BÖRSHANDEL § 1

I § 1 6 kap fattas det en bestämmelse som stadgar att en auktoriserad börs är skyldig att börsstoppa aktie som är börsstoppad på sin "hemmamarknad". Det bör inte heller vara möjligt att handla en aktie t ex i London som är börsstoppad i Stockholm.

7.7 Kommentar till 7 kapitlet AUKTORISERAD MARKNADSPLATS

Jag anser att större institutioner inte bör få driva en egen blockhandel i aktier på en "egen" marknad. Likviditet, neutralitet och genomlysning går förlorad på en sådan marknad.

På en auktoriserad marknadsplats där aktier handlas bör också krav ställas på omedelbar publicering av kursuppgifter och omsättning.

Frågan om aktier som inregistrerats på auktoriserad börs skall kunna handlas på en auktoriserad marknadsplats är inte så lätt att besvara. Jag tenderar dock att säga nej. Risken är annars stor att den auktoriserade börsen blir kostnadsmässigt utkonkurrerad av den auktoriserade marknadsplatsen, dvs man få konkurrens på icke neutrala villkor.

Bolag med aktier som noteras på en auktoriserad marknadsplats bör också underställas vissa minimikrav. I minimikraven bör ingå:

* VPC-registrering
* Insiderlagstiftning som för inregistrerade bolag
* LEO-lagstiftning som för inregistrerade bolag
* NBK-rekommendationer följs.

Även för en auktoriserad marknadsplats bör gälla som krav för auktorisationen att allmänheten garanteras tillgång till information på lika villkor samt att allmänheten till rimliga villkor ges möjlighet att handla på en sådan marknad.

7.8 Kommentar till 10 kap 9 § AVGIFTER TILL FINANSINSPEKTIONEN

Dessa avgifter bör definitivt finansieras över statsbudget. Nuvarande ordning ger utrymme för en massa godtycke och skapar missämja mellan Finansinspektionen och aktörer på marknaden.

7.9 Kommentar till slopande av riskfond och disciplinnämnd

Förslaget innebär att VMKs förslag att inrätta en riskfond och disciplinnämnd slopas. Sett från allmänhetens skyddsintressen är detta inte bra. Ett minimikrav som bör övervägas är att varje börs/marknadsplats där allmänheten handlar får någon form av klagomålsinstans där de kan få sina ärenden prövade och rättade.

8 Sveriges Försäkringsförbund

8.1 Allmänna utgångspunkter för lagstiftningen

Försäkringsförbundet ställer sig bakom de i remissen angivna grunderna vilka bör bilda utgångspunkt för ny lagstiftning på området. Här bör understrykas att det är av avgörande betydelse att få till stånd en reglering som medför att marknaden blir effektiv. En av förutsättningarna härför är att det tillhandahålls fullständig och korrekt information. Det är därför nödvändigt att, såsom också sägs i remissen, handeln präglas av god genomlysning. Enligt Försäkringsförbundets uppfattning är det rimligt att i dessa avseenden ställa mycket höga krav. Att handeln präglas av god genomlysning är lika viktigt för stora placerare som för små placerare.

8.2 Börs- och clearingverksamhet

Försäkringsförbundet kan inte se något hinder mot att börs- och clearingverksamhet skall få bedrivas av ett och samma företag.

8.3 Auktoriserad marknadsplats

Det föreslås att, vid sidan av börser, möjlighet skall finnas att etablera auktoriserade marknadsplatser. Enligt förslaget får en auktoriserad marknadsplats anta som medlemmar dem som marknadsplatsen själv bedömer lämpliga. Enligt Försäkringsförbundets uppfattning saknas skäl att motsätta sig att lagstiftaren skapar möjlighet till etablering av auktoriserade marknadsplatser på sätt som föreslås. Som förutsättning bör gälla att de grundläggande kraven för handel med finansiella instrument iakttas också vad avser en auktoriserad marknadsplats.

8.4 Självreglering

Den självreglering på området som utövas för närvarande måste betraktas som mycket värdefull. Den har stor betydelse för marknaden och det finns inget som talar för att den bör inskränkas och ersättas med myndighetsreglering. Självregleringen bör därför bibehållas i vart fall i sin nuvarande omfattning.

9 OM Stockholm Aktiebolag

9.1 Distribution av finansiella tjänster

Det senaste årens utveckling inom telekommunikationsområdet samt inom informationsspridning och informationsöverföring kommer inom de närmaste åren även revolutionera marknaden för distribution och tillhandahållandet av finansiella produkter och tjänster. Börser och andra handelssystem kommer att erhålla tekniska möjligheter att tillhandahålla andras produkter inom sitt eget geografiska område för att tillgodose behov hos sin primära intressentkrets - medlemmarna - och deras kunder. I vissa fall kan en börs komma att notera andra börsers produkter, i

andra fall kan tillhandahållandet begränsas till tekniska tjänster i vidarekopplingen till medlemmarna.

Detta påverkar ej de grundläggande krav som ställs på börs- och clearingverksamhet enligt lagförslaget men utvecklingstendenserna finns och kommer sannolikt att accelerera på likartat sätt som skett i övrig distribution. Lagstiftning och auktorisationskrav bör därför utformas så att sådana distributionssamarbeten underlättas och ej förhindras eller försvåras.

9.2 Angivande av ytterligare minimikrav för börsauktorisation respektive clearingauktorisation

Lagtexten i förslaget anger följande minimikrav för auktorisation som börs:

A Fritt tillträde

B Neutralitet

C God genomlysning

OM instämmer i att dessa principer utgör minimikrav på en väl fungerande börs och att dessa principer därför bör anges i lagtexten som auktorisationskrav. Härutöver bör emellertid övervägas huruvida de i lagtexten angivna auktorisationskraven bör utökas. Viss vägledning kan härvidlag hämtas från brittiska Financial Services Act, 1986. Följande tillkommande krav bör enligt OMs förmenande utgöra förutsättning för börsauktorisation.

D Att börsen ansvarar för att samtliga transaktioner vilka har utförts på börsen registreras på ett tillförlitligt sätt utan fördröjning.

E Att börsen ansvarar för att samtliga transaktioner vilka har utförts på börsen avvecklas på ett ordnat sätt. Detta kan ske i börsens egen regi eller genom avtal med annan organisation.

F Att börsen har rutiner för att övervaka efterlevnaden av det egna regelverket.

G Att börsen har fungerande och tillförlitliga rutiner för hantering av klagomål från kunder och allmänhet.

Vissa av ovanstående krav omnämns i lagrådsremissen under den allmänna motiveringen i kap 2 och 3. OM anser att även ovannämnda auktorisationskrav är av sådan vikt att de bör framgå av lagtexten och ytterligare utvecklas i lagmotiveringen.

De under punkterna E, F och G ovan föreslagna auktorisationskraven bör även uppställas som förutsättning för tillstånd att bedriva clearingverksamhet.

9.3 Undantag från principen om fritt tillträde

Som angivits under punkt 9.2 ovan instämmer OM i att principen om fritt tillträde bör gälla som krav för auktorisation.

Detta innebär emellertid inte att vissa minimiavgifter av börsens medlemmar inte kan krävas. Skälet härtill är främst att en medlemsanslutning är förenad med vissa fasta kostnader för börsen vilket motiverar krav på viss minimiavgift eller på viss minimiomsättning. Nämnda

avgifts- eller omsättningskrav skall gälla lika för alla medlemskategorier inom samma geografiska område. Ökade kostnader t ex p g a uppkoppling av utländska medlemmar måste dock kunna påverka minimiavgiftens storlek.

Vidare skall en börs inom ramen för principen om fritt tillträde kunna uppställa krav på t ex teknisk utrustning och/eller vissa administrativa rutiner såsom förutsättning för medlemskap.

9.4 Begreppen optioner och terminer bör ersättas av begreppet finansiella instrument

I syfte att undvika att nyskapade finansiella produkter faller utanför lagens tillämpningsområde redan från början bör begreppen optioner och terminer ersättas med begreppet finansiella instrument, såsom detta begrepp definieras i lagen om handel med finansiella instrument. Detta gäller såväl reglerna om börs- som clearingverksamhet.

Vad gäller börsverksamhet anges på sid 31 (jmf lagtexten 4 kap 1 §) att av en börs som organiserar handel med derivatinstrument bör krävas att handel skall avse enbart optioner eller terminer med standardiserade villkor, som bestämts av börsen i fråga. Ett standardiseringskrav uppställs sålunda för derivatinstrumenten optioner och terminer men inte för övriga derivatinstrument. Detta är en brist. På OMs marknadsplats handlas idag, förutom optioner och terminer, även aktielån och inom en snar framtid kan andra derivatinstrument som exempelvis swappar komma att handlas. Samma standardiseringskrav för samtliga derivatinstrument bör alltså gälla.

Enligt förslaget (sid 31) skall nuvarande bestämmelser i 2 kap 1 § lagen om handel med finansiella instrument flyttas över till den nya lagen om börs- och clearingverksamhet (jmf 4 kap 2 § sista stycket). I nämnda lagrum finns en regel som syftar till att motverka möjligheterna till otillbörlig kurssättning på optioner och terminer. Enligt bestämmelsen krävs för att optioner och terminer skall få handlas på en reglerad marknad att det förekommer en betydande handel med tillförlitlig kurssättning i den eller de tillgångar som optionen eller terminen grundas på. I konsekvens med vad som anförts ovan bör detta krav gälla för samtliga derivatinstrument, alltså inte bara för optioner och terminer. Det kan vara lämpligt att göra denna ändring nu när bestämmelsen utmönstras ur lagen om handel med finansiella instrument för att istället flyttas över till den nya börs- och clearinglagen.

Vad härefter gäller clearingverksamheten skapas genom förslaget en särskild reglering för företag som bedriver clearingverksamhet med optioner och terminer. I den allmänna motiveringen (sid 53-54) samt i specialmotiveringen (sid 94-95) hänvisas till den nyligen tillsatta clearingutredningen och att ett heltäckande regelsystem för clearing får vänta till dess att utredningen lagt ett förslag.

Enligt OMs mening är det av stor vikt att regelsystemet om clearingverksamhet inte begränsas till endast optioner och terminer utan avser samtliga finansiella instrument där behov av clearing kan förekomma. I

dagsläget omfattar t ex inte reglerna om ställande av säkerhet den av OM tillhandahållna aktielåneprodukten. Reglerna kommer inte heller att omfatta swap-kontrakt. Av samma skäl som krav på säkerhet ställs upp för optioner och terminer bör sålunda även för andra derivatinstrument säkerhet ställas.

På motsvarande sätt som beträffande börsverksamheten avses vissa centrala bestämmelser om clearing i lagen om handel med finansiella instrument att flyttas över till den föreslagna börs- och clearinglagen.

Det är enligt OMs mening ett väl valt tillfälle att även på detta område nu göra erforderliga ändringar. Det framstår som närmast olämpligt att avvakta clearingutredningens resultat med ett förmodat förslag om utvidgning av regelsystemet i enlighet med OMs riktlinjer. Det skulle då dröja kanske ända upp till 2 år innan ändringen kunde göras.

I själva lagtexten (1 kap 4 § p 4) talas visserligen under definitionen av clearingverksamhet om "annat liknande avtalsförhållande" men lagmotiveringen ger inte stöd för uppfattningen att andra finansiella instrument än optioner och terminer skulle kunna inrymmas häri.

9.5 Börs och clearing i samma bolag m m

OM kan inte se några skäl till varför börs- och clearingverksamhet inte skulle kunna bedrivas i samma juridiska person. Internationellt finns exempel på båda modellerna. OM har under sin verksamhetstid bedrivit clearingverksamheten i samma juridiska person som börsverksamheten utan att några nackdelar framkommit härav eller någon kritik riktats häremot.

OM redogjorde utförligt för sin ståndpunkt i denna fråga i sitt remissvar till Optionsutredningens betänkande SOU 1988:13.

I detta sammanhang tar OM tillfället i akt att nämna den närmast självklara principen att en börs respektive ett clearinghus måste, vid sidan av den ordinarie verksamheten, få bedriva sådan verksamhet som ej negativt påverkar börs- och clearingverksamheten.

9.6 Börsregistrering av obligationslån

OM ansluter sig till Svenska Bankföreningens förslag i skrivelse till finansdepartementet daterad 1990-12-21 om en övergångsregel med avseende på börsregistreringskravet för redan emitterade obligationslån.

9.7 Informationsutbyte mellan Finansinspektionen och börs respektive clearinghus

Enligt nuvarande regler i sekretesslagen är Finansinspektionen förhindrad att lämna ut upplysningar till börs respektive clearinghus om förhållanden som rör börsens respektive clearinghusets medlemmar. Enligt OMs mening bör erforderliga ändringar göras i sekretesslagen och eventuell annan lagstiftning så att sådan information kan lämnas ut som rör medlemmarnas förmåga att kunna fullgöra sina skyldigheter gentemot börsen respektive clearinghuset. Det är särskilt viktigt att ett clearinghus, som

inträder som motpart och kontraktsgarant, får kännedom om en medlem har svåra ekonomiska problem till undvikande av s.k. dominoeffekter i marknaden.

9.8 Förändringar i den löpande texten

Sid 4. Beskrivningen av vad som i Sverige brukar benämnas clearingverksamhet bör även innehålla clearingorganisationens garantiansvar, hantering av betalnings- och leveransrutiner och beräkning och administration av säkerheter. Meningen bör därför ha följande lydelse, "Inträde som motpart gentemot köpare respektive säljare, hantering av betalnings- och leveransrutiner samt uträkning av eventuella säkerhetskrav brukar i Sverige benämnas clearing.

Sid 46. Regeln om att efteranmälda affärer i regel ej får avvika från aktuell köp respektive säljkurs gäller även då OMs marknadsplats ej är öppen. Meningen "Regeln gäller under tid då marknadsplatsen är öppen men ej därefter." bör därför utgå.

Sid 4, Bilaga 7. Under punkt 1.1.3 bör "New York" ändras till "Chicago" samt OM Stockholms firma ändras till "OM Stockholm AB".

Sid 9, Bilaga 7. Under punkt 1.1.2 bör noteras att Oslo Fondbörs sedan den 30/8 1991 ej längre noterar valutor.

Sid 10, Bilaga 7. Under beskrivningen av värdepappersmarknaderna i Storbritannien bör noteras att det i London finns fler än två auktoriserade marknadsplatser för finansiella derivat. En av dessa marknadsplatser är svenskägda OM London Ltd.

Sid 11, Bilaga 7. Under beskrivningen av värdepappersmarknaderna i USA bör andra meningen förtydligas så att det klart framgår att handel i aktier förekommer vid ytterligare åtta börser.

10 Sveriges Advokatsamfund

Samfundet har tidigare pekat på att innebörden av uttrycket "annan medverkan" i lag om värdepappersrörelse (1 kap 3 § 5) är oklar och att sådan rådgivning som advokat lämnar till klient i fråga rörande en emission eller ett offentligt erbjudande om aktieförvärv eventuellt omfattas av tillståndsplikten.

Genom uttalanden i utkastet till lagrådsremiss undanröjs i viss utsträckning denna oklarhet och osäkerhet om lagens innebörd (se sid. 89-90). Emellertid kvarstår viss tveksamhet om innebörden genom uttalanden på annan plats i utkastet (se sid. 129).

För att undanröja varje tvekan om lagens innebörd bör enligt samfundets mening i lagen om värdepappersrörelse göras ett uttryckligt undantag för medverkan av advokat och revisor i berört hänseende.

11 Stockholm Börs & Företagsinformation AB

Vi vill dels framföra vår åsikt att det är angeläget att den planerade etableringsfriheten kommer till stånd så att det skapas reella förutsättningar för konkurrens på börsområdet. Dels lämnar vi synpunkter på

förslaget om auktoriserade marknadsplatser.

Genom att kort relatera en verksamhet vi själva bedrivit på börsområdet vill vi argumentera för konkurrens med möjligheter även för mindre företag att spela en roll.

Under en femårsperiod fram till sommaren 1988 var Stockholm Börsinformation ansvarig för den dåvarande s k inofficiella aktielistan, som 1988 övertogs av Stockholms fondbörs (nuvarande O-listan).

Verksamheten - och listan - började med Fagersta, som 1983 avfördes från börsen. Genom överenskommelse med viktigare medier kunde vi garantera företaget fortsatt dagliga kursnoteringar i pressen. Aktierna handlades i fria förhandlingar mellan mäklarfirmorna, på ungefär samma sätt som det inledningsvis handlades i OTC-aktier. Uppgifter om köp- sälj- och betalkurser samlades dagligen in hos oss och spreds på olika sätt vidare till media och databaser. För den aktieplacerande allmänheten kom därför - på gott och ont - fondbörsens utestängning av bolaget att framstå som mindre betydelsefull.

Fagersta följdes i rask takt av andra bolag som ville få sina aktier marknadsnoterade utan börsregistering. 1988 var 37 företag noterade på listan med ett eller flera aktieslag.

Parallellt med att listan utökades byggde vi upp rutiner och service, såsom Förutsättningar som måste uppfyllas för notering, Omständigheter som föranledde borttagande från listan, Rutiner för noteringsstopp, Krav på information, Rutiner för informationsgivning och Praktisk hjälp att distribuera bolagsinformation.

Alla beslut om uppförande av aktier på listan, avförande, noteringsstopp etc fattades av Stockholm Börsinformation som byggde upp egen kompetens för ändamålet. Samtidigt engagerades bankinspektionens tidigare generaldirektör Sten Walberg som konsult i bolaget och rutiner skapades för löpande, informellt samråd med fondbörsledningen.

Informationskraven var desamma som ställdes på börsbolag. Till följd av att det inte fanns kontrakt mellan listade bolag och Stockholm Börsinformation kunde bolag som inte följde uppställda regler snabbt avföras.

Småningom ansågs det dock allmänt att ett sådant kontrakt borde finnas och en handling liknande inregisteringskontraktet utarbetades. Kontrakten kom emellertid aldrig att skrivas under då Stockholms fondbörs dessförinnan övertog listan.

Som framgår av ovanstående beskrivning bedrevs en verksamhet som i väsentliga delar hade karaktär av börsverksamhet.

Verksamheten finansierades genom avgifter från listade bolag, dels i form av en introduktionsavgift, dels genom årsavgifter.

En grund för verksamheten kan sägas ha varit pressens beredvillighet - och behov av - att tillhandahålla sina läsare kursinformation m m om bolag vars aktier var allmänt spridda. Samtidigt var det naturligtvis så, att en bred spridning av många företags aktier kom till stånd först genom och efter listning på inofficiella listan.

"Poängen" är emellertid främst den, att många av de företag som 1988 fanns på listan inte hade kunnat marknadsnoteras på annat sätt. Ett skäl

var att flera av dem inte hade den record som krävdes för notering på börs- eller OTC-listan. Att våra avgifter var lägre än fondbörsens torde ha spelat en mindre roll. Avgörande för många av de då aktuella företagens beslut att lista sina aktier på inofficiella listan torde ha varit att vi - som ett småföretag med ekonomiska incitament att utöka listan -aktivt tog kontakt med företag och sökte övertyga dem om att låta marknadsnotera sina aktier samt att vi ställde i utsikt - och senare gav företagen - aktivt stöd i främst informationsfrågor under den tid de hade värdepapper listade.

En del av de företag som marknadsnoterades på detta sätt visade sig senare inte hålla måttet, men detta var ju inte speciellt för bolagen på O-listan.

Erfarenheten är nog i stället den att ett antal välskötta företag fick möjlighet att ta riskkapitalmarknaden i anspråk till följd av aktiviteter hos ett småföretag som egentligen inte tänktes agera på denna marknad och vars aktiviteter då föreföll vara en nagel i ögat på de institutioner som hade i uppgift att möjliggöra företagens riskkapitalförsörjning.

Utifrån våra erfarenheter ser vi det som angeläget för näringslivet att det kommer till stånd reella alternativ till Stockholms fondbörs.

11.1 Auktoriserad marknadsplats

Som nyss framhållits ser vi ett behov av konkurrens till Stockholms fondbörs. Vi tror också att det kan finnas utrymme för sådan konkurrens. Utifrån våra erfarenheter som småföretagare på området är förslaget om auktoriserad marknadsplats särskilt intressant då det skulle kunna ge handlingsutrymme för mindre företag som inte kan eller vill bedriva "börsverksamhet av internationell standard".

I lagrådsremissen finner vi ingen klart beskriven bakgrund till eller konkret angiven målsättning med förslaget till auktoriserad marknadsplats. Av de allmänna utgångspunkterna för lagstiftningen framgår dock att man önskar bättre förutsättningar för konkurrens på börsområdet, att man gärna ser en mer dynamisk utveckling inom börsområdet och att man kan tänka sig marknadsplatser av varierande storlek, inriktning och kvaliteter.

Vill man uppnå dessa effekter förutsätter det sannolikt aktivt stöd, t ex genom auktorisation, till börsverksamheter av lägre dignitet än auktoriserad börs.

Ett sådant stöd åt presumtiv småföretagsverksamhet på börsområdet ligger naturligtvis väl i linje med den ekonomiska politikens inriktning mot stöd åt småföretagande på nästan alla områden. De satsningar som görs på och de förhoppningar som knyts till småföretagsamheten är nu så stora att endast förekomsten av speciella och väl dokumenterade stordriftsfördelar skulle motivera att man avstod från att skapa motsvarande betingelser för småföretagande på börsområdet.

Ett problem kan vara att småföretagande - till den del det är grundat på innovationer och entreprenörskap - ju ofta inriktas på att överskrida befintliga gränser och att det därför kan vara svårt att förutse och på ett bra sätt begränsa sådan verksamhet.

T ex förefaller begreppet auktoriserad marknadsplats innebära en omotiverad begränsning till just marknadsplatser av sådana verksamheter som kan auktoriseras, även om detta inte är utsagt och kanske heller inte tanken. Det går ju mycket väl att tänka sig att ett företag bedriver börsliknande verksamhet ungefär av det slag som vi beskrivit tidigare samt "driver marknadsplats" genom att hyra in sig i ett handelssystem, inom eller utom landet.

Vi menar därför att den i remissukastet föreslagna, betydelsefulla möjlighet som beskrivs under rubriken auktoriserad marknadsplats, till sin form bör regleras så lite som möjligt.

Avslutningsvis vill vi lämna synpunkter på förslagen om kvalitetsprövning och krav som bör ställas på företag med fondpapper noterade vid auktoriserad marknadsplats.

Kraven på record, kapital och spridning bör kunna ställas mycket lågt. Marknadsplatsen bör ges stor frihet att notera aktier, eljest begränsas underlaget för de tilltänkta verksamheterna som riskerar att få för liten omfattning för att kunna drivas.

En liberal inställning vid notering bör balanseras av att det ställs i princip gängse krav på löpande information från bolag vars aktier är föremål för notering, så långt informationen inte skadar bolagets verksamhet. Informationsplikten borde således omfatta även någon form av enklare introduktionsprospekt, ett slags delårsrapport, flaggning och helst även information om insiderhandel. Flera skäl kan anföras härför.

Den jämfört med placeringar i inregistrerade aktier väsentligt större risken motiverar största möjliga öppenhet gentemot marknaden. Det är svårt att tänka sig placeringar i någon större omfattning av andra än närstående med särskild information utan en sådan öppenhet. Av samma skäl måste rimligtvis frekvensen i informationsgivningen vara hög, inte minst då resultat och utsikter för mindre företag kan pendla mer och snabbare än för större företag.

En bra och frekvent informationsgivning stimulerar aktiehandeln och intresset för den aktuella listan. Härigenom ökar olika intressenters möjligheter till erforderlig ekonomisk ersättning för sina engagemang.

Regler och praxis som vuxit fram på informationsområdet uppfattas till stora delar som ett slags hederskodex som man knappast kan avstå från att följa utan risk att betraktas som mindre seriös. Risken måste bedömas som stor att de marknadsbolag som kan tillkomma inom ramen för auktoriserade marknadsplatser bedöms som jämförelsevis mindre seriösa även om de iakttar gällande regler för övriga marknadsbolag och följer aktuell praxis.

Är avsikten med auktoriserade marknadsplatser att stimulera mindre och medelstora företag att gå ut på riskkapitalmarknaden får sannolikt samspelet med massmedia avgörande betydelse för framgången. Utan en systematisk rapportering om företagen och aktierna i för respektive bolag aktuella tidningar och etermedier blir det svårt att skapa tillräckligt stort intresse för dessa placeringsalternativ. Sådan rapportering torde förutsätta särskilt god information till media från bolagen, som har att konkurrera om spaltutrymme med större och mer publika företag.

Det kan antas bli svårt för en auktoriserad marknadsplats att på egen hand genomdriva väsentligt mer långtgående informationskrav än de som författningsregleras. De tilltänkta marknadsplatserna vore därför betjänta av en något mer omfattande författningsreglering på just informationsområdet än vad som framgår av remissutkastet, alternativt någon form av allmän skrivning om betydelsen av öppen och frekvent bolagsrapportering.

1 Förslag till
Lag om börs- och clearingverksamhet

Härigenom föreskrivs följande.

Inledande bestämmelser

1 kap. Tillämpningsområde m.m.

1 § Företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument kan få auktorisation som börs eller marknadsplats enligt denna lag.

Clearingverksamhet får drivas endast av företag som har fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag.

Frågor om auktorisation och tillstånd prövas av finansinspektionen.

2 § Auktorisation och tillstånd kan meddelas svenska aktiebolag, svenska ekonomiska föreningar och utländska företag.

3 § Om börs finns särskilda bestämmelser i 2-6 kap., om auktoriserad marknadsplats i 7 kap. och om clearingorganisation i 8 och 9 kap.

4 § I denna lag betyder

1. *börs*: företag som har fått auktorisation enligt 2 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar,
2. *börsmedlem*: den som av en börs har fått tillåtelse att delta i handeln vid börsen,
3. *auktoriserad marknadsplats*: företag som har fått auktorisation enligt 7 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument,
4. *clearingverksamhet*: verksamhet som består i att yrkesmässigt i options- eller terminsavtal träda in som part eller på annat sätt garantera att avtalet fullgörs,
5. *clearingorganisation*: företag som har fått tillstånd enligt 8 kap. att driva clearingverksamhet,
6. *clearingmedlem*: den som av en clearingorganisation har fått tillåtelse att delta i clearingen hos organisationen,
7. *option*: en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,
8. *termin*: ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,
9. *finansiellt instrument* och *fondpapper*: vad som anges i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

2 kap. Förutsättningar för auktorisation m.m.

Sundhetskrav

1 § En börs skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Börsen skall därvid tillämpa principerna om

fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av börsen får bli börsmedlem,

neutralitet, som innebär att av börsen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla börsmedlemmar, och

god genomlysning, som innebär att börsmedlemmarna får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Svenska företag

2 § Auktorisation som börs får meddelas ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning,
2. den planerade verksamheten kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §, och
3. företaget uppfyller de villkor som i övrigt anges i denna lag.

3 § Ansökan om auktorisation får göras innan bolaget eller föreningen har registrerats. Om en sådan ansökan har gjorts av ett aktiebolag inom sex månader från stiftelseurkundens undertecknande, räknas den i 2 kap. 9 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) föreskrivna tiden från auktorisationsbeslutet. Om en sådan ansökan i stället har gjorts av en ekonomisk förening inom sex månader från det att beslut om att bilda föreningen fattats, räknas den i 2 kap. 3 § första stycket lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar föreskrivna tiden från auktorisationsbeslutet.

Till ansökan skall fogas en plan för den tilltänkta verksamheten.

4 § En börs bolagsordning eller stadgar skall godkännas av finansinspektionen i samband med att auktorisation beviljas.

Ett beslut om ändring av bolagsordningen eller stadgarna får inte registreras innan det har godkänts av inspektionen.

5 § En börs som är aktiebolag skall ha ett aktiekapital som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräckligt stort. Vid bedömningen av om aktiekapitalet är tillräckligt skall hänsyn tas även till andra finansiella resurser som börsen har eller kan utnyttja. För börs som är ekonomisk förening gäller vad som sägs om aktiekapital i stället summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om storleken av aktiekapitalet och summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser.

6 § En börs skall ha en styrelse med minst fem ledamöter och en verkställande direktör.

Utländska företag

7 § Auktorisation för ett utländskt företag att driva verksamhet som börs här i landet från avdelningskontor med självständig förvaltning (filial) får meddelas endast om

1. företaget i sitt hemland driver sådan verksamhet och där står under tillsyn av en myndighet eller annat behörigt organ, och
2. den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §.

För utländska företag gäller bestämmelserna i denna lag i tillämpliga delar. I övrigt gäller lagen (1992:000) om utländska filialer m.m.

Sekretess

8 § Den som är eller har varit knuten till en börs som anställd eller uppdragstagare får inte obehörigen röja eller utnyttja vad han i anställningen eller under uppdraget har fått veta om någon annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

3 kap. Börsmedlemmar

1 § En börs får som medlemmar ha endast

1. Sveriges riksbank,
2. värdepappersinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § 1, 2 eller 3 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, och
3. utländska företag som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel av liknande slag och som där står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ.

Till börsmedlem får antas endast den som har tillräckliga finansiella resurser och i övrigt är lämplig att delta i handeln vid börsen.

2 § Om en börsmedlem inte längre uppfyller kraven för medlemskap, skall börsen besluta att medlemskapet skall upphöra.

Har ett börsmedlemskap upphört på grund av beslut enligt första stycket, får medlemmen, om särskilda skäl föreligger, utföra köp- eller säljorder vid börsen för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

3 § Börsmedlemmar skall lämna börsen de upplysningar som behövs för att börsen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar.

4 kap. Börsens verksamhet

Godkännande för notering och handel

1 § Vid en börs får notering av och handel med alla slags finansiella instrument ske. Notering av och handel med ett visst finansiellt instrument får dock inte inledas förrän börsen har lämnat sitt godkännande till detta.

Fondpapper får godkännas för notering och handel genom att börsen, efter prövning enligt 5 kap. 1 §, beslutar om inregistrering av fondpapperen. För fondpapper som inte är föremål för inregistrering får sådant godkännande lämnas endast om prövning har skett enligt 6 kap. 1 §.

Optioner och terminer får godkännas för notering och handel bara om det förekommer en betydande handel med tillförlitlig kurssättning i den eller de tillgångar som optionen eller terminen grundas på.

Handelsregler

2 § En börs skall ha ändamålsenliga regler för hur handeln vid börsen skall gå till.

Börsen skall övervaka handeln och kursbildningen vid börsen och se till att handeln sker i överensstämmelse med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.

Kursnotering och information

3 § Kurser noteras med ledning av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer vid eller rapporteras till börsen. Information om kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras omedelbart, om inte finansinspektionen med hänsyn till handelns effektivitet tillåter något annat.

Rapportering av avslut

4 § En börsmedlem skall, på det sätt och i den omfattning som börsen bestämmer, till börsen anmäla avslut som medlemmen utanför börsen har gjort för egen eller någon annans räkning i de finansiella instrument som noteras vid börsen. Om ett sådant avslut har skett vid en auktoriserad marknadsplats och avser inregistrerade fondpapper, behöver avslutet inte anmälas till börsen.

Sidoverksamhet

5 § En börs får, utöver sådan verksamhet som auktorisationen omfattar, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med denna.

Om det finns särskilda skäl, får finansinspektionen tillåta en börs att driva även annan verksamhet.

Organisationsförvärv

6 § Förvärv av aktier eller andelar i företag kräver tillstånd av finansinspektionen, om förvärvet ingår som ett led i organisationen av verksamheten.

5 kap. Inregistrering av fondpapper

Förutsättningar för inregistrering

1 § Inregistrering av fondpapper vid en börs sker efter ansökan av den som har gett ut fondpapperen.

Inregistrering får ske endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med fondpapperen.

Om skyldighet föreligger enligt 5 § att offentliggöra börsprospekt, får inregistrering av fondpapperen inte ske förrän prospektet har godkänts av börsen och offentliggjorts av utgivaren.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen skall meddela närmare föreskrifter om villkoren för inregistrering.

2 § En ansökan om inregistrering får inte avslås utan att sökanden har fått tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom någon annan än honom själv, om inte åtgärden är uppenbart obehövlig.

Beslut om inregistrering skall meddelas snarast och senast sex månader från det att ansökan gjordes hos börsen eller, om ansökan kompletteras, senast sex månader från det att kompletteringen kom in till börsen. Meddelas inte beslut inom angiven tid, skall det anses som om ansökan har avslagits.

Utgivarens informationsplikt

3 § Den som har gett ut fondpapper som har inregistrerats vid en börs skall

- fortlöpande informera börsen om sin verksamhet,
- i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och annan författning samt
- offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

Avregistrering

4 § En börs skall besluta om avregistrering av fondpapper, om utgivaren av fondpapperen begär det eller om han allvarligt åsidosatt sina förpliktelser enligt lag eller någon annan författning. Avregistrering skall ej ske om det är olämpligt från allmän synpunkt.

Avregistrering får inte beslutas utan att utgivaren har fått tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom någon annan än honom själv, om inte åtgärden är uppenbart obehövlig eller beslutet inte kan uppskjutas.

Beslut om avregistrering skall offentliggöras omedelbart.

Börsprospekt

5 § Till en ansökan om inregistrering skall utgivaren av fondpapperen foga en särskild redogörelse för sina förhållanden (börsprospekt). Prospektet skall innehålla de upplysningar som behövs för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av utgivarens verksamhet och ekonomiska ställning samt av de rättigheter som är förenade med fondpapperen.

Skyldighet att upprätta börsprospekt föreligger inte om inregistreringen avser fondpapper som är utgivna av staten eller är andelar i en värdepappersfond. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela föreskrifter om undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt i fall då behovet av information har tillgodosetts på något annat sätt.

Börsprospektet skall lämnas in till den börs där inregistrering söks. När börsen har granskat och godkänt prospektet, skall det offentliggöras av utgivaren.

Halvårsrapport

6 § Ett aktiebolag vars aktier är inregistrerade vid en börs skall under varje räkenskapsår som omfattar mer än tio månader offentliggöra en redogörelse för räkenskapsårets första sex månader (halvårsrapport). Rapporten skall offentliggöras inom två månader från halvårets utgång. Vid offentliggörandet skall halvårsrapporten ges in till börsen. Om det finns särskilda skäl, får börsen medge anstånd med offentliggörandet.

Halvårsrapporten skall innehålla en redogörelse för bolagets verksamhet och resultat under räkenskapsårets första sex månader.

6 kap. Fondpapper som inte inregistreras

Förutsättningar för notering

1 § Notering vid en börs av fondpapper som inte är föremål för inregistrering sker efter ansökan av den som har gett ut fondpapperen.

Notering får ske endast om det med hänsyn till marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och omständigheterna i övrigt föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel med fondpapperen.

Utgivarens informationsplikt

2 § En utgivare av fondpapper vilka noterats med stöd av 1 § skall

- fortlöpande informera börsen om sin verksamhet,
- i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar samt
- offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen.

Auktoriserad marknadsplats

7 kap. Förutsättningar för auktorisation m.m.

Sundhetskrav

1 § En auktoriserad marknadsplats skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Den auktoriserade marknadsplatsen skall därvid tillämpa principerna om

fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller av marknadsplatsen uppställda krav får delta i handeln,

neutralitet, som innebär att av marknadsplatsen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla som deltar i handeln, och

god genomlysning, som innebär att de som deltar i handeln får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Tillämpliga bestämmelser

2 § Bestämmelserna för börs i 2, 4 och 6 kap. skall, med i andra stycket angivna undantag, tillämpas även i fråga om auktoriserad marknadsplats.

För auktoriserad marknadsplats gäller inte bestämmelserna i 2 kap. 1 § om sundhetskrav, i 2 kap. 6 § om styrelses storlek och verkställande direktör, i 4 kap. 1 § andra stycket såvitt avser inregistrering av fondpapper, i 4 kap. 3 § om kursnotering och information och i 4 kap. 4 § om rapportering av avslut.

Rapporteringsskyldighet

3 § En auktoriserad marknadsplats där det förekommer notering av fondpapper som är inregistrerade vid en börs, skall till börsen rapportera alla avslut i dessa fondpapper som sker vid marknadsplatsen eller som anmäls dit.

Kursnotering och information

4 § Kurser noteras med ledning av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer vid eller anmäls till den auktoriserade marknadsplatsen. Information om kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras.

Clearingorganisation

8 kap. Förutsättningar för tillstånd m.m.

Sundhetskrav

1 § Clearingverksamhet skall drivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund.

Clearingorganisationen skall därvid tillämpa principerna om *fritt tillträde*, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av clearingorganisationen får delta i clearingen, och *neutralitet*, som innebär att av clearingorganisationen uppställda regler tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla clearingmedlemmar.

Svenska företag

2 § Tillstånd för ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening att driva clearingverksamhet får meddelas endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna inte strider mot denna lag eller någon annan författning,
2. den planerade verksamheten kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §, och
3. företaget uppfyller de villkor i övrigt som anges i denna lag.

Utländska företag

3 § Ett utländskt företag får efter tillstånd av finansinspektionen driva clearingverksamhet från avdelningskontor med självständig förvaltning (filial).

Tillstånd till filialetablering skall lämnas om

1. företaget i sitt hemland bedriver likartad clearingverksamhet och där står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ, och
2. den planerade verksamheten här i landet kan antas komma att uppfylla de krav som anges i 1 §.

För utländska företag gäller bestämmelserna i denna lag i tillämpliga delar. I övrigt gäller lagen (1992:000) om utländska filialer m.m.

Övrigt

4 § Bestämmelserna i 2 kap. 3 § om ansökan innan bolaget eller föreningen har registrerats, i 2 kap. 4 § om godkännande av bolagsordning eller stadgar, i 2 kap. 5 § om kapital, i 2 kap. 6 § om styrelses storlek och verkställande direktör och i 2 kap. 8 § om sekretess skall tillämpas även i fråga om clearingorganisation.

5 § En clearingorganisation skall, utöver det kapital som krävs enligt 4 §, ha annat kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem i clearingverksamheten.

Clearingmedlemmar

6 § En clearingorganisation får som medlem ha endast den som har en betryggande kapitalstyrka och som i övrigt bedöms vara lämplig att delta i clearingen hos organisationen.

Om en clearingmedlem inte längre uppfyller de krav som anges i första stycket, skall clearingorganisationen besluta att medlemskapet skall upphöra.

Har ett clearingmedlemskap upphört på grund av beslut enligt andra stycket, får medlemmen, om särskilda skäl föreligger, ändå vidta åtgärder i förhållande till clearingorganisationen för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

7 § Clearingmedlemmar skall lämna clearingorganisationen de upplysningar som behövs för att clearingorganisationen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag eller annan författning.

9 kap. Clearingorganisationens verksamhet

Inledande bestämmelse

1 § En clearingorganisation skall ha ändamålsenliga regler för hur clearingen hos organisationen skall gå till.

Clearingen skall ske under förhållanden som överensstämmer med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.

Säkerhetskrav m.m.

2 § En clearingorganisation skall se till att det vid clearingen ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge ett åtagande består.

Säkerheten skall anses betryggande om det kan antas att åtagandet kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas.

3 § En clearingorganisation får besluta att efterge kravet på säkerhet, i den mån det är uppenbart att säkerhet inte behövs. Ett sådant beslut får inte tillämpas innan det har godkänts av finansinspektionen.

4 § Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om säkerhetskravet.

5 § Om en clearingorganisation intar ställning av part i handeln, skall organisationen se till att dess riskmässiga ställning i handeln är balanserad. Uppstår obalans skall organisationen omedelbart vidta åtgärder för att återställa jämvikten.

Sidoverksamhet

6 § En clearingorganisation får, utöver clearingverksamhet, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med denna.

Om det finns särskilda skäl, får finansinspektionen tillåta en clearingorganisation att driva även annan verksamhet.

Organisationsförvärv

7 § Förvärv av aktier eller andelar i företag kräver tillstånd av finansinspektionen om förvärvet ingår som ett led i organisationen av verksamheten.

10 kap. Avbrytande av handel

Handelsstopp

1 § Om allmänheten inte har tillgång till information om ett visst finansiellt instrument på lika villkor eller inte i tillräcklig omfattning har tillgång till information om utgivaren, eller om det finns särskilda skäl, skall en börs eller auktoriserad marknadsplats besluta att handeln med det finansiella instrumentet skall avbrytas (handelsstopp). Sådant beslut får inte gälla längre än som oundgängligen behövs.

2 § Om handeln med ett visst finansiellt instrument vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats har avbrutits och detta instrument utgör den underliggande tillgången för optioner eller terminer som är föremål för handel där eller vid någon annan börs eller marknadsplats, skall börsen respektive marknadsplatsen omedelbart avbryta handeln med optionerna eller terminerna. Detsamma gäller om den underliggande tillgången utgörs av annan egendom och det för den egendomen saknas tillförlitligt marknadsvärde. Handeln får återupptas först när handeln i det finansiella instrumentet återupptagits respektive när ett tillförlitligt marknadsvärde för egendomen finns.

Om det finns särskilda skäl, får finansinspektionen medge undantag från första stycket. Sådant medgivande får begränsas till viss tid och förenas med villkor.

3 § Om handel med ett visst finansiellt instrument vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats har avbrutits enligt 1 eller 2 §, skall även handel med samma instrument vid annan börs eller marknadsplats avbrytas.

4 § Om en börs eller en auktoriserad marknadsplats i strid med 1, 2 eller 3 § underlåter att avbryta handeln med ett visst finansiellt instrument, får finansinspektionen besluta att handeln med instrumentet skall avbrytas. Om inspektionens beslut gäller ett sådant fall som avses i 1 §, skall börsen eller marknadsplatsen i samråd med inspektionen besluta om när handeln kan återupptas.

Stängning

5 § Vid krig, krigsfara eller andra onormala förhållanden får regeringen besluta att all handel vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats skall avbrytas. I brådskande fall får sådant beslut meddelas av börsen eller marknadsplatsen efter samråd med finansinspektionen. Börsens eller marknadsplatsens beslut, som får avse högst en vecka, skall omedelbart underställas regeringen.

Offentliggörande av beslut om handelsstopp eller stängning

6 § Beslut enligt detta kapitel skall omedelbart offentliggöras. Om sådant beslut fattats av börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen, skall den dessutom samtidigt underrätta finansinspektionen.

11 kap. Tillsyn

Upplysningsskyldighet

1 § Företag med auktorisation eller tillstånd enligt denna lag står under tillsyn av finansinspektionen. Företagen skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

2 § Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela föreskrifter om

1. vilka upplysningar företagen skall lämna till inspektionen,
2. företagens löpande bokföring, årsbokslut och årsredovisning samt förvaring och inventering av värdehandlingar.

Hur tillsynen skall bedrivas

3 § Finansinspektionen skall vid sin tillsyn över företagen se till att en sund utveckling av värdepappersmarknaden främjas.

4 § Finansinspektionen får förordna en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av ett företag. Inspektionen får när som helst återkalla ett sådant förordnande och utse en ny revisor.

Revisorn har rätt till skäligt arvode av företaget för sitt arbete. Arvodets storlek bestäms av inspektionen.

5 § Finansinspektionen får, när det anses nödvändigt, sammankalla styrelsen i ett företag.

Har företagets styrelse inte rättat sig efter en begäran från finansinspektionen om att kalla till en extra stämma, får inspektionen utfärda sådan kallelse.

Företrädare för inspektionen får närvara vid stämma och vid sådant styrelsesammanträde som inspektionen har sammankallat samt delta i överläggningarna.

Ingripanden mot företag som står under tillsyn

6 § Om ett företag har fattat ett beslut som strider mot denna lag eller någon annan författning som reglerar dess verksamhet, mot föreskrift som meddelats med stöd av denna lag eller någon annan författning eller mot bolagsordningen, får finansinspektionen förbjuda att beslutet verkställs. Har beslutet redan verkställts, får inspektionen förelägga företaget att göra rättelse, om detta är möjligt.

Återkallelse av auktorisation m.m.

7 § Auktorisation eller tillstånd som enligt denna lag har lämnats ett företag skall återkallas av finansinspektionen om

1. företaget genom att överträda denna lag eller någon föreskrift som har meddelats med stöd av lagen eller på annat sätt visat sig olämpligt att utöva sådan verksamhet som auktorisationen eller tillståndet avser,

2. företaget inte bedriver sådan verksamhet som auktorisationen eller tillståndet avser, eller

3. såvitt avser svenskt aktiebolag, bolagets egna kapital understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet och bristen inte har täckts inom tre månader från det att den blev känd för bolaget.

Om det är tillräckligt får inspektionen i de fall som anges i första stycket 1 meddela varning i stället för att återkalla auktorisationen eller tillståndet.

Vid återkallelse av ett tillstånd att driva clearingverksamhet får inspektionen besluta om hur rörelsen skall avvecklas.

Ett beslut om återkallelse av tillstånd att driva clearingverksamhet får förenas med förbud att fortsätta verksamheten.

Ingripanden mot den som saknar tillstånd m.m.

8 § Om någon driver clearingverksamhet utan att ha tillstånd till det, skall finansinspektionen förelägga honom att upphöra med detta. Detsamma gäller om någon i handel med finansiella instrument använder någon av beteckningarna börs och auktoriserad marknadsplats utan att vara auktoriserad som sådan.

Är det osäkert om en viss verksamhet omfattas av tillståndsplikt enligt denna lag, får finansinspektionen förelägga den som driver verksamheten att lämna de upplysningar om verksamheten som behövs för att bedöma om lagen är tillämplig.

Ett föreläggande enligt denna paragraf som avser ett utländskt företag får riktas såväl mot det utländska företaget som mot den som här i landet är verksam för företagets räkning.

Avgifter m.m.

9 § För prövning av ansökan om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar. Om finansinspektionen för bedömning av en viss fråga i prövningen behöver anlita någon med särskild fackkunskap, skall kostnaden för detta betalas av sökanden.

Företag som står under tillsyn enligt denna lag skall med årliga avgifter bekosta finansinspektionens verksamhet enligt de närmare föreskrifter regeringen meddelar.

Vite

10 § Om finansinspektionen meddelar föreläggande eller förbud enligt denna lag, får inspektionen förelägga vite.

12 kap. Överklagande

1 § Finansinspektionens beslut enligt 11 kap. 5 § och 8 § andra stycket får inte överklagas.

Andra beslut som finansinspektionen meddelar enligt denna lag får överklagas hos kammarrätten.

Inspektionen får bestämma att ett beslut om förbud eller föreläggande enligt 11 kap. 6 § eller om återkallelse enligt 11 kap. 7 § skall gälla omedelbart.

2 § Den som är missnöjd med ett beslut av en börs att avslå en ansökan om inregistrering av fondpapper eller att avregistrera fondpapper kan väcka talan mot börsen vid allmän domstol inom tre månader från den dag då beslutet meddelades. Om talan inte väcks inom denna tid är rätten till talan förlorad.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

2. Genom lagen upphävs lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs.

3. Vad som sägs i 3 kap. 1 § 2 om värdepappersinstitut skall också gälla sådan fondkommissionär som med stöd av punkt 3 i övergångsbestämmelserna till lagen (1991:981) om värdepappersrörelse driver rörelse enligt fondkommissionslagen (1979:748).

4. Frågor om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag får prövas före ikraftträdandet. Ett beslut i en sådan fråga skall gälla tidigast från och med ikraftträdandet.

5. Om en börs övertar Stockholms fondbörs verksamhet får den börsen, på ansökan av den som har gett ut fondpapper som vid lagens ikraftträdande är inregistrerade vid Stockholms fondbörs, inregistrera dessa fondpapper utan sådan prövning som anges i 5 kap. 1 §. Detta gäller dock bara om villkoren för inregistrering vid den nya börsen inte är strängare än de villkor som gällde vid Stockholms fondbörs vid tiden för övertagandet.

2 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev

Härigenom föreskrivs att 22 § lagen (1936:81) om skuldebrev skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
22 §	
Överlåtelse av löpande skuldebrev vare ej gällande mot överlåtarens borgenärer, med mindre den till vilken överlåtelsen skett fått handlingen i besittning.	
Säljer bank löpande skuldebrev, vare försäljningen gällande mot bankens borgenärer, ändå att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken.	Säljer bank *eller värdepappersinstitut* löpande skuldebrev, vare försäljningen gällande mot bankens *eller värdepappersinstitutets* borgenärer, ändå att skuldebrevet för förvaring kvarlämnats hos banken *eller institutet.*

Denna lag träder i kraft den 1 september 1992.

3 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse

Härigenom föreskrivs att 11 § lagen (1949:722) om pantlånerörelse skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*

11 §[1]

Har ett lån förfallit till betalning, får panten försäljas.

Åtgärder för försäljning får dock ej utan särskild begäran från låntagaren vidtas tidigare än två månader efter lånets förfallodag. Försäljningen får inte ske på annat sätt än på offentlig auktion på den ort, där pantsättningen ägt rum, eller, då panten är ett värdepapper som *noterats på fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs*, genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris.

Åtgärder för försäljning får dock ej utan särskild begäran från låntagaren vidtas tidigare än två månader efter lånets förfallodag. Försäljningen får inte ske på annat sätt än på offentlig auktion på den ort, där pantsättningen ägt rum, eller, då panten är ett värdepapper som *är noterat vid en börs eller auktoriserad marknadsplats*, genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris.

Försäljning på auktion skall minst åtta dagar i förväg kungöras i tidning inom orten med angivande även av lånets förfallodag eller, om flera panter skall försäljas, under vilken eller vilka månader förfallotiderna inträffat.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

4 Förslag till

Lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

Härigenom föreskrivs i fråga om aktiebolagslagen (1975:1385)[2]

dels att i 12 kap 8 § ordet "bankinspektionen" skall bytas ut mot "finansinspektionen",

dels att 4 kap. 1 och 22 §§, 5 kap. 4 § samt 10 kap. 3 § skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
4 kap.	
1 §[3]	
Aktiekapitalet kan ökas genom att aktier tecknas mot betalning (nyemission) eller genom att aktier ges ut eller aktiernas nominella belopp höjes utan ny betalning (fondemission).	
Beslut om emission fattas av bolagsstämman, om ej annat följer av 14 eller 15 §. Sådant beslut får ej fattas förrän bolaget blivit registrerat. Behöver bolagsordningen ändras, skall beslut därom först fattas.	
Bestämmelserna i 2 kap. 2 § äger motsvarande tillämpning vid nyemission. Vid fondemission får ej till aktiekapitalet överföras belopp som understiger summan av de nya aktiernas nominella belopp eller den sammanlagda höjningen av aktiernas nominella belopp.	
Vid nyemission i bolag vars aktier är noterade vid *Stockholms fondbörs* får aktier tecknas mot betalning av lägre belopp än det nominella, under förutsättning att skillnaden mellan vad som skall betalas för de nya aktierna och deras sammanlagda nominella belopp tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital i övrigt eller genom uppskrivning av värdet av anläggningstillgångar. Sådan överföring eller uppskrivning skall ske innan beslutet om nyemission registreras.	Vid nyemission i bolag vars aktier är noterade vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats* får aktier tecknas mot betalning av lägre belopp än det nominella, under förutsättning att skillnaden mellan vad som skall betalas för de nya aktierna och deras sammanlagda nominella belopp tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital i övrigt eller genom uppskrivning av värdet av anläggningstillgångar. Sådan överföring eller uppskrivning skall ske innan beslutet om nyemission registreras.
I fråga om aktiebolag, som enligt insiderlagen (1990:1342) utgör aktiemarknadsbolag, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.	

22 §

I emissionsprospektet skall följande uppgifter lämnas, nämligen

1. kortfattad historik över bolaget och dess verksamhet,

2. redogörelse för bolagets och, om dotterföretag finnes, koncernens verksamhet, råvarutillgångar, produkter och driftställen samt för dess ställning inom branschen,

3. uppgift om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare,

4. redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.

Uppgifter enligt första stycket 1 får utelämnas av aktiebolag, vars aktier *noteras på fondbörs* eller *på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer.*

Uppgifter enligt första stycket 1 får utelämnas av aktiebolag, vars aktier *är noterade vid en börs* eller *auktoriserad marknadsplats.*

5 kap.

4 §

Beslut om emission skall ange

1. emissionens belopp eller högsta belopp eller det lägsta och högsta beloppet för emissionen,

2. den företrädesrätt att deltaga i emissionen som tillkommer aktieägare eller annan eller vem som eljest äger deltaga i emissionen,

3. den tid inom vilken teckning av skuldebrev kan ske, när ett visst belopp eller ett lägsta belopp bestämts för emissionen,

4. den tid, ej understigande två veckor från utfärdandet av kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen eller, i fall som avses i 6 § fjärde stycket, från beslutet eller, i fråga om avstämningsbolag, från avstämningsdagen, inom vilken aktieägare kan begagna sin företrädesrätt till teckning,

5. skuldebrevens nominella belopp, emissionskurs och räntefot,

6. den tid inom vilken tecknade skuldebrev skall betalas samt den beräkningsgrund, enligt vilken vid överteckning de skuldebrev som icke tecknats med företrädesrätt skall fördelas, om ej föreskrift meddelas att fördelningen skall bestämmas av styrelsen,

7. tid och villkor för utbyte eller nyteckning,

8. den rätt som skall tillkomma borgenär eller innehavare av optionsbevis för den händelse aktiekapitalet före utbytet eller nyteckningen ökas eller nedsättes eller nya konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning utges eller bolaget upplöses eller upphör genom fusion,

9. det belopp, varmed aktiekapitalet skall kunna ökas genom utbyte eller nyteckning,

10. det aktieslag vartill de nya aktierna skall höra, om aktier av olika slag finnes eller kan utges.

Om förbehåll enligt 3 kap. 1 § fjärde stycket eller 3 §, 6 kap. 8 § eller 17 kap. 1 § skall gälla beträffande de nya aktierna, skall erinran därom intagas i emissionsbeslutet.

I fråga om avstämningsbolag iakttages, att avstämningsdag skall anges i emissionsbeslutet, om aktieägare skall ha företrädesrätt att deltaga i emissionen. Avstämningsdagen får ej sättas tidigare än tre veckor från det beslutet kungjorts enligt 6 § första stycket första meningen.

Skall skuldebrev bli föremål för handel vid *fondbörs*, kan i emissionsbeslutet upptagas bemyndigande för styrelsen eller den styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskurs, räntefot samt villkor för utbyte eller nyteckning. I fråga om avstämningsbolag iakttages dock, att nämnda villkor skall bestämmas senast på avstämningsdagen, om aktieägare skall ha företrädesrätt att deltaga i emissionen.	Skall skuldebrev bli föremål för handel vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats*, kan i emissionsbeslutet upptagas bemyndigande för styrelsen eller den styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskurs, räntefot samt villkor för utbyte eller nyteckning. I fråga om avstämningsbolag iakttages dock, att nämnda villkor skall bestämmas senast på avstämningsdagen, om aktieägare skall ha företrädesrätt att deltaga i emissionen.

10 kap.
3 §

Minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad revisor eller godkänd revisor.

Minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad revisor om

1. tillgångarnas nettovärde enligt fastställda balansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger ett gränsbelopp som motsvarar 1 000 gånger det basbelopp enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring som gällde under den sista månaden av respektive räkenskapsår,

2. antalet anställda hos bolaget under de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200, eller

3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid *Stockholms fondbörs*.	3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats*.

Regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer kan i fråga om visst bolag, beträffande vilket de i andra stycket 1 eller 2 angivna omständigheterna föreligger, förordna att bolaget får utse viss godkänd revisor i stället för auktoriserad revisor. Sådant beslut är giltigt i högst fem år.

Vad i andra och tredje styckena föreskrives gäller även för moderbolag i en koncern om nettovärdet av koncernföretagens tillgångar enligt fastställda koncernbalansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger det gränsbelopp som anges i andra stycket eller om antalet anställda vid koncernföretagen under nämnda tid i medeltal överstigit 200.

I annat bolag än som avses i andra och fjärde styckena skall auktoriserad revisor utses, om ägare till en tiondel av samtliga aktier begär det vid bolagsstämma, där revisorsval skall ske.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

5 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.

Härigenom föreskrivs att 2 § lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m. skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
2 §[4]	
Den som direkt eller genom förmedling av juridisk person innehar koncession för att draga fram eller använda elektrisk starkströmsledning får ej genom fång som avses i 1 § utan tillstånd av regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer förvärva	
1. andel i ekonomisk förening som äger eldistributionsanläggning,	
2. aktie i bolag som äger eldistributionsanläggning och vars aktier ej är noterade vid *Stockholms fondbörs*.	2. aktie i bolag som äger eldistributionsanläggning och vars aktier ej är noterade vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats*.
Första stycket äger motsvarande tillämpning i fråga om inlösen enligt 3 kap. 3 § aktiebolagslagen (1975:1385).	

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

6 Förslag till

Lag om ändring i sekretesslagen (1980:100)

Härigenom föreskrivs att 8 kap. 5 § sekretesslagen (1980:100)[5] skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
8 kap 5 §[6]	
Sekretess gäller i statlig myndighets verksamhet, som består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet, *fondbolag, värdepappersinstitut, fondbörsväsendet* eller försäkringsväsendet, för uppgift om	Sekretess gäller i statlig myndighets verksamhet, som består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet, *värdepappersmarknaden* eller försäkringsväsendet, för uppgift om

1. affärs- eller driftförhållanden hos den som myndighetens verksamhet avser, om det kan antas att han lider skada om uppgiften röjs,

2. ekonomiska eller personliga förhållanden för annan, som har trätt i affärsförbindelse eller liknande förbindelse med den som myndighetens verksamhet avser.

Sekretess gäller vidare i statlig myndighets verksamhet, som består i övervakning enligt insiderlagen (1990:1342), för sådan uppgift om enskilds ekonomiska eller personliga förhållanden, vilken på begäran lämnats av någon som är skyldig att lämna uppgifter till myndigheten. Rör uppgiften den uppgiftsskyldige gäller dock sekretess endast om denne kan antas lida skada eller men om uppgiften röjs och sekretess inte motverkar syftet med uppgiftsskyldigheten.

Sekretess gäller, i den mån riksdagen har godkänt avtal härom med främmande stat eller mellanfolklig organisation, hos myndighet i verksamhet som avses i första och andra styckena för sådan uppgift om affärs- eller driftförhållanden och ekonomiska eller personliga förhållanden som myndigheten erhållit enligt avtalet. Föreskrifterna i 14 kap. 1-3 §§ får inte i fråga om denna sekretess tillämpas i strid med avtalet.	Sekretess gäller, i den mån riksdagen har godkänt avtal härom med främmande stat eller mellanfolklig organisation, hos myndighet i verksamhet som avses i första och andra styckena för sådan uppgift om affärs- eller driftförhållanden och ekonomiska eller personliga förhållanden som myndigheten erhållit enligt avtalet. *Samma sekretess gäller hos finansinspektionen, i den mån regeringen föreskriver det, om inspektionen från motsvarande utländsk myndighet erhållit uppgifter enligt annat avtal.* Föreskrifterna i 14 kap. 1-3 §§ får inte i fråga om denna sekretess tillämpas i strid med avtalet.

Regeringen kan för särskilt fall förordna om undantag från sekretessen enligt första stycket 1, om den finner det vara av vikt att uppgiften lämnas.

I fråga om uppgift i allmän handling gäller sekretessen i högst tjugo år.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

7 Förslag till

Lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Härigenom föreskrivs att 4 kap. 24 § och 14 kap. 12 § försäkringsrörelselagen (1982:713) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
4 kap. 24 §	
I emissionsprospektet skall följande uppgifter lämnas, nämligen	
1. en kortfattad historik över försäkringsbolaget och dess verksamhet,	
2. en redogörelse för bolagets eller, om det finns dotterföretag, koncernens verksamhet, försäljningsställen samt för dess ställning inom branschen,	
3. uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare och	
4. en redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.	
Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av försäkringsaktiebolag, vars aktier *noteras på Stockholms fondbörs.*	Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av försäkringsaktiebolag, vars aktier *är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats.*
14 kap. 12 §[7]	
Likvidatorerna skall så snart det kan ske genom försäljning på offentlig auktion eller på något annat lämpligt sätt förvandla bolagets egendom till pengar, i den mån det behövs för likvidationen, samt betala bolagets skulder. Bolagets rörelse får fortsättas, om det behövs för en ändamålsenlig avveckling eller för att de anställda skall få ett skäligt rådrum för att skaffa sig nya anställningar.	
Har finansinspektionen förordnat en likvidator och vägrar denne utan skäl samtycke till avyttring under hand av bolagets egendom får inspektionen på ansökan av övriga likvidatorer tillåta försäljningen. Om likvidatorerna önskar överlåta *värdepapper* som är *noterade på fondbörs* till gällande *börspris* behövs inte något samtycke.	Har finansinspektionen förordnat en likvidator och vägrar denne utan skäl samtycke till avyttring under hand av bolagets egendom får inspektionen på ansökan av övriga likvidatorer tillåta försäljningen. Om likvidatorerna önskar överlåta *finansiella instrument* som är *noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats* till gällande *börs- eller marknadspris* behövs inte något samtycke.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

8 Förslag till

Lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729)

Härigenom föreskrivs att 6 § konkurrenslagen (1982:729) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
6 §	
Har i fall som anges i 5 § en förhandling om avstående från företagsförvärvet avslutats utan att den skadliga verkan har kunnat förhindras och finner marknadsdomstolen att förbud eller åläggande enligt 3 § inte bör meddelas eller är otillräckligt, kan domstolen förbjuda förvärvet.	
Ett förbud enligt första stycket får inte meddelas i fråga om förvärv *av aktier* som har skett på *Stockholms fondbörs* eller förvärv som har skett genom inrop på exekutiv auktion. I stället får marknadsdomstolen ålägga näringsidkaren att avhända sig *aktierna eller* den *på auktionen* förvärvade egendomen.	Ett förbud enligt första stycket får inte meddelas i fråga om förvärv som har skett på *en börs eller auktoriserad marknadsplats* eller förvärv som har skett genom inrop på exekutiv auktion. I stället får marknadsdomstolen ålägga näringsidkaren att avhända sig den förvärvade egendomen.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

9 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande

Härigenom föreskrivs att 15 § lagen (1983:890) om allemanssparande[8] skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
15 §[9]	
Fondbolag får till en allemansfond förvärva endast följande slag av värdepapper, nämligen	
1. sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som är *inregistrerade* vid *Stockholms fondbörs*,	1. sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som är *noterade* vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats*,
2. svenska aktier i bolag som träffat avtal med värdepappersinstitut om att denne på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC-bolag),	
3. sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som utbjuds till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finns för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att *inregistreras* vid *Stockholms fondbörs*,	*2.* sådana svenska aktier och av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som utbjuds till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finns för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att *noteras* vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats*,
4. andra svenska aktier samt andra av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning,	*3.* andra svenska aktier samt andra av svenskt aktiebolag utfärdade konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning,
5. förlagsandelsbevis i svensk ekonomisk förening,	*4.* förlagsandelsbevis i svensk ekonomisk förening,
6. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1-*5*,	*5.* bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1-*4*,
7. obligationer och andra skuldförbindelser, utfärdade av staten, svenska hypoteksinstitut och svenska kreditaktiebolag.	*6.* obligationer och andra skuldförbindelser, utfärdade av staten, svenska hypoteksinstitut och svenska kreditaktiebolag.
Har värdepapper som förvärvats enligt första stycket *3* ej *inregistrerats* inom ett år från förvär-	Har värdepapper som förvärvats enligt första stycket *2* ej *noterats* inom ett år från förvärvet, skall de

vet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske, om de inte vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom *trettioprocentsgränsen enligt fjärde stycket eller* tioprocentsgränsen enligt *femte* stycket.

avyttras så snart det lämpligen kan ske, om de inte vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom tioprocentsgränsen enligt *fjärde* stycket.

Ett fondbolag får inte till en allemansfond förvärva aktier i bolaget.

Ett fondbolag får inte till fonden mot vederlag förvärva aktier som avses i första stycket 2 eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana aktier i en sådan omfattning att värdet av aktierna och bevisen, tillsammans med de värdepapper som omfattas av tioprocentsgränsen enligt sista stycket, genom förvärvet kommer att överstiga trettio procent av fondens värde.

Ett fondbolag får inte till fonden mot vederlag förvärva värdepapper som avses i första stycket *4* och *5* eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana värdepapper i sådan omfattning att värdet av värdepapperen och bevisen genom förvärvet kommer att överstiga tio procent av fondens värde. Ej heller får ett fondbolag till fonden mot vederlag förvärva värdepapper enligt första stycket *7* i sådan omfattning att värdet av de värdepapper som där avses genom förvärvet kommer att överstiga tjugofem procent av fondens värde. Den sistnämnda begränsningen gäller dock inte förrän ett år efter det att fondbolaget erhållit *bankinspektionen* tillstånd att bedriva fondverksamhet. *Bankinspektionen* kan, om det finns särskilda skäl, medge att de procenttal, som anges i detta stycket, överskrids.

Ett fondbolag får inte till fonden mot vederlag förvärva värdepapper som avses i första stycket *3* och *4* eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana värdepapper i sådan omfattning att värdet av värdepapperen och bevisen genom förvärvet kommer att överstiga tio procent av fondens värde. Ej heller får ett fondbolag till fonden mot vederlag förvärva värdepapper enligt första stycket *6* i sådan omfattning att värdet av de värdepapper som där avses genom förvärvet kommer att överstiga tjugofem procent av fondens värde. Den sistnämnda begränsningen gäller dock inte förrän ett år efter det att fondbolaget erhållit *finansinspektionens* tillstånd att bedriva fondverksamhet. *Finansinspektionen* kan, om det finns särskilda skäl, medge att de procenttal, som anges i detta stycket, överskrids.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

10 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden

Härigenom föreskrivs att 14 och 37 §§ lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden[10] skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
14 §	
Om det är uppenbart att allmänna pensionsfonden annars skulle lida en avsevärd förlust får en fondstyrelse, i avsikt att skydda en fordran, på offentlig auktion eller *fondbörs* köpa in egendom som är utmätt eller pantsatt för fordringen eller överta egendom som betalning för fordringen. Egendom som förvärvats på detta sätt skall avyttras så snart det är lämpligt och senast då det kan ske utan förlust.	Om det är uppenbart att allmänna pensionsfonden annars skulle lida en avsevärd förlust får en fondstyrelse, i avsikt att skydda en fordran, på offentlig auktion eller *på en börs eller auktoriserad marknadsplats* köpa in egendom som är utmätt eller pantsatt för fordringen eller överta egendom som betalning för fordringen. Egendom som förvärvats på detta sätt skall avyttras så snart det är lämpligt och senast då det kan ske utan förlust.
37 §	
Fjärde och femte fondstyrelserna får vardera inte förvärva så många vid *Stockholms fondbörs inregistrerade* aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till mer än tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.	Fjärde och femte fondstyrelserna får vardera inte förvärva så många vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats noterade* aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till mer än tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

11 Förslag till

Lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618)

Härigenom föreskrivs i fråga om bankaktiebolagslagen (1987:618)

dels att i 1 kap. 5 §, 2 kap. 4, 7, 12 och 17 §§, 3 kap. 2 §, 4 kap. 2, 5, 7, 9, 13 och 14 §§, 5 kap. 1 §, 6 kap. 6 och 7 §§, 7 kap. 2, 3, 6, 7 och 15 §§, 8 kap. 16 §, 10 kap. 2, 4-7, 15, 18 och 20 §§, 11 kap. 3, 6 och 9 §§, 12 kap. 5, 6 och 8 §§ ordet "bankinspektionen" i olika böjningsformer skall bytas ut mot "finansinspektionen" i motsvarande form,

dels att 4 kap. 23 § och 5 kap. 4 § skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse — *Föreslagen lydelse*

4 kap.
23 §[11]

I emissionsprospektet skall följande uppgifter lämnas, nämligen

1. en kortfattad historik över bankaktiebolaget och dess verksamhet,

2. en redogörelse för bolagets och, om det finns dotterföretag, koncernens verksamhet samt för bolagets del uppgifter som är av betydelse för bedömningen av rörelsens karaktär och utveckling,

3. en redogörelse för kapitaltäckningen enligt 2 kap. 9 *och* 10 §§ samt, i förekommande fall, 11 § bankrörelselagen (1987:617) och dess betydelse för bankbolaget,

3. en redogörelse för kapitaltäckningen enligt 2 kap. 9-10 §§ samt, i förekommande fall, 11 § bankrörelselagen (1987:617) och dess betydelse för bankbolaget,

4. uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer samt anställda och delegater i ledande ställning, samt

5. en redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.

Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av bankaktiebolag, vars aktier är *inregistrerade* vid *Stockholms fondbörs.*

Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av bankaktiebolag, vars aktier är *noterade* vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats.*

5 kap.
4 §[12]

Beslutet om emission skall ange

1. emissionens belopp eller det högsta beloppet eller det lägsta och högsta beloppet för emissionen,

2. den företrädesrätt att delta i emissionen som tillkommer aktieägare eller någon annan eller vem som annars får delta i emissionen,

3. den tid inom vilken teckning av skuldebrev kan ske, när ett visst belopp eller ett lägsta belopp har bestämts för emissionen,

4. den tid inom vilken aktieägare kan använda sin företrädesrätt till teckning,

5. skuldebrevens nominella belopp, emissionskursen och räntefoten,

6. den tid inom vilken tecknade skuldebrev skall betalas samt den beräkningsgrund, enligt vilken vid överteckning de skuldebrev som inte tecknats med företrädesrätt skall fördelas, om det inte föreskrivs att fördelningen skall bestämmas av styrelsen,

7. tiden och villkoren för utbytet eller nyteckningen,

8. den rätt som skall tillkomma borgenären eller innehavaren av optionsbevis för den händelse aktiekapitalet före utbytet eller nyteckningen ökas eller sätts ned eller nya konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning ges ut eller bolaget upplöses eller upphör genom fusion,

9. det belopp, varmed aktiekapitalet skall kunna ökas genom utbyte eller nyteckning,

10. det aktieslag vartill de nya aktierna skall höra, i de fall aktier av olika slag finns eller kan utges, samt

11. den rätt till utdelning som tillkommer de nya aktierna samt det räkenskapsår för vilket rätten till utdelning inträder.

Den tid inom vilken aktieägare kan använda sin företrädesrätt enligt första stycket 4 får inte vara kortare än en månad. Tiden räknas från

1. det kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen skedde,

2. beslutet, när det gäller sådana fall som avses i 6 § fjärde stycket, eller

3. avstämningsdagen, när det gäller avstämningsbolag.

Om ett förbehåll enligt 3 kap. 1 § fjärde stycket, 6 kap. 8 § eller 12 kap. 1 § skall gälla för de nya aktierna, skall emissionsbeslutet innehålla en erinran om detta.

Om en aktieägare skall ha företrädesrätt att delta i emissionen, gäller för avstämningsbolag att avstämningsdagen skall anges i emissionsbeslutet. Avstämningsdagen får inte sättas tidigare än tre veckor från det kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen skedde.

Om ett skuldebrev skall bli föremål för handel vid *Stockholms fondbörs*, kan det i emissionsbeslutet tas upp ett bemyndigande för styrelsen eller den som styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskursen, räntefoten och villkoren för utbyte eller nyteckning. I fråga om avstämningsbolag skall dock nämnda villkor bestämmas senast på avstämningsdagen, om aktieägarna skall ha företrädesrätt att delta i emissionen.

Om ett skuldebrev skall bli föremål för handel vid *en börs eller auktoriserad marknadsplats*, kan det i emissionsbeslutet tas upp ett bemyndigande för styrelsen eller den som styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp, emissionskursen, räntefoten och villkoren för utbyte eller nyteckning. I fråga om avstämningsbolag skall dock nämnda villkor bestämmas senast på avstämningsdagen, om aktieägarna skall ha företrädesrätt att delta i emissionen.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

12 Förslag till
Lag om ändring i konkurslagen (1987:672)

Härigenom föreskrivs att 8 kap. 7 och 10 §§ konkurslagen (1987:672) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*

8 kap.

7 §[13]

Försäljning av lös egendom som inte sker genom fortsättande av gäldenärens rörelse skall ske på auktion eller på annat sätt efter vad förvaltaren anser vara mest fördelaktigt för boet.

Lös egendom i vilken en borgenär har panträtt eller någon annan särskild förmånsrätt får inte utan hans samtycke säljas på annat sätt än på auktion, om hans rätt är beroende av försäljningen. Även om samtycke inte lämnas, får egendomen säljas på annat sätt än på auktion, om det är sannolikt att högre pris uppnås därigenom och om tillsynsmyndigheten medger det.

Samtycke enligt andra stycket krävs inte när förvaltaren genom värdepappersinstitut säljer *värdepapper, noterat på fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs* till gällande börs- eller marknadspris eller när det är fråga om försäljning av lös egendom genom fortsättande av gäldenärens rörelse.

Samtycke enligt andra stycket krävs inte när förvaltaren genom värdepappersinstitut säljer *finansiella instrument, noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats* till gällande börs- eller marknadspris eller när det är fråga om försäljning av lös egendom genom fortsättande av gäldenärens rörelse.

Särskilda bestämmelser om överlåtelse av försäkringsbestånd finns i 14 kap. 26 och 27 §§ försäkringsrörelselagen (1982:713).

10 §[14]

En borgenär som innehar lös egendom med handpanträtt får själv ombesörja att egendomen säljs på auktion eller, när det är fråga om *värdepapper* som är *noterat på fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs,* genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris. En sådan försäljning får dock inte utan förvaltarens samtycke äga rum tidigare än fyra veckor efter edgångs-

En borgenär som innehar lös egendom med handpanträtt får själv ombesörja att egendomen säljs på auktion eller, när det är fråga om *finansiella instrument* som är *noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats,* genom värdepappersinstitut till gällande börs- eller marknadspris. En sådan försäljning får dock inte utan förvaltarens samtycke äga rum tidigare än fyra veckor efter edgångssammanträdet. Borgenären skall minst en vecka innan han

sammanträdet. Borgenären skall minst en vecka innan han vidtar åtgärd för egendomens försäljning ge förvaltaren tillfälle att lösa in egendomen. Om det är fråga om ett fartyg eller gods i fartyg eller i luftfartyg eller intecknade reservdelar till luftfartyg, skall egendomen säljas exekutivt.

Borgenären skall minst tre veckor i förväg underrätta förvaltaren om tid och plats för en auktion som inte hålls i exekutiv ordning.

Har egendomen sålts på annat sätt än exekutivt, skall borgenären för förvaltaren redovisa vad som har flutit in.

Vill inte borgenären själv sälja egendomen, får förvaltaren ombesörja försäljningen. En inteckning i luftfartyg eller i reservdelar till luftfartyg som har lämnats som pant av den intecknade egendomens ägare får dock inte säljas av förvaltaren. Han får bara låta sälja den rätt till andel i inteckningen som enligt vad som är särskilt föreskrivet kan tillkomma gäldenären.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

13 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

dels att i 3, 4, 6, 10, 11, 19-21, 23, 29, 32, 33-35, 38-44 och 46 §§ ordet "bankinspektionen" i olika böjningsformer skall bytas ut mot "finansinspektionen" i motsvarande form,

dels att 13 och 18 §§ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
13 §	
Fondbolaget får inte i fondverksamheten 1. ha hand om egendom som ingår i fonden, 2. ta upp eller bevilja *lån, eller* 3. gå i borgen.	Fondbolaget får inte i fondverksamheten 1. ha hand om egendom som ingår i fonden, 2. ta upp eller bevilja *penninglån,* 3. gå i borgen, *eller* *4. sälja fondpapper som fonden inte förfogar över.*
Fondbolaget får trots bestämmelserna i första stycket ta kortfristiga lån till ett belopp motsvarande högst 10 procent av fondens värde.	
18 §	
Medel som ingår i en värdepappersfond får, med de begränsningar som följer av 19--24 §§, placeras i fondpapper och andra finansiella instrument som är eller inom ett år från emissionen avses bli 1. *inregistrerade* vid en *fondbörs, eller* 2. föremål för regelbunden handel vid någon annan reglerad marknad som är öppen för allmänheten, *under förutsättning att fondbörsen eller marknaden är godkänd av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen, eller finns angiven i fondbestämmelserna.*	Medel som ingår i en värdepappersfond får, med de begränsningar som följer av 19--24 §§, placeras i fondpapper och andra finansiella instrument som är eller inom ett år från emissionen avses bli 1. *noterade* vid en *börs,* *2. noterade vid en auktoriserad marknadsplats, eller* *3.* föremål för regelbunden handel vid någon annan reglerad marknad som är öppen för allmänheten. *En förutsättning för placeringar enligt första stycket är att börsen, marknadsplatsen eller marknaden finns angiven i fondbestämmelserna eller har godkänts av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen för sådana placeringar.*

I en värdepappersfond får det ingå andra fondpapper och finansiella instrument än de som anges i första stycket, dock högst till 10 procent av fondens värde.

Om registrering eller regelbunden handel enligt första stycket inte skett inom ett år från emissionen och de förvärvade instrumenten inte ryms inom tioprocentsgränsen enligt andra stycket, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske. Skälig hänsyn skall därvid tas till fondandelsägarnas intressen.

En värdepappersfond får ha de likvida medel som behövs för verksamheten.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

14 Förslag till

Lag om ändring i insiderlagen (1990:1342)

Härigenom föreskrivs i fråga om insiderlagen (1990:1342)[15]

dels att i 8, 9, 16-20 och 24 §§ ordet "bankinspektionen" i olika böjningsformer skall bytas ut mot "finansinspektionen" i motsvarande form,

dels att 2 och 13 §§ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*

2 §[16]

I denna lag förstås med

1. *handel på värdepappersmarknaden*: handel på börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom värdepappersinstitut,

2. *fondpapper*: aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis),

3. *aktiemarknadsbolag:* svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är *inregistrerade vid Stockholms fondbörs* eller *som trätt i stället för utgivare av sådana aktier (börsbolag) eller svenskt aktiebolag som träffat avtal med värdepappersinstitut om att detta på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC-bolag),*	3. *aktiemarknadsbolag:* svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är *noterade vid en börs* eller *auktoriserad marknadsplats,*

4. *värdepapperscentralen*: Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag.

Vad som föreskrivs om aktie skall också tillämpas på emissionsbevis, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin. Utfärdande av köpoption skall likställas med försäljning av de aktier optionen avser medan utfärdande av säljoption skall likställas med köp av aktierna.

Med fondpapper jämställs i denna lag ränteoption, räntetermin, indexoption och indextermin.

Om fondpapper ägs av två eller flera med samäganderätt, skall en delägare vid tillämpningen av denna lag anses vara ägare till så många av fondpapperen som svarar mot hans lott i det samfällda innehavet.

13 §[17]

Anmälan enligt 9 § om aktieinnehav eller ändring i innehavet skall göras senast fjorton dagar efter det att

1. aktie i bolaget *inregistrerats vid Stockholms fondbörs eller sådant avtal som avses i 2 § första stycket 3 antecknats hos bankinspektionen,*	1. aktie i bolaget *noterats vid en börs eller auktoriserad marknadsplats,*

2. insynsställning uppkommit enligt 8 § första stycket 1, 2, 4, 5 eller 7 eller den som avses med 8 § första stycket 3 eller 6 tagit emot underrättelse enligt 14 eller 15 §,

3. den anmälningsskyldige förvärvat eller överlåtit aktier i bolaget eller annan ändring skett i aktieinnehavet, eller

4. den anmälningsskyldige fått vetskap om att närstående, som avses i 10 §, innehar, förvärvat eller överlåtit aktier i bolaget eller att annan ändring skett i den närståendes aktieinnehav.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

15 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

dels att nuvarande 2 kap. skall upphöra att gälla,

dels att nuvarande 4 kap. 1-3 §§ skall betecknas 5 kap. 1, 2 och 4 §§ och nuvarande 5 kap. betecknas 6 kap.,

dels att 1 kap. 1 § och nya 5 kap. 2 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föras in två nya kapitel, 2 och 4 kap., och en ny paragraf, 5 kap. 3 §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
1 kap.	
1 §	
I denna lag betyder	I denna lag betyder
finansiellt instrument: fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,	*finansiellt instrument*: fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,
fondpapper: aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis),	*fondpapper:* aktie och obligation samt sådana andra delägarrätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis).
option: en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,	
termin: ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,	
clearingverksamhet: verksamhet som går ut på att vid handel med finansiella instrument räkna ut parternas förpliktelser att betala och leverera eller att garantera att dessa förpliktelser fullgörs,	
clearingorganisation: den som bedriver clearingverksamhet.	

2 kap. Prospekt

1 §

Vid emissioner som avses i 2 § och erbjudanden som avses i 3 §, som är riktade till en öppen krets, skall prospekt upprättas om summan av de belopp som till följd av emissionen eller erbjudandet kan komma att erläggas uppgår till minst 300 000 kronor. Ett sådant prospekt skall innehålla de upplysningar som, med hänsyn till de finansiella instrument som avses, behövs för en välgrundad bedömning av emissionen eller erbjudandet.

Prospekt behöver inte upprättas

1. om emissionen eller erbjudandet görs av staten,

2. om emissionen eller erbjudandet avser andelar i en värdepappersfond,

3. om emissionen eller erbjudandet avser fordringsrätter med kortare löptid än ett år,

4. om lägsta beloppet som skall erläggas av en enskild investerare är 300 000 kronor eller mer.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen får meddela föreskrifter om ytterligare undantag från skyldigheten att upprätta prospekt.

2 §

Vid emission av fondpapper som inte är inregistrerade och inte heller avses att inregistreras vid en börs, skall utgivaren upprätta prospekt.

3 §

Vid erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument, skall den som lämnar erbjudandet upprätta prospekt.

4 §

Prospektet skall lämnas in till finansinspektionen med ansökan om registrering. Sedan inspektionen har registrerat prospektet skall det offentliggöras.

För ansökan om registrering av prospekt skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

4 kap. Offentliggörande av aktieinnehav

1 §

Den som har förvärvat eller överlåtit aktier i ett svenskt eller utländskt aktiebolag, som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats, skall inom sju dagar från förvärvet eller överlåtelsen skriftligen anmäla detta till bolaget och till den börs eller auktoriserade marknadsplats där aktier i bolaget är noterade om

1. förvärvet medför att förvärvarens andel av röstetalet för samtliga aktier i bolaget uppnår eller överstiger någon av gränserna 10, 20, 33 1/3, 50 och 66 2/3 procent,

2. överlåtelsen medför att överlåtarens andel av röstetalet för samtliga aktier i bolaget går ned under någon av gränserna i 1.

2 §

Vid tillämpning av 1 § skall följande aktier likställas med förvärvarens eller överlåtarens egna, nämligen sådana som ägs av

1. företag inom samma koncern som förvärvaren eller överlåtaren,

2. den som innehar aktier i bolaget för förvärvarens eller överlåtarens räkning,

3. den som med förvärvaren eller överlåtaren har träffat skriftlig överenskommelse att genom samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning,

4. den, för vilkens aktier förvärvaren eller överlåtaren har fått eller kommer att få utöva rösträtten,

5. make eller sambo till förvärvaren eller överlåtaren,

6. omyndiga barn som står under förvärvarens eller överlåtarens

vårdnad.

Med koncern avses i denna paragraf vad som anges i 1 kap. 2 § aktiebolagslagen (1975:1385).

3 §

Anmälan enligt 1 § skall innehålla uppgift om

1. den anmälningsskyldiges namn och personnummer eller annat identifieringsnummer eller, om den anmälningsskyldige är en juridisk person, firma, organisationsnummer eller annat identifieringsnummer och adress,

2. antal och de slag av aktier som den anmälningsskyldige förfogar över,

3. storleken av ökningen eller minskningen av aktieinnehavet,

4. tidpunkten för ändringen eller ändringarna.

4 §

Aktiebolaget skall, om börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen inte har offentliggjort uppgifterna i en anmälan inom nio dagar från det att bolaget mottog denna, självt offentliggöra dessa uppgifter.

5 §

Börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen får besluta att ett offentliggörande enligt 4 § inte behöver ske om

1. det strider mot något allmänt intresse,

2. det kan allvarligt skada aktiebolaget, såvida inte ett underlåtande att offentliggöra skulle kunna vilseleda allmänheten om bolagets ställning,

3. ett värdepappersinstitut förvärvat eller överlåtit aktierna i sin värdepappersrörelse.

Börsen eller marknadsplatsen skall omedelbart underrätta aktiebolaget om ett beslut om undantag enligt första stycket. Beslutet skall också omedelbart tillställas finansinspektionen som har att pröva om offentliggörande ändå skall ske. Beslutar inspektionen att uppgifter-

na skall offentliggöras, skall börsen eller marknadsplatsen göra detta omedelbart.

5 kap.

3 §

Finansinspektionen får vid vite förelägga någon att göra rättelse om han inte fullgör skyldigheten att

1. upprätta och till finansinspektionen lämna in prospekt enligt bestämmelserna i 2 kap.,

2. göra anmälan till aktiebolag och till börs eller auktoriserad marknadsplats enligt 4 kap. 1 §,

3. offentliggöra uppgifterna i en anmälan enligt 4 kap. 4 §.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

16 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1991:981) om värdepappersrörelse

dels att 3 kap. 8 § och 4 kap. 5 § samt rubriken närmast före 3 kap. 8 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föras in två nya paragrafer, 1 kap. 3 a och 7 a §§ samt närmast före 1 kap. 7 a § en ny rubrik av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	1 kap.
	3 a § *Tillstånd enligt 3 § 2 krävs inte för verksamhet som bedrivs med stöd av en auktorisation som börs eller marknadsplats enligt lagen (1992:000) om börs- och clearingverksamhet.*
	Rapporteringsskyldighet
	7 a § *Ett värdepappersinstitut som utanför en börs för egen eller annans räkning har gjort avslut i finansiella instrument som är inregistrerade vid en börs med svensk auktorisation skall omedelbart anmäla avslutet till börsen.*
Börs- eller noteringsstopp	***Avbrytande av handel***
	3 kap.
	8 §
Under den tid, då sådant beslut om avbrytande av handel *och notering* som avses i *25 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs* gäller, får ett värdepappersinstitut inte handla eller medverka vid handel med ett finansiellt instrument som beslutet avser. En tidigare avtalad affär får dock genomföras.	Under den tid, då *ett* sådant beslut om avbrytande av handel som avses i *10 kap. 1 eller 2 § lagen (1992:000) om börs- och clearingverksamhet* gäller, får ett värdepappersinstitut inte handla eller medverka vid handel med ett finansiellt instrument som beslutet avser. En tidigare avtalad affär får dock genomföras.
Första stycket skall tillämpas	

också under den tid då ett beslut enligt *26 § lagen om Stockholms fondbörs* gäller, om inte regeringen föreskriver annat.	Första stycket skall tillämpas också under den tid då ett beslut enligt *10 kap. 5 § lagen (1992:000) om börs- och clearingverksamhet* gäller, om inte regeringen föreskriver annat.

4 kap.
5 §

Ett värdepappersbolag och ett svenskt bankinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § 3 eller 5 får, trots förbuden i 7 kap. 1 § aktiebolagslagen (1975:1385) och 6 kap. 9 § bankaktiebolagslagen (1987:618), förvärva egna aktier och aktier i moderbolag för att underlätta rörelsen. Detta gäller dock endast aktier *som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller som har utbjudits till försäljning under sådana förhållanden att det är sannolikt att de inom ett år kommer att inregistreras vid fondbörsen och aktier som omfattas av sådant avtal som avses i 2 § första stycket 3 insiderlagen (1990:1342).*	Ett värdepappersbolag och ett svenskt bankinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § 3 eller 5 får, trots förbuden i 7 kap. 1 § aktiebolagslagen (1975:1385) och 6 kap. 9 § bankaktiebolagslagen (1987:618), förvärva egna aktier och aktier i moderbolag för att underlätta rörelsen. Detta gäller dock endast aktier *som är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1993 eller den tidigare dag som regeringen bestämmer.

1. Senaste lydelse 1991:983.
2. Lagen omtryckt 1982:739. Senaste lydelse av 12 kap. 8 § 1990:367.
3. Senaste lydelse 1991:985.
4. Senaste lydelse 1982:629.
5. Lagen omtryckt 1989:713.
6. Senaste lydelse 1991:987.
7. Senaste lydelse 1991:1767.
8. Lagen omtryckt 1986:522.
9. Senaste lydelse 1991:991.
10. Lagen omtryckt 1991:1857.
11. Senaste lydelse 1989:1087.
12. Senaste lydelse 1990:1307.
13. Senaste lydelse 1991:999.
14. Senaste lydelse 1991:999.

15. Senaste lydelse av 18 § 1991:1005.
16. Senaste lydelse 1991:1005.
17. Senaste lydelse 1991:1005.

Lagrådet

Utdrag ur protokoll vid sammanträde 1992-03-12

Närvarande: justitierådet Bengt Rydin, regeringsrådet Stig von Bahr, jusititerådet Inger Nyström.

Enligt protokoll vid regeringssammanträde den 20 februari 1992 har regeringen på hemställan av statsrådet Lundgren beslutat inhämta lagrådets yttrande över förslg till

1. lag om börs- och clearingverksamhet,
2. lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev,
3. lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse,
4. lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385),
5. lag om ändring i lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.,
6. lag om ändring i sekretesslagen (1980:100),
7. lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713),
8. lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729),
9. lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande,
10. lag om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden,
11. lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618),
12. lag om ändring i konkurslagen (1987:672),
13. lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder,
14. lag om ändring i insiderlagn (1990:1342),
15. lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,
16. lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Förslagen har inför lagrådet föredragits av hovrättsassessorn Göran Haag.

Svenska Bankföreningen har till lagrådet inkommit med en den 25 februari 1992 dagtecknad skrivelse till vilken fogats två till finansdepartementet avgivna yttranden i lagtiftningsärendet.

Förslagen föranleder följande yttrande av *lagrådet*

Allmänt

Lagstiftningen om handel med värdepapper är sedan en tid föremål för genomgripande reformer. Grundvalen i detta arbete är värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden. En del av de förslag som lagts fram i betänkandet har redan lett till ny lagstiftning, nämligen insiderlagen (1990:1342), lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Föreliggande lagrådsremiss omfattar de återstående delarna av kommitténs betänkande. Dessutom behandlas en skrivelse till finansdepartementet från styrelsen för Stockholms fondbörs angående ombildning av samma börs till aktiebolag. Tyngdpunkten i remissen utgörs av förslaget

till en ny lag om börs- och clearingverksamhet (i fortsättningen förkortad börslagen). Genom den lagen ersätts det nuvarande monopolet för Stockholms fondbörs med bestämmelser om etableringsfrihet. Det öppnas med andra ord möjlighet till konkurrens mellan flera börser i landet. Stockholms fondbörs, som nu regleras genom en särskild lag, skall ombildas till aktiebolag och därmed falla in under den allmänna börslagen.

En grundläggande tanke i lagförslaget är att företag, som driver verksamhet med ändamål att åstadkomma handel med finansiella instrument, skall kunna få auktorisation antingen som börs eller som — enligt den föreslagna men inte helt träffande benämningen — marknadsplats. Medlemskretsen vid en börs kan endast bestå av riksbanken, värdepappersinstitut och utländska företag som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel. När det gäller auktoriserad marknadsplats får också andra företag delta i handeln.

Vad som här ytterligare kan böra framhållas särskilt är att företag med auktorisation eller tillstånd enligt börslagen skall stå under tillsyn av finansinspektionen. Reglerna om tillsyn kan sägas ytterst gå ut på att främja en sund utveckling av värdepappersmarknaden.

De framlagda lagförslagen har föregåtts av ett grundligt beredningsarbete. Utöver remissbehandling av såväl värdepappersmarknadskommitténs betänkande som skrivelsen från Stockholms fondbörs har inom finansdepartementet hållits en hearing med myndigheter, organisationer och andra berörda. Dessa har därutöver beretts tillfälle att skriftligen komma in med ytterligare synpunkter.

I lagstiftningsärendet förekommande frågor har sålunda fått en ingående och allsidig belysning. De i remissen upptagna lagförslagen, som på många håll är försedda med utförliga och vägledande motiveringar, bär också prägel av att vara i sak väl övervägda. Detta gäller såväl i fråga om lagstiftningens huvuddrag som beträffande enskildheterna.

De remitterade lagförslagen innebär också en anpassning till förekommande EG-direktiv som rör börs- och värdepappershandel.

Om man ser lagstiftningen på värdepappersmarknaden i stort, kan den ge intryck av att vara onödigt splittrad. Det är många lagar - även andra än som nämnts i det föregående, t.ex. lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och lagen (1988:606) om finansbolag - som aktörerna på marknaden har att hålla reda på. Att åstadkomma ett mera sammanhållet regelverk på området synes dock stöta på svårigheter. I vart fall kan en sådan operation inte övervägas i detta sammanhang.

Det anförda leder till att lagrådet inte har något att erinra mot de framlagda lagförslagen i huvudsak. I anslutning härtill bör särskilt påpekas att vad som i avsnitt 4 i remissprotokollet föreslås beträffande de närmare villkoren vid ombildningen av Stockholms fondbörs till aktiebolag inte utmynnar i något lagförslag och inte omfattas av lagrådets granskning.

I vissa hänseenden har lagrådet emellertid anmärkningar att göra. Dessa redovisas vid de olika lagförslagen i det följande. En av de åsyftade anmärkningarna är av mera övergripande natur och bör därför lämpligen behandlas redan i detta inledande sammanhang. Vad som avses är frågan om den föreslagna lagstiftningens förhållande till utländska börser.

Det är tydligt att regleringen i den nya börslagen i princip bara gäller för svenska börser och marknadsplatser. Av lagen framgår (1 kap. 2 §) att dessutom även utländska företag med filial i Sverige kan omfattas. Utländska börser i övrigt faller naturligen utanför den svenska börslagen.

I fråga om de andra remitterade lagförslagen - vilka utgör ändringar i gällande lagar - är det däremot oklart om regleringen är avsedd uteslutande för svenska börser (resp. marknadsplatser) eller om den har syftning också på utländska börser. För att ta ett exempel: När det i förslaget till lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse talas om "värdepapper som är noterat vid en börs eller auktoriserad marknadsplats", menas då endast svenska företag eller även utländska? Motsvarande fråga inställer sig beträffande det stora flertalet av de övriga framlagda lagförslagen. Frågan synes inte kunna besvaras enhetligt över hela linjen. Det är enligt lagrådets mening nödvändigt att förslagen under det fortsatta lagstiftningsarbetet förtydligas i här berörda hänseende.

När det gäller den föreslagna börslagen har som framgår nedan lagrådet också funnit anledning att ta upp vissa frågor av konstitutionell natur.

Förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet

Det remitterade lagförslaget innehåller åtskilliga bestämmelser om delegation av riksdagens normgivningsmakt. I ett fall är normgivningen delegerad till regeringen (11 kap. 9 §) medan normgivningen i andra fall är delegerad till regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen (2 kap. 5 §, 5 kap. 1 och 5 §§, 9 kap. 4 § och 11 kap. 2 §).

Bestämmelsen i 11 kap. 9 § ger regeringen rätt att meddela föreskrifter om avgifter för finansinspektionens verksamhet. Den till regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen delegerade normgivningsrätten avser föreskrifter om storleken av aktiekapital (alternativt summan av medlems- och förlagsinsatser) för en börs (2 kap. 5 §), föreskrifter om villkor för inregistrering (5 kap. 1 §), föreskrifter om undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt (5 kap. 5 §), föreskrifter om säkerhetskrav vid clearingen (9 kap. 4 §) samt föreskrifter om upplysningsplikt och redovisning (11 kap. 2 §). Bemyndigandet i 2 kap. 5 § avseende aktiekapitalets eller insatskapitalets storlek gäller även auktoriserad marknadsplats och clearingorganisation (7 kap. 2 § resp. 8 kap. 4 §).

I 8 kap. 2 § regeringsformen (RF) anges att föreskrifter om enskildas personliga ställning samt om deras personliga och ekonomiska förhållanden inbördes skall meddelas genom lag. Som exempel på sådana föreskrifter nämns föreskrifter om avtal samt om bolag, föreningar, samfälligheter och stiftelser. Befogenheten att utfärda föreskrifter som avses i 8 kap. 2 § RF kan inte delegeras till regeringen eller annan. Regler som tar sikte på enskildas personliga ställning och ekonomiska förhållanden inbördes sägs därför tillhöra det obligatoriska lagområdet. Med enskild avses i RF såväl fysiska personer som aktiebolag, föreningar och andra juridiska personer.

Enligt 8 kap. 3 § första stycket RF skall föreskrifter om förhållandet mellan enskilda och det allmänna - såvida fråga är om åligganden för enskilda eller i övrigt avser ingrepp i enskildas personliga eller ekonomiska förhållanden - meddelas genom lag. Av 8 kap. 7 och 9 §§ framgår emellertid att vissa av de i 8 kap. 3 § RF angivna ämnena kan delegeras till regeringen. Det delegerbara området gäller bl.a. kreditgivning och näringsverksamhet (8 kap. 7 § första stycket 3 RF) och avgifter (8 kap. 9 § andra stycket RF). Föreskrifter om skatt kan inte delegeras.

Ett av riksdagen lämnat bemyndigande enligt 8 kap. 7 eller 9 § RF kan enligt 8 kap. 11 § RF kompletteras med ett medgivande för regeringen att överlåta till förvaltningsmyndighet att meddela bestämmelser i ämnet.

Det sagda innebär att föreskrifter om enskildas personliga ställning och inbördes ekonomiska förhållanden måste meddelas genom lag. Föreskrifter om bildande och likvidation av aktiebolag liksom föreskrifter som gäller relationen mellan ett bolag och dess ägare och borgenärer kan alltså inte delegeras. Föreskrifter som gäller enskildas åligganden gentemot det allmänna är däremot - bortsett från skatter - i betydande omfattning möjliga att delegera. Till detta s.k. fakultativa lagområde hör bl.a. normgivning avseende villkor för näringsverksamhets bedrivande.

Remissprotokollet innehåller inte några uttalanden om förhållandet mellan de i börslagen föreslagna bemyndigandena och reglerna i 8 kap. RF. Det finns dock anledning att utgå från att förslagen grundas på uppfattningen att bemyndigandena avser sådana näringsrättsliga föreskrifter som riksdagen kan delegera med stöd av 8 kap. 7 och 11 §§ RF och sådana föreskrifter om avgifter som kan delegeras med stöd av 8 kap. 9 § RF.

Enligt lagrådets mening får bemyndigandena om villkor för inregistrering av fondpapper (5 kap. 1 §), undantag från skyldigheten att upprätta börsprospekt (5 kap. 5 §), säkerhetskrav vid clearingen (9 kap. 4 §) samt skyldigheten att lämna upplysningar (11 kap. 2 §) anses falla inom det näringsrättsliga området. Likaså får avgifterna för bekostande av finansinspektionens verksamhet (11 kap. 9 §) anses vara av sådant slag att rätten att utfärda föreskrifter kan delegeras till regeringen. Nu nämnda bemyndiganden föranleder därför inte någon erinran från lagrådets sida.

Mer tveksamt är om föreskrifter rörande storleken av ett bolags aktiekapital (från motsvarande kapital för ekonomiska föreningar bortses för enkelhetens skull i den fortsatta framställningen) och föreskrifter om redovisning kan anses tillhöra det fakultativa lagområdet. Skäl kan anföras för att föreskrifter i dessa ämnen faller under 8 kap. 2 § RF och därmed inte lagligen kan delegeras. Lagrådet behandlar i det följande de båda bemyndigandena var för sig.

Föreskrifter om aktiekapitalets storlek

Till det obligatoriska lagområdet hänförs, som nämnts i det föregående, bl.a. föreskrifter om bolag. Härmed avses i första hand regler som är av konstitutiv betydelse för ett bolag, dvs. regler som tar sikte på bildande och upplösning av ett bolag. Föreskrifter av detta slag berör såväl

bolagets "personliga ställning" som bolagets förhållande till andra enskilda personer, exempelvis borgenärer och aktieägare.

Det i börslagen (2 kap. 5 §) föreslagna bemyndigandet för regeringen eller finansinspektionen att meddela närmare föreskrifter om aktiekapitalets storlek för en börs (auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation) som bedrivs i aktiebolagsform omfattar formellt sett inte regler av konstitutiv aktiebolagsrättslig natur. Ett i föreskriftsform uppställt krav på minsta aktiekapital medför inte med nödvändighet att det bolag som inte uppfyller kravet måste träda i likvidation. Följden blir endast att bolaget blir tvunget att upphöra med sin verksamhet som börs och därmed övergår till att bli ett "vanligt" aktiebolag. Bemyndigandet rörande aktiekapitalets storlek kan med detta synsätt framstå som ett sådant offentligrättsligt bemyndigande av näringsrättsligt slag som enligt 8 kap. 3 och 7 §§ RF är delegerbart.

Mot detta resonemang kan anföras att det ofta torde vara orealistiskt för en börs att börja driva en helt annan verksamhet. En föreskrift som innebär en avveckling av börsverksamheten får därmed i praktiken nära nog samma effekt som en föreskrift om upplösning av bolaget. Det kan vidare hävdas att krav rörande aktiekapitalets storlek inte bara gäller bolagets existens utan också berör det grundläggande förhållandet mellan bolaget och dess ägare ävensom - indirekt - bolagets borgenärer. Föreskrifter om enskildas inbördes ekonomiska förhållanden tillhör, som nämnts flera gånger, det obligatoriska lagområdet.

I detta sammanhang kan det finnas skäl att erinra om att gränsdragningen mellan det obligatoriska och det fakultativa lagområdet behandlats i andra lagstiftningsärenden rörande finansiell verksamhet. I den lagrådsremiss som låg till grund för lagen (1980:2) om finansbolag föreslogs att regeringen eller den myndighet som regeringen bestämde skulle kunna meddela föreskrifter om vad som utgjorde ett finansbolags egna kapital samt om beräkningen i övrigt av kapitalkravet. Två av lagrådets ledamöter ansåg att detta bemyndigande avsåg en föreskrift om ett finansbolags "personliga ställning" och därmed fick anses vara av den natur som omfattades av föreskrifterna i 8 kap. 2 § RF. Lagrådets två övriga ledamöter uttalade däremot att den sakliga innebörden av lagförslaget var att bolag, som önskade driva finansieringsverksamhet, till kundernas skydd ålades att uppfylla vissa krav i fråga om kapitaltäckningen. Påföljden om dessa villkor inte uppfylldes var att bolaget förbjöds att fortsätta med finansieringsverksamheten. Med hänsyn bl.a. till detta fann dessa ledamöter att det föreslagna bemyndigandet var att hänföra till sådan för enskild betungande offentligrättslig reglering som avsågs i 8 kap. 3 § RF (se prop. 1978/79:170 s. 118 ff).

I propositionen anslöt sig departementschefen till den mening som sistnämnda lagrådsledamöter uttalat och anförde att riksdagen därför med stöd av 8 kap. 3 och 7 §§ RF kunde bemyndiga regeringen att utfärda föreskrifter i ämnet. Av andra skäl föreslog dock departementschefen att bemyndigandet skulle utgå och ersättas av lagregler om kapitaltäckningen (a prop. s. 145 f). Detta blev också riksdagens beslut.

Grundlagsenligheten hos ett bemyndigande att meddela föreskrifter om kapitaltäckning behandlades även i samband med tillkomsten av fondkommissionslagen (1979:748). Näringsutskottet uttalade därvid att - oavsett hur det av regeringen föreslagna bemyndigandet skulle bedömas konstitutionellt - goda skäl förelåg att ersätta bemyndigandet med en materiell kapitaltäckningsbestämmelse (se NU 1978/79:50 s. 4 f och 10 ff). Riksdagen följde utskottets förslag.

Vad som förekommit vid utarbetande av lagen om finansbolag och fondkommissionslagen visar att fog kan föreligga för olika meningar i frågan om det är förenligt med 8 kap. RF att delegera rätten att meddela föreskrifter rörande krav på kapitaltäckning. Det nu aktuella bemyndigandet i börslagen gäller inte kapitaltäckningsregler utan föreskrifter om aktiekapitalets storlek. Med hänsyn till aktiekapitalets fundamentala betydelse för bolagets rättskapacitet synes grundlagsenligheten hos ett bemyndigande beträffande kapitalets storlek kunna i än högre grad ifrågasättas än ett bemyndigande beträffande kapitaltäckning. Enligt lagrådets uppfattning kan det inte uteslutas att domstolar och andra myndigheter kommer att anse sig förhindrade att tillämpa föreskrifter om aktiekapitalets storlek såvida dessa meddelats med stöd av det föreslagna bemyndigandet (jfr 11 kap. 14 § RF).

Föreskrifter om redovisning

Det i 11 kap. 2 § börslagen föreslagna bemyndigandet ger regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, finansinspektionen rätt att meddela föreskrifter om företagens löpande bokföring, årsbokslut och årsredovisning samt förvaring och inventering av värdehandlingar. Till skillnad från de bemyndiganden i fråga om bokföring som infördes i bl.a. fondkommissionslagen och lagen om finansbolag omfattar således det nu förevarande bemyndigandet hela redovisningsområdet.

De grundläggande bestämmelserna om bokföringsskyldighet finns i bokföringslagen (1976:125, BFL). Därutöver finns kompletterande bestämmelser i associationsrättslig lagstiftning. För aktiebolagens vidkommande är sådana bestämmelser införda i 11 kap. aktiebolagslagen (1975:1385, ABL).

En tillämpning av det föreslagna bemyndigandet i börslagen skulle ge regeringen eller finansinspektionen rätt att för aktiebolag, som är börser, meddela bindande föreskrifter om redovisning som avviker från vad som gäller enligt BFL och ABL (jfr 3 § första stycket BFL). I enlighet med vad som konstaterats i det föregående är ett sådant bemyndigande tillåtet bara under förutsättning att föreskrifter om redovisning inte bedöms avse ämne som regleras i 8 kap. 2 § RF utan anses falla under 8 kap. 3 § RF.

Frågan om redovisningsreglernas konstitutionella karaktär synes inte ha analyserats under det lagstiftningsarbete som föregick RF. Inte heller vid tillkomsten av BFL eller annan redovisningslagstiftning torde statsmakterna ha gjort några närmare uttalanden i saken. Huruvida regler om redovisning skall klassificeras som tillhörande det obligatoriska eller det fakultativa lagområdet synes hittills ha diskuterats främst i doktrinen (se

bl.a. Claes Norberg, Reglering och beskattning av banker, Uppsala 1991, med vidare hänvisningar).

Det ankommer - i likhet med vad som är fallet beträffande föreskrifter om aktiekapitalets storlek - i sista hand på domstolarna att avgöra om redovisningslagstiftningen tillhör det obligatoriska lagområdet eller inte. Någon sådan praxis föreligger ännu inte. Enligt lagrådets mening kan det dock knappast råda något tvivel om att åtminstone vissa föreskrifter på redovisningsområdet avser enskildas inbördes ekonomiska förhållanden. Vad som här främst kommer i blickpunkten är bestämmelserna om årsbokslut i 11-21 §§ BFL och reglerna i ABL om årsredovisning och koncernredovisning. Det övergripande syftet med dessa bestämmelser är att förstärka borgenärernas ställning gentemot näringsidkaren. Underlåtenhet från exempelvis ett aktiebolags sida att följa BFL:s och ABL:s regler om värdering av tillgångar och skulder kan föranleda skadeståndsskyldighet för bl.a. bolagets styrelse och verkställande direktör.

Enligt lagrådets mening kan det mot denna bakgrund ifrågasättas om det i remissen föreslagna bemyndigandet beträffande redovisning är förenligt med 8 kap. RF. Det synes även här föreligga en risk för att föreskrifter som kan komma att meddelas med stöd av bemyndigandet inte kommer att följas av domstolarna. Påpekas kan också att remissprotokollet inte innehåller något om det faktiska behov som skall tillgodoses genom den föreslagna rätten att såvitt avser börser m.fl. kunna delegera normgivning på redovisningsområdet. Något motsvarande bemyndigande finns inte för näringsidkare utanför den finansiella sektorn.

Till det sagda kan läggas det faktum att uttaget av inkomstskatt för ett aktiebolag är kopplat till bolagets offentliga redovisning. Som allmän regel gäller nämligen enligt punkt 1 av anvisningarna till 24 § kommunalskattelagen (1928:370) att beräkningen av inkomst skall ske på grundval av den skattskyldiges bokföring. BFL:s värderings- och periodiseringsregler får av denna anledning omedelbar betydelse för skattebelastningen. Detsamma skulle - förutsatt att de befanns grundlagsenliga - gälla föreskrifter om redovisning som utfärdats med stöd av det tilltänkta bemyndigandet i börslagen. Bindande regler av betydelse för skatteuttaget skulle därigenom indirekt kunna utfärdas i form av föreskrifter med lägre konstitutionell status än lag. En sådan ordning måste betecknas som olämplig.

Det anförda ger sammanfattningsvis vid handen att det framstår som osäkert om de i remissen föreslagna bemyndigandena i fråga om aktiekapitalets storlek och företagets redovisning är förenliga med bestämmelserna i 8 kap. RF. Hade förslag av denna innebörd avsetts att för första gången föreläggas riksdagen skulle lagrådet inte ha tillstyrkt förslagen. Bemyndiganden av dessa slag har emellertid tidigare behandlats av riksdagen. Det föreslagna bemyndigandet om aktiekapitalets storlek torde exempelvis ha som förebild i sak likalydande bemyndiganden i 2 kap. 5 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse och i 6 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Bemyndigandet beträffande redovisning (11 kap. 2 §) överensstämmer i princip med de bemyndiganden på redovisnings-

området som lämnats till regeringen eller finansinspektionen i bl.a. 4 kap. 1 § bankrörelselagen (1987:617) och i 6 kap. 2 § lagen om värdepappersrörelse. De i det förevarande lagstiftningsärendet valda lösningarna har alltså tidigare godtagits av riksdagen. Lagrådet har därför viss förståelse för att de konstitutionella aspekterna nu kommit något i bakgrunden.

Det bör understrykas att det sagda inte innebär att från konstitutionell synpunkt tvivelaktiga bemyndiganden kan införas i ny lagstiftning bara därför att bemyndiganden av liknande slag accepterats tidigare. Målsättningen måste rimligen vara att i möjligaste mån undvika lagstiftning som kan vålla problem vid tillämpningen. Å andra sidan ligger det naturligtvis allmänt sett ett värde i att åstadkomma enhetliga regler för delegation på det finansiella området. En helhetslösning bör därför eftersträvas.

Lagrådet vill i detta sammanhang erinra om att regeringen nyligen tillsatt en kommitté för att göra en allmän översyn av redovisningslagstiftningen (dir 1991:71 och 1992:19). Kommittén skall bl.a. överväga om det är motiverat att även i framtiden ha redovisningsregler för finansiella företag som avviker från vad som gäller för företag i allmänhet. Det finns anledning att räkna med att kommittén vid sin översyn kommer att ta upp frågan i vad mån reglerna i 8 kap. RF utgör ett hinder mot delegation av rätten att utfärda redovisningsföreskrifter.

Lagrådet utgår från att redovisningskommitténs arbete ger upphov till en förutsättningslös prövning från statsmakternas sida rörande utrymmet för och lämpligheten av att på redovisningsområdet delegera normgivningen till regeringen eller annat organ. I anslutning till den problematiken synes det naturligt att också ta ställning till lagligheten av bemyndiganden på närliggande områden, exempelvis i fråga om aktiekapitalets storlek. I avvaktan på resultatet av en sådan översyn vill lagrådet inte motsätta sig att det i börslagen införs bemyndiganden av det slag som redan nu finns i annan lagstiftning på det finansiella området.

10 kap. 2 §

Om en börs eller en auktoriserad marknadsplats på skäl som anges i 10 kap. 1 § har beslutat att handeln med ett finansiellt instrument skall avbrytas och detta instrument utgör den underliggande tillgången för optioner eller terminer, skall enligt första stycket i förevarande paragraf även handeln med dessa avbrytas. Detsamma gäller om den underliggande tillgången utgörs av annan egendom och denna saknar tillförlitligt marknadsvärde. Enligt andra stycket i paragrafen får finansinspektionen medge undantag från reglerna i första stycket. Inspektionens medgivande får begränsas till viss tid och förenas med villkor.

Den sist angivna föreskriften rörande medgivandets innehåll återfinns inte på något annat ställe i börslagen. Detta kan uppfattas så, att andra slag av tillstånd som meddelas av finansinspektionen enligt samma lag inte kan förses med villkor. Emellertid torde enligt allmänna förvaltningsrättsliga principer en myndighet, som enligt författning har rätt att ge tillstånd och att medge undantag från förbud, också ha rätt att därvid

foga vissa villkor. En förutsättning är att villkoren ligger inom ramen för de syften som legat till grund för beslutet (jfr Regeringsrättens årsbok 1990 ref 12).

Den föreslagna lagtexten synes mot denna bakgrund kunna leda till missförstånd. Lagrådet förordar att andra meningen i andra stycket av paragrafen utgår.

Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

13 §

Genom en ny punkt i första stycket införs förbud för fondbolag att i fondverksamheten sälja fondpapper som fonden inte förfogar över. Enligt den allmänna motiveringen (avsnitt 8) avses bestämmelsen hindra fondbolag från att utföra s.k. blankningsaffärer. På den svenska värdepappersmarknaden skiljs mellan äkta och oäkta blankning. Utmärkande för den äkta blankningen är att man säljer värdepapper som man fått med förfoganderätt genom en försträckning (lån). Oäkta blankning innebär en försäljning av värdepapper som man över huvud taget inte innehar. Enligt allmänmotiveringen skall det föreslagna förbudet omfatta båda formerna av blankning. I fråga om äkta blankning synes emellertid uttalandet stå i strid med den föreslagna lagtexten. Ett klarläggande bör ske i det fortsatta lagstiftningsarbetet.

18 §

I de inledningsvis omnämnda handlingarna från Svenska Bankföreningen ifrågasätts bl.a. finansdepartementets bedömning av den nuvarande penningmarknadens status. Det görs gällande att den handel som förekommer på den svenska penningmarknaden är "reglerad och öppen för allmänheten" på det sätt som det aktuella EG-direktivet förutsätter för en värdepappersfonds möjligheter till placering på marknaden.

Vad Svenska Bankföreningen sålunda anfört har som framgår av remissprotokollet övervägts vid utarbetandet av lagförslaget. Under föredragningen i lagrådet har upplysts att de av föreningen framförda synpunkterna avses skola behandlas ytterligare under det fortsatta lagstiftningsarbetet. Med hänsyn bl.a. härtill föranleder vad som förekommit i denna del inte något vidare uttalande från lagrådets sida.

Se beträffande förvarande lag även det inledande allmänna avsnittet i fråga om lagens tillämplighet när det gäller utländska börser.

Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

I ingressen till detta lagförslag anges att nya 5 kap. 2 § skall ha ändrad lydelse. Förslaget innehåller emellertid inte någon lagtext till paragrafen, och några motivuttalanden till den finns inte heller. Vid föredragningen inför lagrådet har upplysts att den berörda paragrafen av förbiseende blivit utelämnad i det remitterade förslaget och att den avsedda ändringen

endast utgör en konsekvensändring som en följd av den nya börslagen. Lagförslaget torde böra kompletteras på denna punkt.

I övrigt vill lagrådet hänvisa till vad som i det allmänna avsnittet sagts angående tillämpligheten på utländska börser.

Övriga lagförslag

Bortsett från vad lagrådet i det allmänna avsnittet har uttalat beträffande utländska börser lämnas förslagen utan erinran.

1 Bakgrund

1.1 Den svenska värdepappersmarknaden

Värdepappersmarknaden utgör en viktig del av kapitalmarknaden. Kännetecknande för värdepappersmarknaden är främst förekomsten av en andrahands- eller sekundärmarknad. Värdepapper som getts ut av företag och institutioner på den s.k. primärmarknaden kan göras till föremål för handel. Placerare kan härigenom förändra sitt innehav av värdepapper eller omvandla det till likvida medel. Utan denna möjlighet skulle intresset för investeringar i värdepapper minska avsevärt. Därmed skulle tillgången till riskvilligt kapital bli väsentligt mindre och priset på sådant kapital i motsvarande grad högre. En väl fungerande värdepappersmarknad är således av central betydelse för hela samhällsekonomin.

Handeln på den svenska värdepappersmarknaden bedrivs på i huvudsak tre delmarknader; aktiemarknaden, penning- och obligationsmarknaden och derivatmarknaden. I det följande lämnas först en redogörelse för resp. marknads uppkomst och utveckling. Därefter behandlas system för information och clearing, som är av betydelse för värdepappersmarknaden i sin helhet. Slutligen ges en översikt över nuvarande lagstiftning.

1.1.1 Aktiemarknaden

På aktiemarknaden sker handel med aktier, dvs. andelsrätter i aktiebolag, och andra aktierelaterade värdepapper. Handeln sker huvudsakligen vid Stockholms fondbörs, som sedan år 1979 har ensamrätt att bedriva fondbörsverksamhet i Sverige.

Handel med värdepapper av olika slag har förekommit i Sverige under lång tid. Under 1800-talets första hälft förekom i Stockholm en relativt omfattande börshandel med bl.a. reverser och växlar. Sådan handel förekom också på andra orter. Börserna ombesörjde under denna tid en avsevärd del av den kreditförmedling som affärsbankerna sedermera övertog. I mitten av århundradet gav ökningen av aktiebolagsbildningen ett ökat underlag för handel med aktier. Grunden till Stockholms fondbörs lades genom ett reglemente som utfärdades av regeringen år 1862. Reglementet ersattes år 1901 av en kungörelse angående fondmäklare i Stockholm. Genom lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet tillkom den första egentliga börslagstiftningen. Denna ersattes år 1979 av den nu gällande lagen om Stockholms fondbörs.

Under 1900-talets början präglades börsen av kraftiga kurssvängningar och tidvis omfattande handel. Omsättningen dämpades i slutet av 1930-talet och förblev länge relativt obetydlig. Under 1980-talet skedde en markant förändring. Börsens omsättning ökade från 8 miljarder kronor under år 1980 till 142 miljarder kronor under år 1986. Omsättningen har därefter varit lägre och uppgick under år 1991 till 125 miljarder kronor. Även börskurserna och emissionsaktiviteten ökade kraftigt. Vid slutet av år 1991 uppgick börsvärdet för aktierna på AI- och AII-listorna till 540 miljarder kronor mot 44 miljarder kronor vid utgången av år 1979.

Nyemissioner och introduktioner av nya bolag omfattade under perioden 1981-1990 närmare 60 miljarder kronor.

Stockholms fondbörs började redan år 1974 att i mindre omfattning utnyttja datorer. Sedan år 1989 bedrivs handeln vid Stockholms fondbörs i det datoriserade SAX-systemet (Stockholm Automated Exchange). Systemet medger börsombuden att delta i handeln via datorer på valfri plats. Ombuden behöver därför inte längre vara fysiskt närvarande på börsen och den traditionella handeln vid upprop i börssalen upphörde under år 1990. I SAX kan ombuden registrera köp- och säljorder, inrapportera affärer som genomförts utanför systemet och ta del av information. Alla affärer av normal omfattning skall utföras i SAX. Större affärer får under vissa förutsättningar göras utanför systemet och skall då inrapporteras till SAX. Stockholms fondbörs driver även ett satellitbaserat informationssystem, SIX (Stockholm Information Exchange).

Genom lagstiftning år 1982 lades grunden för en särskild marknad för mindre och medelstora företag, ofta huvudsakligen familjeägda, med mindre aktiespridning, den s.k. OTC-listan. Syftet var att underlätta sådana företags riskkapitalförsörjning. Ett hundratal bolag har sedan starten introducerats på denna marknad. Hösten 1991 återstod ca 50 bolag på OTC-listan. Handeln ägde till en början rum helt utan fondbörsens medverkan men sker sedan juni 1990 i SAX-systemet. Under år 1991 omsatte OTC-handeln 1,6 miljarder kronor.

Under 1980-talet lockades även vissa andra bolag, som inte kunde påräkna notering vid fondbörsen eller på OTC-marknaden, att rikta erbjudanden om aktieteckning till allmänheten. Med tiden uppstod en relativt omfattande handel med sådana papper vid sidan av fondbörsen. Stockholms fondbörs införde år 1988 en särskild s.k. O-lista för oregistrerade värdepapper, där flertalet av dessa aktier noteras. Sedan år 1990 sker även handeln på O-listan i SAX-systemet. Under år 1991 omsatte denna handel 4,1 miljarder kronor.

Det finns även ett relativt stort antal andra företag som har en så vid ägarkrets att en mer eller mindre regelbunden handel i deras aktier har uppstått. Handeln i vissa av dessa aktier rapporteras i massmedia under benämningar som "inofficiella listan", "C-listan", "D-listan" m.fl.

1.1.2 Penning- och obligationsmarknaden

Aktiebolag brukar utöver aktiekapitalet låna kapital för sin rörelse. Detta kan ske genom lån i bank eller annat kreditinstitut. De fordringsrätter som uppstår är inte avsedda att överlåtas och ligger därför utanför värdepappersmarknadsområdet. Större bolag och andra stora låntagare som staten, kommuner och bostadsfinansieringsinstitut kan i stället låna kapital genom att ge ut skuldebrev. Lånevillkoren är standardiserade och varierar främst i fråga om ränta och löptid. Penning- och obligationsmarknaden har traditionellt setts som två skilda delmarknader, men skillnaden har kommit att bli diffus - i huvudsak är skillnaden endast skuldebrevens löptid. I dagligt tal används penningmarknaden som

samlande benämning. Långfristiga lån kallas obligationslån. Vid kortare lån benämns skuldebreven certifikat. Inom grupperna förekommer särskilda beteckningar för olika typer av skuldebrev. Skuldebreven ges som regel ut genom ett emissionsinstitut, vanligen en bank eller ett värdepappersbolag, som bistår bl.a. med upprättande av prospekt.

Praktiskt taget all obligationshandel har sedan länge skett utanför börsen. Nästan alla obligationslån är dock inregistrerade vid börsen. Skälet är att det i placeringsbestämmelserna för stora placerare ofta föreskrivs att placeringar endast får ske i sådana fondpapper som är börsnoterade.

Under 1980-talet växte fram en fristående marknad för handel med kortfristiga räntebärande värdepapper. Grunden för handeln var s.k bankcertifikat och av riksgäldskontoret utgivna statsskuldväxlar.

Information om marknadsläget sprids genom datoriserade informationsnät. I dessa visas endast s.k. indikativa kurser, dvs. information utan förpliktelse för avsändaren. Handeln sker genom telefonkontakter mellan banker, värdepappersbolag och ett fåtal större placerare. Det förekommer även att emissionsinstitut gentemot låntagaren åtar sig att köpa och sälja skuldebrev och därmed upprätthålla en marknad i skuldebrevet. Ett sådant institut brukar kallas market maker.

På penningmarknaden omsätts mycket stora belopp. Tillförlitlig statistik över den totala omsättningen saknas. Under år 1991 har emellertid omsättningen av statspapper, som dominerar marknaden, normalt uppgått till flera tiotals miljarder kronor per dag.

Stockholms fondbörs inledde i slutet av år 1991 handel med obligationer på en särskild obligationsbörs, SOX.

Under lång tid har staten som ett led i sin upplåning emitterat premieobligationer, där avkastningen fördelas genom utlottning av vinster. Premieobligationslånen är noterade på Stockholms fondbörs, där också en stor del av handeln sker; numera i SAX-systemet. Omsättningen i börshandeln med premieobligationer har sjunkit under senare år och uppgick under år 1991 till 4,3 miljarder kronor. Handeln utanför börsen uppgår enligt gjorda beräkningar till 10-25 % av den registrerade börshandeln.

1.1.3 Derivatmarknaden

På derivatmarknaden är det som görs till föremål för handel inte en ekonomisk tillgång som sådan, utan ett avtal som medför en rätt eller skyldighet att i framtiden köpa eller sälja en tillgång till ett visst pris. Avtalet kan således härledas till eller sägas vara ett derivat av en underliggande tillgång. Avtalets värde varierar med marknadspriset på den underliggande tillgången. Denna kan i princip vara vad som helst; råvaror, valuta eller värdepapper som aktier och obligationer. Numera finns även derivatinstrument som baseras på index över t.ex. aktier, obligationer eller råvaror. De viktigaste derivatinstrumenten är optioner och terminer.

En *option* är ett avtal som ger den ena parten (optionsinnehavaren) rätt men inte skyldighet att köpa eller sälja något till ett visst pris. För motparten (optionsutfärdaren) medför avtalet en motsvarande skyldighet att vid anfordran sälja eller köpa det avtalet avser. En *termin* är ett avtal som innebär skyldighet för båda parter att vid en viss framtida tidpunkt köpa eller sälja det avtalet avser till ett vid avtalstillfället överenskommet pris. Optioner och terminer kan användas för att omfördela, minska eller eliminera risker som följer med ett värdepappersinnehav, men kan också vara ett sätt för ägaren att öka avkastningen. Sett från motsatt håll kan någon genom att ta på sig en risk spekulera i hög avkastning i förhållande till det satsade kapitalet.

Options- och terminsliknande avtal har under vissa tidsperioder spelat en betydande roll på marknader av börsliknande slag. Särskilt terminshandel har under lång tid förekommit på internationella valuta- och råvarumarknader. Ursprunget till dagens handel är de options- och terminsmarknader för jordbruksprodukter som uppstod i USA under 1800-talet. Den moderna derivatmarknaden för värdepapper skapades i Chicago år 1973, då standardiserade options- och terminskontrakt, ursprungligen utformade för handel i grismagar och majs, började användas på aktiemarknaden.

I Sverige påbörjades handel med standardiserade aktieoptioner år 1985. Handeln har senare utvidgats till såväl optioner som terminer avseende aktier, aktieindex och räntebärande värdepapper. Hösten 1991 introducerades även standardiserade aktielån. Verksamheten bedrivs av OM Stockholm Aktiebolag (OM). En del av handeln sker direkt i OM:s datasystem genom att värdepappersinstitut lämnar köp- och säljorder via egna terminaler. Den övriga handeln sker genom order per telefon till OM. I OM:s verksamhet ingår även clearing (se avsnitt 2.1.5).

Under år 1991 omsattes aktierelaterade derivatinstrument för sammanlagt drygt 10 miljarder kronor. Det underliggande värdet var emellertid betydligt högre. Av den totala dagsomsättningen av statspapper, som under år 1991 uppgick till i genomsnitt 30 miljarder kronor, utgör terminshandeln numera normalt 30-40 %.

OM har flera intressebolag utomlands som är godkända options- och terminsbörser. Ett helägt dotterbolag, OM London Ltd, har etablerat en i London auktoriserad börs (Recognized Investment Exchange) för handel med och clearing av optioner och terminer. OM London är länkad till handeln i Sverige och därigenom erhålls en i princip gemensam marknad.

1.1.4 Informationssystem

En väl fungerande värdepappersmarknad förutsätter att investerarna har tillgång till uppgifter om t.ex. kurser och omsättning. Sådan information har sedan länge spritts genom dagspressen, men också genom radio och numera även televisionen. Teknikens utveckling har under senare år öppnat möjligheter att genom elektroniska nätverk och liknande få tillgång till mer aktuell och ibland omedelbar (i realtid) information om marknadsläget. De elektroniska handelssystem som beskrivits tidigare

ger även den information som behövs för den omedelbara handeln. Hit hör t.ex. SAX, där informationen kan presenteras både i form av orderböcker och som marknadssammanfattningar.

En översikt över de i Sverige mest använda fristående elektroniska informationssystemen finns i prop. 1990/91:142 s. 59-61.

1.1.5 Clearing m.m.

Handeln på värdepappersmarknaden förutsätter rutiner eller system både för uträkning av parternas förpliktelser och för betalning och leverans. Dessa funktioner har i Sverige traditionellt sammanfattats i begreppet clearing. I internationellt språkbruk avser termen clearing uträkningen av parternas förpliktelser medan beräkningen av nettoförpliktelserna, eller utjämningen, vanligen benämns netting. Den faktiska leveransen och betalningen kallas internationellt för settlement. Den svenska termen clearing motsvaras således internationellt av uttrycket "clearing and settlement". I direktiven (dir 1991:111) till utredningen om clearingverksamhet och kontosystem används uttrycken "clearing och avveckling" resp. "betalning och leverans".

Clearingverksamhet kan ha olika omfattning, från enbart registerhållning och uträkning av parternas förpliktelser till centraliserad leverans av värdepapper och i vissa fall även betalning. Den som gör en värdepappersaffär löper en risk att motparten inte fullgör sina förpliktelser. Det förekommer därför att en clearingorganisation övertar dessa s.k. motpartsrisker antingen genom att träda in som part mellan köpare och säljare eller genom att ställa garantier gentemot parterna.

Huvuddelen av aktiehanteringen på den svenska aktiemarknaden sker i ett kontobaserat värdepapperssystem, VP-systemet, vilket handhas av Värdepapperscentralen VPC AB (VPC). Inom VP-systemet saknas aktiebrev och andra andels- eller fordringsbevis och de rättsverkningar som var förbundna med sådana värdepapper knyts i stället till en registrering på ett s.k. VP-konto. Systemet tillämpas sedan den 1 januari 1991 fullt ut på aktierelaterade instrument. Obligationer och andra fordringsrätter kan också registreras. Alla ändringar av registreringar, t.ex. vid köp, försäljning och pantsättning, görs av s.k. kontoförande institut (KI), främst banker och värdepappersbolag, som fungerar som ombud för ägaren. En värdepappersinnehavare kan ha ett eget VP-konto eller vara förvaltarregistrerad hos ett värdepappersinstitut. VP-systemet innehåller även clearingfunktioner. VPC tar fram uppgifter om vilka likvider som skall erläggas för gjorda affärer och kontrollerar att betalning erlagts innan omregistrering sker. Betalningen sker emellertid via de kontoförande instituten och VPC har inte något ansvar för den delen av avvecklingen av affärer.

På penningmarknaden finns inget utbyggt system för clearing. Utbyte av värdepapper och likvider sker i stället direkt mellan parterna, utom beträffande sådana obligationer som är registrerade hos VPC. De stora aktörerna på marknaden har bedrivit ett långt framskridet arbete med att skapa en clearingorganisation, Penningmarknadscentralen PMC.

Penningmarknadssystemet har emellertid inte tagits i bruk. För detta ändamål beslutad lagstiftning har inte heller trätt i kraft.

På derivatmarknaden ombesörjer OM clearingen av alla instrument som handlas i OM:s system. OM ansvarar även för betalning och leverans och eliminerar de s.k. motpartsriskerna. Detta sker genom att OM inträder som part mellan köpare och säljare. OM erbjuder också clearing av instrument som handlas utanför OM:s system.

1.1.6 Gällande lagstiftning

Värdepappersmarknaden regleras genom författningar, myndighetsföreskrifter, börsregler, allmänna avtalsvillkor och rekommendationer från branschorgan. Här redovisas de viktigaste författningarna rörande bl.a. Stockholms fondbörs och värdepappersrörelse m.m.

Lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs innehåller bestämmelser om ensamrätt till fondbörsverksamhet och om börsens organisation och förvaltning, börsens verksamhet och börsmedlemskap m.m. I förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs finns regler om bl.a. inregistrering av fondpapper och om hur handeln vid börsen skall bedrivas.

Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, som trädde i kraft den 1 augusti 1991, innehåller bestämmelser riktade till samtliga aktörer på värdepappersmarknaden om hur handeln på marknaden skall bedrivas, däribland regler om förfoganden över finansiella instrument som tillhör någon annan. All handel med finansiella instrument skall enligt lagen bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte äventyras. I lagen finns även grundläggande bestämmelser för den tidigare inte lagreglerade handeln med optioner och terminer samt vissa regler om clearing av sådana instrument, bl.a beträffande krav på ställande av säkerhet. Om clearing i övrigt saknas särskilda bestämmelser. Detsamma gäller informationssystem.

Fondkommissionslagen (1979:748) ersattes den 1 augusti 1991 av *lagen (1991:981) om värdepappersrörelse*. Lagen innehåller regler för företag som bedriver verksamhet på värdepappersmarknaden (värdepappersrörelse). För sådan rörelse gäller samma allmänna sundhetskrav som föreskrivs i lagen om handel med finansiella instrument. Tillstånd av finansinspektionen fordras för företag som yrkesmässigt tillhandahåller någon av följande tjänster.

- Handel med finansiella instrument i eget namn för annans räkning (kommissionshandel).
- Förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller i annat fall medverkan vid transaktioner avseende sådana instrument.
- Handel med finansiella instrument för egen räkning.
- Förvaltning av annans finansiella instrument.
- Garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper eller offentligt erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument.

Tillstånd att bedriva värdepappersrörelse får ges till svenska aktiebolag, bankinstitut och utländskt företags filial. Dessa kallas med en gemensam benämning värdepappersinstitut. Företag som beviljats tillstånd får inom ramen för tillståndet bedriva finansiell rådgivning, ta emot värdepapper för förvaring, ta emot medel med redovisningsskyldighet samt, efter särskilt tillstånd från finansinspektionen, mot betryggande säkerhet lämna kredit och ta emot kunders medel på konto (inlåning). Lagen innehåller vidare regler om bl.a. kapitalstorlek, kapitaltäckning och ansvarsförsäkring.

Bestämmelserna om VP-systemet, som beskrivits i avsnitt 1.1.5, återfinns i *aktiekontolagen (1989:827)*.

Bestämmelser om insiderhandel fanns tidigare i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden. Dessa har ersatts av *insiderlagen (1990:1342)* som trädde i kraft den 1 februari 1991. Insiderlagen innehåller betydligt strängare regler mot insiderhandel. Var och en som genom anställning, uppdrag eller annan befattning har fått kunskap om en icke offentliggjord väsentligt kurspåverkande omständighet förbjuds att utnyttja denna kunskap för handel på värdepappersmarknaden. Den som i sin handel använder ett tips erhållet från en sådan person kan också straffas för insiderbrott. Insiderlagen är en anpassning till reglerna i EG:s direktiv om insiderhandel.

Lagen (1990:1114) om värdepappersfonder innebär en anpassning till EG:s regler om sådana fonder och medför bl.a. att fonder i större omfattning än tidigare åläggs att informera om sin verksamhet.

I *aktiebolagslagen (1975:1385)*, som innehåller de grundläggande reglerna om aktiebolag, finns regler om bl.a. emission av aktier m.m. och om prospekt. Därutöver kan nämnas *lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.*, den s.k. LEO-lagen.

Den 1 juli 1989 upphävdes i huvudsak de återstående svenska valutarestriktionerna. Avvecklingen skulle dock ske så att skattekontroll och statistikinsamling kunde upprätthållas. I detta syfte tillkom *lagen (1990:750) om betalningar till och från utlandet m.m.* som bl.a. innehåller regler om att betalningar till eller från Sverige och köp eller försäljningar av utländska fondpapper i utlandet skall ske genom en auktoriserad valutahandlare resp. ett av riksbanken godkänt värdepappersinstitut.

1.2 Internationella förhållanden

1.2.1 Den internationella utvecklingen

Under de senaste årtiondena har den tekniska utvecklingen och den alltmer omfattande ekonomiska integrationen mellan olika länder medfört en ökad internationalisering av värdepappersmarknaderna. Dessa har knutits samman i ökad omfattning och i former som tidigare delvis varit okända. Tidigare legala hinder som valutaregleringar har i stor utsträckning avvecklats.

På åtskilliga marknadsplatser sker värdepappershandeln numera helt eller delvis i datoriserade system. Information om köp- och säljkurser samt avslut sprids i realtid, dvs. helt utan tidseftersläpning, till mottagare runt världen. Detta innebär att finansiella transaktioner som tidigare har förutsatt fysisk närvaro vid marknadsplatsen i allt större omfattning kan utföras från andra länder. Även beträffande clearing har utvecklingen varit snabb. Registrering av innehav och överlåtelser av värdepapper samt utbyte av likvider sker numera på många håll i datasystem.

De tekniska och organisatoriska framstegen har allmänt sett medfört väsentligt lägre kostnader för bearbetning av information och genomförande av värdepappersaffärer. Framväxten av elektronisk handel har också lett till påtagliga koncentrationstendenser i länder som av tradition haft börshandeln spridd på flera marknadsplatser. Bl.a. har utvecklats gemensamma system för informationsspridning och annat samarbete. I vissa länder har genomförts eller planeras samgåenden mellan konkurrerande marknadsplatser.

Internationaliseringen av värdepappersmarknaderna sker på olika plan.

Den vanligaste formen av internationalisering är *utländska inslag på nationella marknader*. Förekomsten av utländska värdepapper samt utländska kunder och förmedlare på enskilda nationella marknader har successivt ökat i de västliga industriländerna. Ett viktigt inslag är emissioner av värdepapper i andra länder än emittentens hemland. Sådana emissioner och övriga utländska inslag är principiellt av relativt okomplicerad natur eftersom de utländska aktörerna normalt arbetar inom ramen för värdlandets institutioner och regler.

En längre gående internationalisering brukar benämnas *gränsöverskridande verksamhet*, dvs. verksamhet som bedrivs från ett land till ett annat. Gränsöverskridande verksamhet kan avse en eller flera funktioner såsom informationsspridning, marknadsplatser, mäklarverksamhet m.m.

Mellan fondbörser i flera länder förekommer eller planeras överföring på elektronisk väg av information om kursnoteringar och handeln i övrigt. Avsikten är i första hand att lämna information "för kännedom" till de egna börsmedlemmarna. Detta kan sägas vara en passiv form för sammankoppling av marknadsplatser. En aktivare form är samarbete som ger möjlighet till handel direkt på en annan marknadsplats. Gränsöverskridande handel har gett upphov bl.a. till tidsmässiga anpassningar. Vissa amerikanska börser har t.ex ändrat sitt öppethållande så att det passar marknadsplatser i andra tidszoner såsom Fjärran Östern och Europa.

Ännu längre gående internationalisering kan ske i s.k. *övernationella system*. Vanligen är detta marknader utan någon direkt anknytning till nationella system. Den första övernationella marknaden av detta slag var den s.k. Eurobondmarknaden (se vidare avsnitt 1.2.3) för handel i vissa obligationer.

För framtiden kan för värdepappersmarknaden förväntas framväxt av delvis skilda marknader. På en internationell marknad kommer att noteras värdepapper från emittenter av högsta internationella kvalitet. I övrigt kan handeln komma att bli av huvudsakligen nationell karaktär, men med vissa internationella inslag.

Allmänt kan konstateras att innovationer på värdepappersområdet har en tendens att snabbt sprida sig över världen, även till Sverige. Sådana innovationer kommer även i fortsättningen att få snabbt genomslag här. Tänkbara nyheter är t.ex. ny handelsteknik och nya typer av finansiella instrument.

1.2.2 Förhållandena i vissa andra länder

Värdepappershandelns organisation, regelverkets utformning och sätten för tillsyn m.m. varierar på grund av historiska och andra skäl mellan olika länder. Nedan lämnas en kortfattad beskrivning av förhållandena i vissa andra länder. En mer omfattande och detaljerad beskrivning finns i värdepappersmarknadskommitténs betänkande Värdepappersmarknaden i framtiden (SOU 1989:72).

Danmark

Köpenhamns fondbörs är en självägande institution av offentligrättslig karaktär liknande den status Stockholms fondbörs för närvarande har. Fondbörsen har som en av mycket få börser i världen monopol på handel med alla slags värdepapper och på information om kurser och omsättning. Handel och kurssättning skall ske "på en redelig och genomskuelig måde" och så att likabehandling av alla berörda kan säkerställas. För clearing av derivatinstrument finns en särskild organisation. Verksamheten vid fondbörsen regleras av en börslagstiftning som trädde i kraft år 1987. Denna kompletteras av kungörelser utfärdade av industriministern och bestämmelser som utfärdas av börsstyrelsen. Tillsyn över värdepappersmarknaden utövas av myndigheten Finanstilsynet.

Norge

Även Oslo fondbörs är en självägande institution av offentligrättslig karaktär. Verksamheten regleras i en särskild börslag från år 1988 som bl.a. föreskriver tillståndsplikt för börsverksamhet. För sådan verksamhet finns särskilda föreskrifter som fastställs av regeringen. I en lag från år 1985 om värdepappershandel regleras bl.a fondmäklarföretagens uppgifter. Handel med derivatinstrument sker vid Oslo fondbörs. Clearing av sådana instrument ombesörjs av två separata bolag. Tillsyn över värdepappersmarknaden, liksom över banker, finansbolag och försäkringsbolag utövas av myndigheten Kredittilsynet.

Finland

Helsingfors fondbörs drivs sedan år 1984 som ett s.k. andelslag, motsvarande en svensk ekonomisk förening. Till skillnad från de övriga nordiska fondbörserna är Helsingfors fondbörs en rent privaträttslig sammanslutning. Värdepappershandeln regleras av lagstiftning från år 1989. Bestämmelserna omfattar fondbörsens och börsmäklarföretagens verksamhet samt vissa föreskrifter för börsbolagen. En stor del av de konkreta reglerna utfärdas av fondbörsen. Handel med derivatinstrument

förekommer vid två privata börser och regleras i en särskild lag från år 1988. Tillsyn över värdepappersmarknaden utövas av bankinspektionen.

Frankrike

Aktiebörser finns förutom i Paris i en rad städer. Parisbörsen har emellertid en helt dominerande ställning. En successiv samordning av de olika börserna har skett. I Frankrike finns två marknadsplatser för derivatinstrument, MATIF (Marché à Terme International de France) och MONEP (Marché des Options Négociables de Paris). Tillsynen är uppdelad på flera organ på olika nivåer. Finansministern lämnar och återkallar tillstånd för marknadsplatser att utöva handel och stadfäster de regler som utfärdas av styrelserna för aktiebörserna och MATIF. Därutöver finns två statliga tillsynsmyndigheter.

Storbritannien

De organisatoriska formerna för aktiehandeln omdanades radikalt år 1986; denna omvandlingen brukar kallas "the Big Bang". Bl.a. sammanslogs den gamla Londonbörsen och en sammanslutning av utländska mäklarfirmor med verksamhet utanför börsen. Värdepappersmarknaden vid Londonbörsen är den största i Europa och den tredje största i världen. För finansiella derivatinstrument finns flera marknadsplatser, bl.a. Londonbörsens särskilda avdelning LTOM (London Traded Options market), LIFFE (London International Financial Futures Exchange) och tidigare nämnda OM London Ltd. Beträffande de två förstnämnda sker clearing inom särskilda organisationer knutna till resp. marknadsplats. Värdepappersmarknaden regleras av ett lagkomplex, the Financial Services Act, som i sina huvuddelar trädde i kraft år 1988. Systemet kan beskrivas som en långt driven självreglering inom en omfattande ramlagstiftning. Handels- och industriministern har det formella ansvaret för investerarskydd och sunda förhållanden på marknaden. Ministerns ansvar och befogenheter har dock i hög grad delegerats till en privaträttslig "paraplyorganisation", the Securities and Investment Board (SIB), som i sin tur godkänt s.k. självreglerande organisationer.

Tyskland

I Tyskland finns åtta aktiebörser, varav den i Frankfurt är den helt dominerande. Ett par av börserna leds av lokala handelskammare, men de övriga är självständiga privata institutioner. Samarbete mellan börserna sker genom en gemensam organisation. Handel med derivatinstrument sker vid Deutsche Terminbörse (DTB). En ny börslag trädde i kraft år 1989. Tillsyn över marknaden handhas av den federala bankinspektionen, centralbanken (Deutsche Bundesbank), finansdepartementet i Bonn samt delstatsregeringarna.

Den amerikanska aktiemarknaden får ofta representeras av New York Stock Exchange (New Yorkbörsen eller NYSE). Handel med aktier förekommer emellertid vid ytterligare åtta börser. American Stock Exchange i New York har samma heltäckande inriktning som NYSE, medan de övriga har regional karaktär. Handelssystemet NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automatic Quotation), som är ett elektroniskt handelssystem för den amerikanska OTC-marknaden, är världens största enskilda värdepappersmarknad med ca 4 500 företags aktier noterade. De amerikanska börserna är privata organisationer. Handel med derivatinstrument förekommer vid elva renodlade börser. Vissa instrument handlas även på flera aktiebörser. Den största optionshandeln sker på Chicago Board Options Exchange (CBOE). Världens största börs för terminshandel i obligationer m.m. anses vara Chicago Board of Trade (CBOT). En annan viktig marknadsplats för derivatinstrument är Chicago Mercantile Exchange (CME). Värdepappersmarknaden regleras huvudsakligen av tre lagar, the Securities Act, the Securities Exchange Act och the Commodity Exchange Act. Marknaden övervakas av två tillsynsmyndigheter, Securities and Exchange Commission (SEC) och Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Den amerikanska regel- och tillsynsapparaten är vid en internationell jämförelse mycket omfattande.

1.2.3 System för information och handel

De nedan beskrivna systemen har -- i den mån de ger möjlighet till elektronisk handel -- samma grundläggande syfte som en traditionell börs, dvs. att sammanföra anbud från ett större antal aktörer. Tekniken har numera även gjort det möjligt för stora enskilda förmedlare att driva handel i sina egna system där avslut sker på grundval av order direkt från de egna kunderna. Följande system och kopplingar kan illustrera utvecklingen på detta område.

Instinet är ett handelssystem med ca 1 000 anslutna terminaler. I systemet, som huvudsakligen används för större blockorder, noteras ca 10 000 olika amerikanska och brittiska värdepapper.

SEAQ (The Stock Exchange Automated Quotations system) är Londonbörsens helt datoriserade system för marknadsinformation om såväl den brittiska aktiemarknaden som vissa internationella aktier. Handeln sker genom telefonkontakter. Sedan ett par år finns även ett automatiskt avslutssystem som gör telefonkontakter onödiga.

Mellan Londonbörsen och det amerikanska handelssystemet NASDAQ finns ett utbyte av kursinformation för ett stort antal aktier från de två marknaderna. Samarbetet är avsett att utvidgas även till avsluts- och bekräftelsefunktioner.

Eurobondmarknaden är en internationell marknad för obligationer. Handeln har hittills skett på ungefär samma sätt som på den svenska penningmarknaden med budgivning i elektroniska informationssystem och avslut per telefon. Avsluten kan numera bekräftas i ett datoriserat system,

TRAX, som också innehåller information om avslutskurser och omsättning. För den internationella handeln har bildats ett självreglerande organ, AIBD (Association of International Bond Dealers; fr.o.m. den 1 januari 1992 International Securities Market Association eller ISDA), med medlemmar i ca 40 länder.

Länkar eller kopplingar mellan marknadsplatser i olika länder och världsdelar har upprättats även för options- och terminshandel. Sådana länkar finns t.ex. mellan USA och Storbritannien och mellan USA och Asien. OM i Stockholm och OM London i Storbritannien har också länkats samman så att en gemensam marknadsplats för dessa kan erbjudas.

1.2.4 System för clearing och avveckling

Som tidigare framgått är en förutsättning för en väl fungerande värdepappershandel att det finns system för betalning och leverans. I det följande redovisas några exempel på sådana nationellla och internationella system.

Under 1980-talet har i en rad länder införts s.k. värdepapperslösa system för registrering av värdepapper. Som exempel kan nämnas SICOVAM i Frankrike, VPS-systemet i Danmark och VP-systemet i Norge. Ovan har behandlats det svenska VP-systemet. I Tyskland finns två system; ett för leveranser inom landet och ett för leveranser över gränserna. Vid Amsterdambörsen hanteras ungefär en tredjedel av de utländska aktieslagen i ett kontobaserat system.

Ett omfattande system för leverans av aktier finns vid Londonbörsen. En leveranslänk upprättades år 1986 mellan London och Midwest Securities Clearing Corporation (MSCC) i Chicago. Härigenom kan Londonbörsens medlemmar leverera amerikanska värdepapper. Samma år skapades en länk även med International Securities Clearing Corporation (ISCC) i New York som möjliggör för amerikanska mäklare att koppla sig till Londonbörsens system för brittiska aktier. Motsvarande arrangemang finns med clearingföretag i Frankrike, Tyskland och Japan.

Inom den internationella värdepappershandeln arbetar även Euroclear och Cedel. Euroclear, som är baserat i Bryssel, svarar för leverans av vissa obligationer, aktier och icke standardiserade derivatinstrument. Euroclear ägs av ett större antal internationella banker och mäklarföretag. Cedel i Luxemburg hanterar i första hand obligationsaffärer mellan ett antal europeiska banker utanför Storbritannien. Ett hundratal finansiella institutioner utnyttjar clearingfunktionen.

1.2.5 De europeiska gemenskaperna (EG)

EG:s mål är att före utgången av år 1992 ha skapat en gränslös inre marknad för varor, tjänster, kapital och personer. Ett viktig led i skapandet av denna inre marknad är harmoniseringen av medlemsländernas regelsystem inom olika områden.

Det övergripande syftet med regelharmoniseringen vad gäller handeln med värdepapper är att åstadkomma en gemensam marknad där olika aktörer kan emittera och handla med värdepapper över gränserna

samtidigt som investerarna i de olika medlemsländerna får ett likvärdigt grundskydd. De närmare bestämmelserna framgår av ett antal utfärdade direktiv. Flertalet av de aktuella direktiven innehåller bestämmelser knutna till börsnoterade värdepapper. Kärnan utgörs av de tre börsdirektiven.

1979 års direktiv om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (första börsdirektivet) innehåller dels bestämmelser om minimivillkor för att ett värdepapper skall få noteras officiellt vid en fondbörs, dels minimikrav i fråga om den information som emittenter av börsnoterade värdepapper skall offentliggöra.

I 1980 års direktiv om kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (andra börsdirektivet) anges när prospekt måste offentliggöras i samband med börsnotering av aktier, obligationer m.m. och vilka uppgifter ett sådant prospekt skall innehålla.

Direktivet från år 1982 om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs (tredje börsdirektivet) ställer krav på att börsnoterade bolag skall lämna halvårsrapporter om sin verksamhet, omsättning och rörelseresultat.

Innehållet i det andra börsdirektivet har ändrats genom två senare direktiv. Det ena är från år 1987 och innehåller bestämmelser om ömsesidigt godtagande av börsprospekt, som i huvudsak innebär att börsprospekt som godkänts i ett medlemsland skall godtas också vid officiell notering av värdepapperet i ett annat medlemsland. Det andra ändringsdirektivet är från år 1990 och föreskriver att sådant prospekt som godkänts för erbjudande av värdepapper till allmänheten — i enligt med reglerna i det nedan nämnda prospektdirektivet — skall godtas som prospekt vid officiell börsnotering av samma värdepapper.

Till börsområdet får också hänföras ett direktiv från år 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag (flaggningsdirektivet). Direktivet syftar till att garantera att investerarna och allmänheten informeras om när större aktieägare i börsnoterade bolag ökar eller minskar sina innehav och passerar vissa i direktivet stipulerade gränser, varav den lägsta utgörs av 10% av rösterna i bolaget.

Utöver de nu redovisade direktiven med anknytning till börsnoterade värdepapper är slutligen av intresse ett direktiv från år 1989 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten (prospektdirektivet). Detta direktiv kan sägas komplementera det andra börsdirektivet och anger i vilka fall prospekt skall offentliggöras när värdepapper som inte är börsnoterade eller föremål för ansökan om sådan notering utbjuds till allmänheten. Beträffande innehållet i dessa prospekt uppställs krav som är likartade med dem som gäller enligt andra börsdirektivet. Kraven är dock något mindre omfattande i prospektdirektivet.

Det kan noteras att det inom EG inte har antagits några gemensamma regler om etablering av finansiella företag. Således finns inte några direktiv som tar sikte på den som driver börsverksamhet och som anger t.ex. förutsättningarna för att driva börsverksamhet och rörelseregler för sådan verksamhet. Detsamma gäller clearingverksamhet. Det föreligger emellertid förslag bl.a. till direktiv beträffande "investment services". Beroende på hur direktiven på detta område slutligt utformas kan en anpassning av de svenska reglerna bli nödvändig.

Sverige ingav den 1 juli 1991 sin ansökan om att upptas som medlem av EG. Den svenska målsättningen är att ett medlemskap skall kunna förverkligas fr.o.m. år 1995.

I oktober 1991 träffades en preliminär överenskommelse om ett avtal mellan EG och dess medlemsländer och EFTA-länderna, däribland Sverige, om skapandet av ett europeiskt ekonomiskt samarbetsområde, EES. Avtalet innebär att EFTA-länderna kommer att delta i EG:s inre marknad och att det skapas ett gemensamt samarbetsområde där varor, tjänster, kapital och personer kan röra sig fritt över gränserna. Avtalet innebär också att det regelsystem som finns inom EG skall ligga till grund för samarbetet. Detta regelsystem skall EFTA-länderna — med vissa undantag — ha implementerat i nationell lagstiftning till den 1 januari 1993. För Sveriges del innebär detta åtagande bl.a. att bestämmelserna i de ovan redovisade direktiven för värdepappershandel skall ha integrerats i vår lagstiftning till nämnda datum.

1.2.6 OECD

Inom *OECD* (Organisation for Economic Co-operation and Development) bedrivs kontinuerligt ett arbete som syftar till att åstadkomma fria kapitalrörelser mellan medlemsländerna och att avskaffa inbördes restriktioner i fråga om handel med varor och tjänster. Dessa målsättningarna utvecklas i två av OECD beslutade stadgar, nämligen kapitalliberaliseringsstadgan (Code of Liberalisation of Capital Movements) och stadgan för liberalisering av löpande osynliga transaktioner (Code of Liberalisation of Current Invisible Operations). Genom stadgarna, som har bindande verkan, åläggs medlemsländerna dels att inte vidta åtgärder som begränsar den frihet i fråga om kapitalrörelser och löpande osynliga transaktioner som redan har uppnåtts, dels att sträva efter ytterligare liberalisering inom dessa områden.

Väsentliga utvidgningar av de båda stadgarna beslutades i maj 1989 med avseende på bankverksamhet och finansiella tjänster. Därvid utvidgades kapitalliberaliseringsstadgan till att omfatta bl.a. penningmarknadstransaktioner och transaktioner med olika nya finansiella instrument såsom terminer och optioner. Vidare gjordes tillägg i "invisiblestadgan" som kompletterar kapitalliberaliseringsstadgans etableringsregler. Genom dessa tillägg innehåller "invisiblestadgan" bestämmelser om etablering av bl.a. filialer och agenturer till olika finansiella företag. Till sådana räknas bl.a. banker och andra kreditinstitut men också företag som driver olika typer av värdepappersrörelse

liksom företag som sysslar med clearing och settlement. Företag som driver börsverksamhet ingår dock inte.

De aktuella bestämmelserna innebär i huvudsak att medlemsländerna skall tillåta etablering av filialer och agenturer till utländska företag av nämnda slag och att sådana etableringar skall åtnjuta behandling som är likvärdig med vad som gäller för inhemska företags filialer inom det egna landet ("equivalent treatment"). I det fall auktorisation för den utländska etableringen krävs skall vissa i tillägget till "invisiblestadgan" angivna föreskrifter iakttas.

Medlemsländerna har möjlighet att avge reservationer till de nya stadgereglerna. En genomgång av medlemsländernas förslag till sådana reservationer har nyligen slutförts.

1.2.7 Norden

Nordiska ministerrådet (finansministrarna) har på anmodan av Nordiska rådet antagit en ekonomisk handlingsplan för perioden 1989-1992. I handlingsplanen anges bl.a. att de nordiska länderna bör införa etableringsfrihet för finansiella verksamheter från andra OECD-länder. Vidare sägs att man bör sträva efter att koppla samman fondbörserna i de nordiska länderna och att en sammankoppling av börsernas informationssystem därvid utgör ett betydelsefullt första steg. På längre sikt bör också noteringar och handel över de nordiska ländernas gränser möjliggöras. En förutsättning anges vara att länderna accepterar att börsmäklarföretagen får utföra tjänster utan geografiska hinder.

En under ministerrådet lydande arbetsgrupp har — med utgångspunkt i den ekonomiska handlingsplanens riktlinjer och ett uttalande av ministerrådet om att liberalisering av de finansiella tjänsterna i de nordiska länderna bör ses i sammanhang med förhandlingarna mellan EG och EFTA — sammanställt en rapport om nordiskt börssammarbete (Rapport vedrörende börssammarbejde i Norden, Nordiska Seminar- og Arbejdsrapporter 1991:537). Arbetsgruppen har studerat EG:s regler för värdepappershandel och motsvarande bestämmelser inom de nordiska länderna samt lämnat förslag om vad som bör göras för att främja ett närmare börssamarbete i Norden.

I rapporten föreslås att de nordiska ländernas börs- och värdepappersslagstiftningar anpassas till EG:s regler. Därutöver föreslås bl.a. att samarbetet mellan de nordiska tillsynsmyndigheterna utvidgas och att vissa åtgärder vidtas som syftar till att underlätta leverans av värdepapper mellan de nordiska länderna. Arbetsgruppen framför också önskemål om att det sker en harmonisering av de nordiska börsernas handelsregler.

De nordiska finans- och ekonomiministrarna har i juni 1991 gemensamt uttalat att de är eniga om att arbeta vidare med arbetsgruppens förslag.

1.2.8 Internationellt tillsynssamarbete

Internationaliseringen av värdepappersmarknaderna har ställt lagstiftare och tillsynsmyndigheter över hela världen inför nya problem. I många länder har genomförts eller förbereds omfattande förändringar av regel-

verken. Gemensamt för de flesta av dessa synes vara en ökad tonvikt på lagstiftning och en förstärkning av tillsynens roll. Därutöver sker en kontinuerlig översyn av praktiskt taget alla marknader. Delvis har detta framtvingats som en anpassning till ändrade förhållanden. En annan strävan har varit att minska konflikter mellan regelsystem i olika länder.

EG:s arbete för att förverkliga den inre marknaden har skett med utgångspunkt i harmonisering av regler som bas för medlemsstaternas ömsesidiga erkännanden av vad var och en av dem gör för att skydda allmänheten. Harmoniseringen vägleds av en princip om hemlandskontroll. På senare tid har även framhållits principen om hemlandsauktorisation. Den innebär att om ett institut getts auktorisation i ett EG-land skall denna vara tillräcklig för att etablera filialer och erbjuda tjänster inom hela EG-området. Principen bygger på medlemsstaternas godkännande av vissa väsentliga verksamhets- och informationsregler och förtroende för den kontroll som utövas av de enskilda staterna.

EG-direktiven på börs- och värdepappersområdet innehåller således regler om tillsyn och tillsynssamarbete. I direktiven föreskrivs att varje medlemsland skall utse och bemyndiga ett eller flera tillsynsorgan (competent authorities). Tillsynsorganen skall antingen vara offentliga eller organ som är officiellt godkända. I direktiven föreskrivs uttryckligen en skyldighet för dessa "competent authorities" att samarbeta och utbyta information när så erfordras.

Även arbetet inom OECD omfattar överläggningar om samarbete beträffande tillsyn över värdepappersmarknaderna.

År 1974 bildades en sammanslutning för samarbete mellan tillsynsmyndigheter i Nord- och Sydamerika. Fr.o.m. år 1986 utvidgades organisationen till tillsynsmyndigheter från hela världen och antog då namnet International Organisation of Securities Commissions (IOSCO). Ett trettiotal myndigheter är fullvärdiga medlemmar, däribland den svenska finansinspektionen. Flera börser, bl.a. Stockholms fondbörs, deltar som observatörer vid IOSCO:s årskonferenser. Vid sidan av konferenserna sker IOSCO:s arbete i olika grupper. Bl.a. arbetar en teknisk kommitté med frågor om internationella värdepapperstransaktioner.

Inom Norden finns sedan år 1988 en överenskommelse mellan ländernas tillsynsmyndigheter om principer för samarbete. Avtalet behandlar utbyte av information mellan myndigheterna, men förpliktar inte till detta. Informationsutbyte skall ske endast i den utsträckning det kan ske med rimliga arbetsinsatser och kostnader och endast om de upplysningar som lämnas omfattas av samma tystnadsplikt som i avsändarlandet. Överenskommelsen öppnar inte möjlighet till gränsöverskridande tillsyn. I den ovan nämnda rapporten om börssamarbete i Norden föreslås att samarbetet på tillsynsområdet fortsätter och utvidgas, t.ex genom att ett nytt eller fördjupat samarbetsavtal träffas. Arbetsgruppen har därvid hänvisat till motsvarande avtal för tillsyn över banker, som föreskriver informationsutbyte och ger möjlighet till gränsöverskridande tillsyn.

II

(Acts whose publication is not obligatory)

COUNCIL

COUNCIL DIRECTIVE

of 5 March 1979

coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing

(79/279/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Articles 54 (3) (g) and 100 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

Having regard to the opinion of the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas the coordination of the conditions for the admission of securities to official listing on stock exchanges situated or operating in the Member States is likely to provide equivalent protection for investors at Community level, because of the more uniform guarantees offered to investors in the various Member States; whereas it will facilitate both the admission to official stock exchange listing, in each such State, of securities from other Member States and the listing of any given security on a number of stock exchanges in the Community; whereas it will accordingly make for greater interpenetration of national securities markets and therefore contribute to the prospect of establishing a European capital market;

Whereas such coordination must therefore apply to securities, independently of the legal status of their issuers, and must therefore also apply to securities issued by non-member States or their regional or local authorities or international public bodies; whereas this Directive therefore covers entities not covered by the second paragraph of Article 58 of the Treaty and goes beyond the scope of Article 54 (3) (g) while directly affecting the establishment and functioning of the common market within the meaning of Article 100;

Whereas there should be the possibility of a right to apply to the courts against decisions by the competent national authorities in respect of the application of this Directive, although such right to apply must not be allowed to restrict the discretion of these authorities;

Whereas, initially, this coordination should be sufficiently flexible to enable account to be taken of present differences in the structures of securities markets in the Member States and to enable the Member States to take account of any specific situations with which they may be confronted;

Whereas, for this reason, coordination should first be limited to the establishment of minimum conditions for the admission of securities to official listing on stock exchanges situated or operating in the Member States, without however giving issuers any right to listing;

Whereas, this partial coordination of the conditions for admission to official listing constitutes a first step towards subsequent closer alignment of the rules of Member States in this field,

(1) OJ No C 56, 10. 3. 1976, p. 3.
(2) OJ No C 238, 11. 10. 1976, p. 38.
(3) OJ No C 204, 30. 8. 1976, p. 5.

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

SECTION I

General provisions

Article 1

1. This Directive concerns securities which are admitted to official listing or are the subject of an application for admission to official listing on a stock exchange situated or operating within a Member State.

2. Member States may decide not to apply this Directive to:

— units issued by collective investment undertakings other than the closed-end type,

— securities issued by a Member State or its regional or local authorities.

Article 2

For the purposes of applying this Directive:

(a) collective investment undertakings other than the closed-end type shall mean unit trusts and investment companies:

— the object of which is the collective investment of capital provided by the public, and which operate on the principle of risk spreading, and

— the units of which are, at the request of holders, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of the assets of these undertakings. Action taken by such undertakings to ensure that the stock exchange value of its units does not significantly vary from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption;

(b) units shall mean securities issued by collective investment undertakings as representing the rights of participants in the assets of such undertakings;

(c) European unit of account shall mean the unit of account as defined in Article 10 of the Financial Regulation of 21 December 1977 applicable to the general budget of the European Communities (1).

Article 3

Member States shall ensure that:

— securities may not be admitted to official listing on any stock exchange situated or operating within their territory unless the conditions laid down by this Directive are satisfied, and that

— issuers of securities admitted to such official listing, whether admission takes place before or after the date on which this Directive is implemented, are subject to the obligations provided for by this Directive.

Article 4

1. The admission of securities to official listing shall be subject to the conditions set out in Schedules A and B to this Directive, relating to shares and debt securities respectively.

2. The issuers of securities admitted to official listing must fulfil the obligations set out in Schedules C and D to this Directive, relating to shares and debt securities respectively.

3. Certificates representing shares may be admitted to official listing only if the issuer of the shares represented fulfils the conditions set out in I (1) to I (3) of Schedule A and the obligations set out in Schedule C and if the certificates fulfil the conditions set out in II (1) to II (6) of Schedule A.

Article 5

1. Subject to the prohibitions provided for in Article 6 and in Schedules A and B, the Member States may make the admission of securities to official listing subject to more stringent conditions than those set out in Schedules A and B or to additional conditions, provided that these more stringent and additional conditions apply generally for all issuers or for individual classes of issuer and that they have been published before application for admission of such securities is made.

2. Member States may make the issuers of securities admitted to official listing subject to more stringent obligations than those set out in Schedules C and D or to additional obligations, provided that these more stringent and additional obligations apply generally for all issuers or for individual classes of issuer.

3. Member States may, under the same conditions as those laid down in Article 7, authorize derogations from the additional or more stringent conditions and obligations referred to in paragraphs 1 and 2 hereof.

4. Member States may, in accordance with the applicable national rules require issuers of securities admitted to official listing to inform the public on a regular basis of their financial position and the general course of their business.

(1) OJ No L 356, 31. 12. 1977, p. 1.

Article 6

Member States may not make the admission to official listing of securities issued by companies or other legal persons which are nationals of another Member State subject to the condition that the securities must already have been admitted to official listing on a stock exchange situated or operating in one of the Member States.

Article 7

Any derogations from the conditions for the admission of securities to official listing which may be authorized in accordance with Schedules A and B must apply generally for all issuers where the circumstances justifying them are similar.

Article 8

Member States may decide not to apply the conditions set out in Schedule B and the obligations set out in A (4) (a) and (c) of Schedule D in respect of applications for admission to official listing of debt securities issued by companies and other legal persons which are nationals of a Member State and which are set up by, governed by or managed pursuant to a special law where repayments and interest payments in respect of those securities are guaranteed by a Member State or one of its federal states.

SECTION II

Authorities competent to admit securities to official listing

Article 9

1. Member States shall designate the national authority or authorities competent to decide on the admission of securities to official listing on a stock exchange situated or operating within their territories and shall ensure that this Directive is applied. They shall inform the Commission accordingly, indicating, if appropriate, how duties have been allocated.

2. Member States shall ensure that the competent authorities have such powers as may be necessary for the exercise of their duties.

3. Without prejudice to the other powers conferred upon them, the competent authorities may reject an application for the admission of a security to official listing if, in their opinion, the issuer's situation is such that admission would be detrimental to investors' interests.

Article 10

By way of derogation from Article 5, Member States may, solely in the interests of protecting the investors, give the competent authorities power to make the admission of a security to official listing subject to any special condition which the competent authorities consider appropriate and of which they have explicitly informed the applicant.

Article 11

The competent authorities may refuse to admit to official listing a security already officially listed in another Member State where the issuer fails to comply with the obligations resulting from admission in that Member State.

Article 12

Without prejudice to any other action or penalties which they may contemplate in the event of failure on the part of the issuer to comply with the obligations resulting from admission to official listing, the competent authorities may make public the fact that an issuer is failing to comply with those obligations.

Article 13

1. An issuer whose securities are admitted to official listing shall provide the competent authorities with all the information which the latter consider appropriate in order to protect investors or ensure the smooth operation of the market.

2. Where protection of investors or the smooth operation of the market so requires, an issuer may be required by the competent authorities to publish such information in such a form and within such time limits as they consider appropriate. Should the issuer fail to comply with such requirement, the competent authorities may themselves publish such information after having heard the issuer.

Article 14

1. The competent authorities may decide to suspend the listing of a security where the smooth operation of the market is, or may be, temporarily jeopardized or where protection of investors so requires.

2. The competent authorities may decide that the listing of the security be discontinued where they are satisfied that, owing to special circumstances, normal regular dealings in a security are no longer possible.

Article 15

1. Member States shall ensure decisions of the competent authorities refusing the admission of a security to official listing or discontinuing such a listing shall be subject to the right to apply to the courts.

2. An applicant shall be notified of a decision regarding his application for admission to official listing within six months of receipt of the application or, should the competent authority require any further information within that period, within six months of the applicant's supplying such information.

3. Failure to give a decision within the time limit specified in paragraph 2 shall be deemed a rejection of the application. Such rejection shall give rise to the right to apply to the courts provided for in paragraph 1.

Article 16

Where an application for admission to official listing relates to certificates representing shares, the application shall be considered only if the competent authorities are of the opinion that the issuer of the certificates is offering adequate safeguards for the protection of investors.

SECTION III

Publication of the information to be made available to the public

Article 17

1. The information which issuers of a security admitted to official listing in a Member State are required to make available to the public in accordance with the requirements of Schedules C and D shall be published in one or more newspapers distributed throughout the Member State or distributed widely therein or shall be made available to the public either in writing in places indicated by announcements to be published in one or more newspapers distributed throughout the Member State or widely distributed therein or by other equivalent means approved by the competent authorities. The issuers must simultaneously send such information to the competent authorities.

2. The information referred to in paragraph 1 shall be published in the official language or languages, or in one of the official languages or in another language provided that in the Member State in question the official language or languages or such other language is or are customary in the sphere of finance and accepted by the competent authorities.

SECTION IV

Cooperation between Member States

Article 18

1. The competent authorities shall cooperate wherever necessary for the purpose of carrying out their duties and shall exchange any information required for that purpose.

2. Where applications are to be made simultaneously or within short intervals of one another for admission of the same securities to official listing on stock exchanges situated or operating in more than one Member State, or where an application for admission is made in respect of a security already listed on a stock exchange in another Member State, the competent authorities shall communicate with each other and make such arrangements as may be necessary to expedite the procedure and simplify as far as possible the formalities and any additional conditions required for admission of the security concerned.

3. In order to facilitate the work of the competent authorities, any application for the admission of a security to official listing on a stock exchange situated or operating in a Member State must state whether a similar application is being or has been made in another Member State, or will be made in the near future.

Article 19

1. Member States shall provide that all persons employed or formerly employed by the competent authorities shall be bound by professional secrecy. This means that any confidential information received in the course of their duties may not be divulged to any person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

2. Paragraph 1 shall not, however, preclude the competent authorities of the various Member States from exchanging information as provided for in this Directive. Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which the persons employed or formerly employed by the competent authorities receiving the information are subject.

SECTION V

Contact Committee

Article 20

1. A Contact Committee (hereinafter called 'the Committee') shall be set up alongside the Commission. Its function shall be:

(a) without prejudice to Articles 169 and 170 of the EEC Treaty to facilitate the harmonized implementation of this Directive through regular consultations on any practical problems arising from its application and on which exchanges of view are deemed useful;

(b) to facilitate the establishment of a concerted attitude between the Member States on the more stringent or additional conditions and obligations which, pursuant to Article 5 of this Directive, they may lay down at national level;

(c) to advise the Commission, if necessary, on any supplements or amendments to be made to this Directive or on any adjustments to be made in accordance with Article 21.

2. It shall not be the function of the Committee to appraise the merits of decisions taken by the competent authorities in individual cases.

3. The Committee shall be composed of persons appointed by the Member States and of representatives of the Commission. The chairman shall be a representative of the Commission. Secretarial services shall be provided by the Commission.

4. Meetings of the Committee shall be convened by its chairman, either on his own initiative or at the request of one Member State delegation. The Committee shall draw up its rules of procedure.

Article 21

1. For the purpose of adjusting, in the light of the requirements of the economic situation, the minimum amount of the foreseeable market capitalization laid down in the first paragraph of 1 (2) of Schedule A, the Commission shall submit to the Committee a draft of the measures to be taken. The Committee shall deliver its opinion within the period laid down by its chairman. Its decisions shall require 41 votes in favour, the votes of the Member States being weighted as provided for in Article 148 (2) of the Treaty.

2. When the Committee has delivered an opinion in favour of the draft of the measures envisaged by the Commission the latter shall adopt them.

Where the opinion of the Committee is not in accordance with the draft of the measures envisaged by the Commission or where the Committee has not delivered an opinion within the required period, the Commission shall without delay lay before the Council, which shall act by qualified majority, a proposal concerning the measures to be taken.

Where the Council fails to act on the proposal within three months of its receipt, the measures proposed shall be adopted by the Commission.

SECTION VI

Final provisions

Article 22

1. Member States shall take the measures necessary to comply with this Directive within two years of its notification. They shall forthwith inform the Commission thereof.

This period shall be extended by one year in the case of Member States simultaneously introducing this Directive and the proposed Council Directive on the particulars to be published when securities issued by companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty are admitted to official stock-exchange listing.

2. As from the notification of this Directive, the Member States shall communicate to the Commission the texts of the main laws, regulations and administrative provisions which they adopt in the field covered by this Directive.

Article 23

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 5 March 1979.

For the Council

The President

J. FRANÇOIS-PONCET

ANNEX

SCHEDULE A

CONDITIONS FOR THE ADMISSION OF SHARES TO OFFICIAL LISTING ON A STOCK EXCHANGE

I. Conditions relating to companies for the shares of which admission to official listing is sought

1. *Legal position of the company*

The legal position of the company must be in conformity with the laws and regulations to which it is subject, as regards both its formation and its operation under its statutes.

2. *Minimum size of the company*

The foreseeable market capitalization of the shares for which admission to official listing is sought or, if this cannot be assessed, the company's capital and reserves, including profit or loss, from the last financial year, must be at least one million European units of account.

However, Member States may provide for admission to official listing, even when this condition is not fulfilled, provided that the competent authorities are satisfied that there will be an adequate market for the shares concerned.

A higher foreseeable market capitalization or higher capital and reserves may be required by a Member State for admission to official listing only if another regulated, regularly operating, recognized open market exists in that State and the requirements for it are equal to or less than those referred to in the first paragraph.

The condition set out in the first paragraph shall not be applicable for the admission to official listing of a further block of shares of the same class as those already admitted.

The equivalent in national currency of one million European units of account shall initially be that applicable on the date on which the Directive is adopted.

If, as a result of adjustment of the equivalent of the European unit of account in national currency, the market capitalization expressed in national currency remains for a period of one year at least 10 % more or less than the value of one million European units of account the Member State must, within the 12 months following the expiry of that period, adjust its laws, regulations or administrative provisions to comply with the first paragraph.

3. *A company's period of existence*

A company must have published or filed its annual accounts in accordance with national law for the three financial years preceding the application for official listing. By way of exception, the competent authorities may derogate from this condition where such derogation is desirable in the interests of the company or of investors and where the competent authorities are satisfied that investors have the necessary information available to be able to arrive at an informed judgment on the company and the shares for which admission to official listing is sought.

II. Conditions relating to the shares for which admission to official listing is sought

1. *Legal position of the shares*

The legal position of the shares must be in conformity with the laws and regulations to which they are subject.

2. *Negotiability of the shares*

The shares must be freely negotiable.

The competent authorities may treat shares which are not fully paid up as freely negotiable, if arrangements have been made to ensure that the negotiability of such shares is not restricted and that dealing is made open and proper by providing the public with all appropriate information.

The competent authorities may, in the case of the admission to official listing of shares which may be acquired only subject to approval, derogate from the first paragraph only if the use of the approval clause does not disturb the market.

3. *Public issue preceding admission to official listing*

Where public issue precedes admission to official listing, the first listing may be made only after the end of the period during which subscription applications may be submitted.

4. *Distribution of shares*

A sufficient number of shares must be distributed to the public in one or more Member States not later than the time of admission.

This condition shall not apply where shares are to be distributed to the public through the stock exchange. In that event, admission to official listing may be granted only if the competent authorities are satisfied that a sufficient number of shares will be distributed through the stock exchange within a short period.

Where admission to official listing is sought for a further block of shares of the same class, the competent authorities may assess whether a sufficient number of shares has been distributed to the public in relation to all the shares issued and not only in relation to this further block.

However, by way of derogation from the first paragraph, if the shares are admitted to official listing in one or more non-Member States, the competent authorities may provide for their admission to official listing if a sufficient number of shares is distributed to the public in the non-Member State or States where they are listed.

A sufficient number of shares shall be deemed to have been distributed either when the shares in respect of which application for admission has been made are in the hands of the public to the extent of a least 25 % of the subscribed capital represented by the class of shares concerned or when, in view of the large number of shares of the same class and the extent of their distribution to the public, the market will operate properly with a lower percentage.

5. *Listing of shares of the same class*

The application for admission to official listing must cover all the shares of the same class already issued.

However, Member States may provide that this condition shall not apply to applications for admission not covering all the shares of the same class already issued where the shares of that class for which admission is not sought belong to blocks serving to maintain control of the company or are not negotiable for a certain time under agreements, provided that the public is informed of such situations and that there is no danger of such situations prejudicing the interests of the holders of the shares for which admission to official listing is sought.

6. *Physical form of shares*

For the admission to official listing of shares issued by companies which are nationals of another Member State and which shares have a physical form it is necessary and sufficient that their physical form comply with the standards laid down in that other Member State. Where the physical form does not conform to the standards in force in the Member State in which admission to official listing is applied for, the competent authorities of that State shall make that fact known to the public.

The physical form of shares issued by companies which are nationals of a non-member State must afford sufficient safeguard for the protection of the investors.

7. *Shares issued by companies from a non-member State*

If the shares issued by a company which is a national of a non-member State are not listed in either the country of origin or in the country in which the major proportion of the shares is held, they may not be admitted to official listing unless the competent authorities are satisfied that the absence of a listing in the country of origin or in the country in which the major proportion is held is not due to the need to protect investors.

SCHEDULE B

CONDITIONS FOR THE ADMISSION OF DEBT SECURITIES TO OFFICIAL LISTING ON A STOCK EXCHANGE

A. ADMISSION TO OFFICIAL LISTING OF DEBT SECURITIES ISSUED BY AN UNDERTAKING

I. Conditions relating to undertakings for the debt securities of which admission to official listing is sought

Legal position of the undertaking

The legal position of the undertaking must be in conformity with the laws and regulations to which it is subject, as regards both its formation and its operation under its statutes.

II. Conditions relating to the debt securities for which admission to official listing is sought

1. *Legal position of the debt securities*

The legal position of the debt securities must be in conformity with the laws and regulations to which they are subject.

2. *Negotiability of the debt securities*

The debt securities must be freely negotiable.

The competent authorities may treat debt securities which are not fully paid up as freely negotiable if arrangements have been made to ensure that the negotiability of these debt securities is not restricted and that dealing is made open and proper by providing the public with all appropriate information.

3. *Public issue preceding admission to official listing*

Where public issue precedes admission to official listing, the first listing may be made only after the end of the period during which subscription applications may be submitted. This provision shall not apply in the case of tap issues of debt securities when the closing date for subscription is not fixed.

4. *Listing of debt securities ranking* pari passu

The application for admission to official listing must cover all debt securities ranking *pari passu*.

5. *Physical form of debt securities*

For the admission to official listing of debt securities issued by undertakings which are nationals of another Member State and which debt securities have a physical form, it is necessary and sufficient that their physical form comply with the standards laid down in that other Member State. Where the physical form does not conform to the standards in force in the Member State in which admission to official listing is applied for, the competent authorities of that State shall make that fact known to the public.

However, the physical form of debt securities issued in a single Member State must conform to the standards in force in that State.

The physical form of debt securities issued by undertakings which are nationals of a non-member State must afford sufficient safeguard for the protection of the investors.

III. Other conditions

1. *Minimum amount of the loan*

The amount of the loan may not be less than 200 000 European units of account. This provision shall not be applicable in the case of tap issues where the amount of the loan is not fixed.

Member States may, however, provide for admission to official listing even when this condition is not fulfilled, where the competent authorities are satisfied that there will be a sufficient market for the debt securities concerned.

The equivalent in national currency of 200 000 European units of account shall initially be that applicable on the date on which this Directive is adopted.

If as a result of adjustment of the equivalent of the European unit of account in national currency the minimum amount of the loan expressed in national currency remains, for a period of one year, at least 10 % less than the value of 200 000 European units of account the Member State must, within the 12 months following the expiry of that period, amend its laws, regulations and administrative provisions to comply with the first paragraph.

2. *Convertible or exchangeable debentures, and debentures with warrants*

Convertible or exchangeable debentures and debentures with warrants may be admitted to official listing only if the related shares are already listed on the same stock exchange or on another regulated, regularly operating, recognized open market or are so admitted simultaneously.

However, Member States may, by way of derogation from the first paragraph, provide for the admission to official listing of convertible or exchangeable debentures or debentures with warrants, if the competent authorities are satisfied that holders have at their disposal all the information necessary to form an opinion concerning the value of the shares to which these debt securities relate.

B. ADMISSION TO OFFICIAL LISTING OF DEBT SECURITIES ISSUED BY A STATE, ITS REGIONAL OR LOCAL AUTHORITIES OR A PUBLIC INTERNATIONAL BODY

1. *Negotiability of the debt securities*

The debt securities must be freely negotiable.

2. *Public issue preceding admission to official listing*

Where public issue precedes admission to official listing, the first listing may be made only after the end of the period during which subscription applications may be submitted. This provision shall not apply where the closing date for subscription is not fixed.

3. *Listing of debt securities ranking* pari passu

The application for admission to official listing must cover all the securities ranking *pari passu*.

4. *Physical form of debt securities*

For the admission to official listing of debt securities which are issued by a Member State or its regional or local authorities in a physical form, it is necessary and sufficient that such physical form comply with the standards in force in that Member State. Where the physical form does not comply with the standards in force in the Member State where admission to official listing is applied for, the competent authorities of that State shall bring this situation to the attention of the public.

The physical form of debt securities issued by non-member States or their regional or local authorities or by public international bodies must afford sufficient safeguard for the protection of the investors.

SCHEDULE C

OBLIGATIONS OF COMPANIES WHOSE SHARES ARE ADMITTED TO OFFICIAL LISTING ON A STOCK EXCHANGE

1. *Listing of newly issued shares of the same class*

Without prejudice to the second paragraph of II (5) of Schedule A, in the case of a new public issue of shares of the same class as those already officially listed, the company shall be required, where the new shares are not automatically admitted, to apply for their admission to the same listing, either not more than a year after their issue or when they become freely negotiable.

2. *Treatment of shareholders*

(a) The company shall ensure equal treatment for all shareholders who are in the same position.

(b) The company must ensure, at least in each Member State in which its shares are listed, that all the necessary facilities and information are available to enable shareholders to exercise their rights. In particular, it must:

— inform shareholders of the holding of meetings and enable them to exercise their right to vote,

— publish notices or distribute circulars concerning the allocation and payment of dividends, the issue of new shares including allotment, subscription, renunciation and conversion arrangements,

— designate as its agent a financial institution through which shareholders may exercise their financial rights, unless the company itself provides financial services.

3. *Amendment of the instrument of incorporation or the statutes*

(a) A company planning an amendment to its instrument of incorporation or its statutes must communicate a draft thereof to the competent authorities of the Member States in which its shares are listed.

(b) That draft must be communicated to the competent authorities no later than the calling of the general meeting which is to decide on the proposed amendment.

4. *Annual accounts and annual report*

(a) The company must make available to the public, as soon as possible, its most recent annual accounts and its last annual report.

(b) If the company prepares both annual own and annual consolidated accounts, it must make them available to the public. In that event the competent authorities may authorize the company only to make available to the public either the own or the consolidated accounts, provided that the accounts which are not made available to the public do not contain any significant additional information.

(c) If the annual accounts and reports do not comply with the provisions of Council Directives concerning companies' accounts and if they do not give a true and fair view of the company's assets and liabilities, financial position and profit or loss, more detailed and/or additional information must be provided.

5. *Additional information*

(a) The company must inform the public as soon as possible of any major new developments in its sphere of activity which are not public knowledge and which may, by virtue of their effect on its assets and liabilities or financial position or on the general course of its business, lead to substantial movements in the prices of its shares.

The competent authorities may, however, exempt the company from this requirement, if the disclosure of particular information is such as to prejudice the legitimate interests of the company.

(b) The company must inform the public without delay of any changes in the rights attaching to the various classes of shares.

(c) The company must inform the public of any changes in the structure (shareholders and breakdown of holdings) of the major holdings in its capital as compared with information previously published on that subject as soon as such changes come to its notice.

6. *Equivalence of information*

(a) A company whose shares are officially listed on stock exchanges situated or operating in different Member States must ensure that equivalent information is made available to the market at each of these exchanges.

(b) A company whose shares are officially listed on stock exchanges situated or operating in one or more Member States and in one or more non-member States must make available to the markets of the Member State or States in which its shares are listed information which is at least equivalent to that which it makes available to the markets of the non-member State or States in question, if such information may be of importance for the evaluation of the shares.

SCHEDULE D

OBLIGATIONS OF ISSUERS WHOSE DEBT SECURITIES ARE ADMITTED TO OFFICIAL LISTING ON A STOCK EXCHANGE

A. DEBT SECURITIES ISSUED BY AN UNDERTAKING

1. *Treatment of holders of debt securities*

(a) The undertaking must ensure that all holders of debt securities ranking *pari passu* are given equal treatment in respect of all the rights attaching to those debt securities.

Provided they are made in accordance with national law, this condition shall not prevent offers of early repayment of certain debt securities being made to holders by an undertaking in derogation from the conditions of issue and in particular in accordance with social priorities.

(b) The undertaking must ensure that at least in each Member State where its debt securities are officially listed all the facilities and information necessary to enable holders to exercise their rights are available. In particular, it must:

— publish notices or distribute circulars concerning the holding of meetings of holders of debt securities, the payment of interest, the exercise of any conversion, exchange, subscription or renunciation rights, and repayment,

— designate as its agent a financial institution through which holders of debt securities may exercise their financial rights, unless the undertaking itself provides financial services.

2. *Amendment of the instrument of incorporation or the statutes*

(a) An undertaking planning an amendment to its instrument of incorporation or its statutes affecting the rights of holders of debt securities must forward a draft thereof to the competent authorities of the Member States in which its debt securities are listed.

(b) That draft must be communicated to the competent authorities no later than the calling of the meeting of the body which is to decide on the proposed amendment.

3. *Annual accounts and annual report*

(a) The undertaking must make available to the public as soon as possible its most recent annual accounts and its last annual report the publication of which is required by national law.

(b) If the undertaking prepares both annual own and annual consolidated accounts, it must make them available to the public. In that event, however, the competent authority may authorize the undertaking only to make available to the public either the own accounts or the consolidated accounts, provided that the accounts which are not made available do not contain any significant additional information.

(c) If the accounts and reports do not comply with the provisions of Council Directives concerning undertakings' accounts and if they do not give a true and fair view of the undertaking's assets and liabilities, financial position and results, more detailed and/or additional information must be provided.

4. *Additional information*

(a) The undertaking must inform the public as soon as possible of any major new developments in its sphere of activity which are not public knowledge and which may significantly affect its ability to meet its commitments.

The competent authorities may, however, exempt the undertaking from this obligation at its request if the disclosure of particular information would be such as to prejudice the legitimate interests of the undertaking.

(b) The undertaking must inform the public without delay of any change in the rights of holders of debt securities resulting in particular from a change in loan terms or in interest rates.

(c) The undertaking must inform the public without delay of new loan issues and in particular of any guarantee or security in respect thereof.

(d) Where the debt securities officially listed are convertible or exchangeable debentures, or debentures with warrants, the undertaking must inform the public without delay of any changes in the rights attaching to the various classes of shares to which they relate.

5. Equivalence of information

(a) An undertaking the debt securities of which are officially listed on stock exchanges situated or operating in different Member States must ensure that equivalent information is made available to the market at each of these exchanges.

(b) An undertaking the debt securities of which are officially listed on stock exchanges situated or operating in one or more Member States and in one or more non-member States must make available to the markets of the Member State or Member States in which its debt securities are listed information which is at least equivalent to that which it makes available to the markets of the non-member State or States in question, if such information may be of importance for the evaluation of the debt securities.

B. DEBT SECURITIES ISSUED BY A STATE OR ITS REGIONAL OR LOCAL AUTHORITIES OR BY A PUBLIC INTERNATIONAL BODY

1. *Treatment of holders of debt securities*

(a) States, their regional or local authorities and public international bodies must ensure that all holders of debt securities ranking *pari passu* are given equal treatment in respect of all the rights attaching to those debt securities.

Provided they are made in accordance with national law, this condition shall not prevent offers of early repayment of certain debt securities being made to holders by an issuer in derogation from the conditions of issue and in particular in accordance with social priorities.

(b) States, their regional or local authorities and public international bodies must ensure that at least in each Member State in which their debt securities are officially listed all the facilities and information necessary to enable holders of debt securities to exercise their rights are available. In particular, they must:

— publish notices or distribute circulars concerning the holding of meetings of holders of debt securities, the payment of interest and redemption,

— designate as their agents financial institutions through which holders of debt securities may exercise their financial rights.

2. Equivalence of information

(a) States, their regional or local authorities and public international bodies the debt securities of which are officially listed on stock exchanges situated or operating in different Member States must ensure that equivalent information is made available to the market at each of these exchanges.

(b) States, their regional or local authorities and public international bodies the debt securities of which are officially listed on stock exchanges situated or operating in one or more Member States and in one or more non-member States must make available to the markets of the Member State or Member States in which their debt securities are listed information which is at least equivalent to that which they make available to the markets of the non-member State or States in question, if such information may be of importance for the evaluation of the debt securities.

17. 4. 80 Official Journal of the European Communities No L 100/1

II

(Acts whose publication is not obligatory)

COUNCIL

COUNCIL DIRECTIVE

of 17 March 1980

coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing

(80/390/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Articles 54 (3) (g) and 100 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

Having regard to the opinion of the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas the market in which undertakings operate has been enlarged to embrace the whole Community and this enlargement involves a corresponding increase in their financial requirements and extension of the capital markets on which they must call to satisfy them; whereas admission to official listing on stock exchanges of Member States of securities issued by undertakings constitutes an important means of access to these capital markets; whereas furthermore exchange restrictions on the purchase of securities traded on the stock exchanges of another Member State have been eliminated as part of the liberalization of capital movements;

Whereas safeguards for the protection of the interests of actual and potential investors are required in most Member States of undertakings offering their securities to the public, either at the time of their offer or of their admission to official stock exchange listing; whereas such safeguards require the provision of information which is sufficient and as objective as possible concerning the financial circumstances of the issuer and particulars of the securities for which admission to official listing is requested; whereas the form under which this information is required usually consists of the publication of listing particulars;

Whereas the safeguards required differ from Member State to Member State, both as regards the contents and the layout of the listing particulars and the efficacy, methods and timing of the check on the information given therein; whereas the effect of these differences is not only to make it more difficult for undertakings to obtain admission of securities to official listing on stock exchanges of several Member States but also to hinder the acquisition by investors residing in one Member State of securities listed on stock exchanges of other Member States and thus to inhibit the financing of the undertakings and investment throughout the Community;

Whereas these differences should be eliminated by coordinating the rules and regulations without necessarily making them completely uniform, in order to achieve an adequate degree of equivalence in the safeguards required in each Member State to ensure the provision of information which is sufficient and as objective as possible for actual or potential security holders; whereas at the same time, taking into account the present degree of liberalization of capital movements in the Community and

(1) OJ No C 131, 13. 12. 1972, p. 61.
(2) OJ No C 11, 7. 2. 1974, p. 24.
(3) OJ No C 125, 16. 10. 1974, p. 1.

the fact that a mechanism for checking at the time the securities are offered does not yet exist in all Member States, it would appear sufficient at present to limit the coordination to the admission of securities to official stock exchange listing;

Whereas such coordination must apply to securities independently of the legal status of the issuing undertaking, and accordingly, in so far as this Directive applies to entities to which no reference is made in the second paragraph of Article 58 of the Treaty and goes beyond the scope of Article 54 (3) (g), it must be based also on Article 100,

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

SECTION I

General provisions

Article 1

1. This Directive shall apply to securities which are the subject of an application for admission to official listing on a stock exchange situated or operating within a Member State.

2. This Directive shall not apply to:

— units issued by collective investment undertakings other than the closed-end type,

— securities issued by a State or by its regional or local authorities.

Article 2

For purposes of applying this Directive:

(a) 'collective investment undertakings other than the closed-end type' shall mean unit trusts and investment companies:

— the object of which is the collective investment of capital provided by the public, and which operate on the principle of risk spreading, and

— the units of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of the assets of these undertakings. Action taken by such undertakings to ensure that the stock exchange value of its units does not significantly vary from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption;

(b) 'units of a collective investment undertaking' shall mean securities issued by a collective investment undertaking as representing the rights of participants in the assets of such an undertaking;

(c) 'issuers' shall mean companies and other legal persons and any undertaking whose securities are the subject of an application for admission to official listing on a stock exchange;

(d) 'net turnover' shall comprise the amounts derived from the sale of products and the provision of services falling within the undertaking's ordinary activities, after deduction of sales rebates and of value added tax and other taxes directly linked to the turnover;

(e) 'credit institution' shall mean an undertaking whose business is to receive deposits or other repayable funds from the public and to grant credits for its own account;

(f) 'participating interest' shall mean rights in the capital of other undertakings, whether or not represented by certificates, which, by creating a durable link with those undertakings, are intended to contribute to the activities of the undertaking which holds these rights;

(g) 'annual accounts' shall comprise the balance sheet, the profit and loss account and the notes on the accounts. These documents shall constitute a composite whole.

Article 3

Member States shall ensure that the admission of securities to official listing on a stock exchange situated or operating within their territories is conditional upon the publication of an information sheet, hereinafter referred to as listing particulars.

Article 4

1. The listing particulars shall contain the information which, according to the particular nature of the issuer and of the securities for the admission of which application is being made, is necessary to enable investors and their investment advisers to make an informed assessment of the assets and liabilities, financial position, profits and losses, and prospects of the issuer and of the rights attaching to such securities.

2. Member States shall ensure that the obligation referred to in paragraph 1 is incumbent upon the persons responsible for the listing particulars as provided for in heading 1.1 of Schedules A and B annexed hereto.

Article 5

1. Without prejudice to the obligation referred to in Article 4, Member States shall ensure that, subject to the possibilities for exemptions provided for in Articles 6 and 7, listing particulars contain, in as easily analysable and comprehensible a form as possible, at least the items of information provided for in Schedules A, B or C, depending on whether shares, debt securities or certificates representing shares are involved.

2. In the specific cases covered by Articles 8 to 17 the listing particulars are to be drawn up in accordance with the specifications given in those Articles, subject to the possibilities for exemptions provided for in Articles 6 and 7.

3. Where certain headings in Schedules A, B and C appear inappropriate to the issuer's sphere of activity or legal form, listing particulars giving equivalent information shall be drawn up by adapting these headings.

Article 6

Member States may allow the authorities responsible for checking the listing particulars within the meaning of this Directive (hereinafter referred to as 'the competent authorities') to provide for partial or complete exemption from the obligation to publish listing particulars in the following cases:

1. where the securities for which admission to official listing is applied for are:

   (a) securities which have been the subject of a public issue;

   (b) securities issued in connection with a takeover offer;

   (c) securities issued in connection with a merger involving the acquisition of another company or the formation of a new company, the division of a company, the transfer of all or part of an undertaking's assets and liabilities or as consideration for the transfer of assets other than cash;

   and where, not more than 12 months before the admission of the securities to official listing, a document, regarded by the competent authorities as containing information equivalent to that of the listing particulars provided for by this Directive, has been published in the same Member State. Particulars shall also be published of any material changes which have occurred since such document was prepared. The document must be made available to the public at the registered office of the issuer and at the offices of the financial organizations retained to act as the latter's paying agents, and any particulars of material changes shall be published in accordance with Articles 20 (1) and 21 (1).

2. where the securities for which admission to official listing is applied for are:

   (a) shares allotted free of charge to holders of shares already listed on the same stock exchange; or

   (b) shares resulting from the conversion of convertible debt securities or shares created after an exchange for exchangeable debt securities, if shares of the company whose shares are offered by way of conversion or exchange are already listed on the same stock exchange; or

   (c) shares resulting from the exercise of the rights conferred by warrants, if shares of the company whose shares are offered to holders of the warrants are already listed on the same stock exchange; or

   (d) shares issued in substitution for shares already listed on the same stock exchange if the issuing of such new shares does not involve any increase in the company's issued share capital;

   and, where appropriate, the information provided for in Chapter 2 of Schedule A is published in accordance with Articles 20 (1) and 21 (1).

3. where the securities for which admission to official listing is applied for are:

   (a) shares of which either the number or the estimated market value or the nominal value or, in the absence of a nominal value, the accounting par value, amounts to less than 10 % of the number or of the corresponding value of shares of the same class already listed on the same stock exchange; or

   (b) debt securities issued by companies and other legal persons which are nationals of a Member State and which:

— in carrying on their business, benefit from State monopolies, and

— are set up or governed by a special law or pursuant to such a law or whose borrowings are unconditionally and irrevocably guaranteed by a Member State or one of a Member State's federated States; or

(c) debt securities issued by legal persons, other than companies, which are nationals of a Member State, and

— were set up by special law, and

— whose activities are governed by that law and consist solely in:

(i) raising funds under state control through the issue of debt securities, and

(ii) financing production by means of the resources which they have raised and resources provided by a Member State, and

— the debt securities of which are, for the purposes of admission to official listing, considered by national law as debt securities issued or guaranteed by the State; or

(d) shares allotted to employees, if shares of the same class have already been admitted to official listing on the same stock exchange; shares which differ from each other solely as to the date of first entitlement to dividends shall not be considered as being of different classes; or

(e) securities already admitted to official listing on another stock exchange in the same Member State; or

(f) shares issued in consideration for the partial or total renunciation by the management of a limited partnership with a share capital of its statutory rights over the profits, if shares of the same class have already been admitted to official listing on the same stock exchange; shares which differ from each other solely as to the date of first entitlement to dividends shall not be considered as being of different classes; or

(g) supplementary certificates representing shares issued in exchange for the original securities, where the issuing of such new certificates has not brought about any increase in the company's issued capital, and provided that certificates representing such shares are already listed on the same stock exchange, and where:

— in the case of (a), the issuer has complied with the stock exchange publicity requirements imposed by the national authorities and has produced annual accounts and annual and interim reports which these authorities have considered adequate,

— in the case of (e), listing particulars complying with this Directive have already been published, and

— in all the cases referred to in points (a) to (g), information concerning the number and type of securities to be admitted to official listing and the circumstances in which such securities have been issued has been published in accordance with Articles 20 (1) and 21 (1).

Article 7

The competent authorities may authorize omission from the listing particulars of certain information provided for by this Directive if they consider that:

(a) such information is of minor importance only and is not such as will influence assessment of the assets and liabilities, financial position, profits and losses and prospects of the issuer; or

(b) disclosure of such information would be contrary to the public interest or seriously detrimental to the issuer, provided that, in the latter case, such omission would not be likely to mislead the public with regard to facts and circumstances, knowledge of which is essential for the assessment of the securities in question.

SECTION II

Contents of the listing particulars in certain specific cases

Article 8

1. Where the application for admission to official listing relates to shares offered to shareholders of the issuer on a pre-emptive basis and shares of the latter are already listed on the same stock exchange, the competent authorities may provide that the listing particulars shall contain only the information provided for by Schedule A:

— in chapter 1,

— in chapter 2,

— in chapter 3, headings 3.1.0, 3.1.5, 3.2.0, 3.2.1, 3.2.6, 3.2.7, 3.2.8, and 3.2.9,

— in chapter 4, headings 4.2, 4.4, 4.5, 4.7.1, and 4.7.2,

— in chapter 5, headings 5.1.4, 5.1.5, and 5.5,

— in chapter 6, headings 6.1, 6.2.0, 6.2.1, 6.2.2, 6.2.3, and

— in chapter 7.

Where the shares referred to in the first subparagraph are represented by certificates, the listing particulars shall contain, at least, subject to Article 16 (2) and (3), in addition to the information mentioned in that subparagraph, that provided for in Schedule C:

— in chapter 1, headings 1.1, 1.3, 1.4, 1.6 and 1.8, and

— in chapter 2.

2. Where the application for admission to official listing relates to convertible debt securities, exchangeable debt securities or debt securities with warrants which are offered on a pre-emptive basis to the shareholders of the issuer and where the latter's shares are already listed on the same stock exchange, the competent authorities may provide that the listing particulars shall contain only:

— information concerning the nature of the shares offered by way of conversion, exchange or subscription and the rights attaching thereto,

— the information provided for in Schedule A and mentioned above in the first subparagraph of paragraph 1, except for that provided for in Chapter 2 of that Schedule,

— the information provided for in Chapter 2 of Schedule B, and

— the conditions of and procedures for conversion, exchange and subscription and the situations in which they may be amended.

3. When published in accordance with Article 20, listing particulars as referred to in paragraphs 1 and 2 shall be accompanied by the annual accounts for the latest financial year.

4. Where the issuer prepares both own and consolidated annual accounts, both sets of accounts shall accompany the listing particulars. However, the competent authorities may allow the issuer to attach to the listing particulars either the own or the consolidated accounts alone, provided that the accounts not attached to the listing particulars furnish no material additional information.

Article 9

1. Where the application for admission to official listing relates to debt securities which are neither convertible, exchangeable, nor accompanied by warrants and are issued by an undertaking which has securities already listed on the same stock exchange, the competent authorities may provide that the listing particulars shall contain only the information provided for by Schedule B:

— in chapter 1,

— in chapter 2,

— in chapter 3, headings 3.1.0, 3.1.5, 3.2.0 and 3.2.2,

— in chapter 4, heading 4.3,

— in chapter 5, headings 5.1.2, 5.1.3, 5.1.4 and 5.4,

— in chapter 6, and

— in chapter 7.

2. When published in accordance with Article 20, listing particulars as referred to in paragraph 1 shall be accompanied by the annual accounts for the latest financial year.

3. Where the issuer prepares both own and consolidated annual accounts, both sets of accounts must accompany the listing particulars. However, the competent authorities may allow the issuer to attach to the listing particulars either the own or the consolidated accounts alone, provided that the accounts not attached to the listing particulars furnish no material additional information.

Article 10

Where the application for admission to official listing relates to debt securities nearly all of which, because of their nature, are normally bought and traded in by a limited number of investors who are particularly knowledgeable in investment matters, the competent authorities may allow the omission from the listing particulars of certain information provided for by Schedule B or allow its inclusion in summary form, on condition that such information is not material from the point of view of the investors concerned.

Article 11

1. For the admission of securities, issued by financial institutions, to official listing, the listing particulars must contain:

— at least the information specified in Chapters 1, 2, 3, 5 and 6 of Schedules A or B, according to whether the issue is of shares or debt securities, and

— information adapted, in accordance with the rules laid down for that purpose by national law or by the competent authorities, to the particular nature of the issuer of the securities in question and at least equivalent to that specified in Chapters 4 and 7 of Schedules A or B.

2. Member States shall determine the financial institutions to be covered by this Article.

3. The arrangements laid down by this Article may be extended to:

— collective investment undertakings whose units are not excluded from the scope of this Directive by the first indent of Article 1 (2),

— finance companies engaging in no activity other than raising capital to make it available to their parent company or to undertakings affiliated to that company, and

— companies holding portfolios of securities, licences or patents and engaging in no activity other than the management of such portfolios.

Article 12

Where the application for admission to official listing concerns debt securities issued in a continuous or repeated manner by credit institutions which regularly publish their annual accounts and which, within the Community, are set up or governed by a special law, or pursuant to such a law, or are subject to public supervision designed to protect savings, the Member States may provide that the listing particulars shall contain only:

— the information provided for in heading 1.1 and Chapter 2 of Schedule B, and

— information concerning any events of importance for the assessment of the securities in question which have occurred since the end of the financial year in respect of which the last annual accounts were published. Such accounts must be made available to the public at the issuer's offices or at those of the financial organizations retained to act as the latter's paying agents.

Article 13

1. For the admission to official listing of debt securities guaranteed by a legal person, listing particulars must include:

— with respect to the issuer, the information provided for in Schedule B, and

— with respect to the guarantor, the information provided for in heading 1.3 and Chapters 3 to 7 of that Schedule.

Where the issuer or guarantor is a financial institution, the part of the listing particulars relating to that financial institution shall be drawn up in accordance with Article 11, without prejudice to the first subparagraph of this paragraph.

2. When the issuer of the guaranteed debt securities is a finance company within the meaning of Article 11 (3), the listing particulars must include:

— with respect to the issuer, the information provided for in Chapters 1, 2 and 3 and in headings 5.1.0 to 5.1.5 and 6.1 of Schedule B, and

— with respect to the guarantor, that provided for in heading 1.3 and Chapters 3 to 7 of that Schedule.

3. Where there is more than one guarantor, the information specified shall be required of each one; however, the competent authorities may allow abridgement of this information with a view to achieving greater comprehensibility of the listing particulars.

4. The guarantee contract must, in the cases referred to in paragraphs 1, 2 and 3, be made available for inspection by the public at the offices of the issuer and at those of the financial organizations retained to act as the latter's paying agents. Copies of the contract shall be provided to any person concerned on request.

Article 14

1. Where the application for admission to official listing relates to convertible debt securities, exchangeable debt securities or debt securities with warrants, the listing particulars must include:

— information concerning the nature of the shares offered by way of conversion, exchange or subscription, and the rights attaching thereto,

— the information provided for in heading 1.3 and Chapters 3 to 7 of Schedule A,

— the information provided for in Chapter 2 of Schedule B, and

— the conditions of and procedures for conversion, exchange or subscription and details of the situations in which they may be amended.

2. When the issuer of the convertible debt securities, the exchangeable debt securities or the debt securities with warrants is not the issuer of the shares, listing particulars must include:

— information concerning the nature of the shares offered by way of conversion, exchange or subscription and the rights attaching thereto, and

— in respect of the issuer of the securities, the information provided for in Schedule B,

— in respect of the issuer of the shares, that provided for in heading 1.3 and Chapters 3 to 7 of Schedule A, and

— the conditions of and procedures for conversion, exchange or subscription and details of the situations in which they may be amended.

However, where the issuer of the debt securities is a finance company within the meaning of Article 11 (3), listing particulars need contain, in relation to that company, only the information provided for in Chapters 1, 2 and 3 and headings 5.1.0 to 5.1.5 and 6.1 of Schedule B.

Article 15

1. Where the application for admission to official listing relates to securities issued in connection with a merger involving the acquisition of another company or the formation of a new company, the division of a company, the transfer of all or part of an undertaking's assets and liabilities, a takeover offer or as consideration for the transfer of assets other than cash, the documents describing the terms and conditions of such operations, as well as, where appropriate, any opening balance sheet, whether or not pro forma, if the issuer has not yet prepared its annual accounts, must, without prejudice to the requirement to publish the listing particulars, be made available for inspection by the public at the offices of the issuer of the securities and at those of the financial organizations retained to act as the latter's paying agents.

2. Where the transaction referred to in paragraph 1 took place more than two years previously, the competent authorities may dispense with the requirement imposed in that paragraph.

Article 16

1. When the application for admission to official listing relates to certificates representing shares, the listing particulars must contain the information, as regards certificates, provided for in Schedule C and the information, as regards the shares represented, provided for in Schedule A.

2. However, the competent authorities may relieve the issuer of the certificates of the requirement to publish details of its own financial position, when the issuer is:

— a credit institution which is a national of a Member State and is set up or governed by a special law or pursuant to such law or is subject to public supervision designed to protect savings, or

— a subsidiary 95% or more of which is owned by a credit institution within the meaning of the preceding indent, the commitments of which towards the holders of certificates are unconditionally guaranteed by that credit institution and which is subject, *de jure* or *de facto*, to the same supervision, or

— an 'Administratiekantoor' in the Netherlands governed, for the safe custody of the original securities, by special regulations laid down by the competent authorities.

3. In the case of certificates issued by a securities transfer organization or by an auxiliary institution set up by such organization, the competent authorities may dispense with the publication of the information provided for in Chapter 1 of Schedule C.

Article 17

1. Where debt securities for which admission to official listing is applied for benefit, as regards both repayment of the loan and the payment of interest, from the unconditional and irrevocable guarantee of a State or of one of a State's federated States, national legislation or the competent authorities may authorize the abridgement of the information provided for in Chapters 3 and 5 of Schedule B.

2. The possibility of abridgement provided for in paragraph 1 may also be applied to companies set up or governed by a special law or pursuant to such law which have the power to levy charges on their consumers.

SECTION III

Arrangements for the scrutiny and publication of listing particulars

Article 18

1. Member States shall appoint one or more competent authorities and shall notify the Commission of the appointments of such authorities, giving details of any division of powers among them. Member States shall also ensure that this Directive is applied.

2. No listing particulars may be published until they have been approved by the competent authorities.

3. The competent authorities shall approve the publication of listing particulars only if they are of the opinion that they satisfy all the requirements set out in this Directive.

Member States shall ensure that the competent authorities have the powers necessary for them to carry out their task.

4. This Directive shall not affect the competent authorities' liability, which shall continue to be governed solely by the national law.

Article 19

The competent authorities shall decide whether to accept the audit report of the official auditor provided for in heading I.3 of Schedules A and B or, if necessary, to require an additional report.

The requirement for the additional report must be the outcome of an examination of each case on its merits. At the request of the official auditor and/or of the issuer, the competent authorities must disclose to them the reasons justifying this requirement.

Article 20

1. Listing particulars must be published either:

— by insertion in one or more newspapers circulated throughout the Member State in which the admission to official listing of securities is sought, or widely circulated therein, or

— in the form of a brochure to be made available, free of charge, to the public at the offices of the stock exchange or stock exchanges on which the securities are being admitted to official listing, at the registered office of the issuer and at the offices of the financial organizations retained to act as the latter's paying agents in the Member State in which the admission of securities to official listing is sought.

2. In addition, either the complete listing particulars or a notice stating where the listing particulars have been published and where they may be obtained by the public must be inserted in a publication designated by the Member State in which the admission of securities to official listing is sought.

Article 21

1. Listing particulars must be published within a reasonable period, to be laid down in national legislation or by the competent authorities before the date on which official listing becomes effective.

Moreover, where the admission of securities to official listing is preceded by trading of the pre-emptive subscription rights giving rise to dealings recorded in the official list, the listing particulars must be published within a reasonable period, to be laid down by the competent authorities before such trading starts.

2. In exceptional, properly justified cases, the competent authorities may allow the postponement of the publication of the listing particulars until after:

— the date on which official listing becomes effective, in the case of securities of a class already listed on the same stock exchange issued in consideration of transfers of assets other than cash,

— the date of the opening of trading in pre-emptive subscription rights.

3. If the admission of debt securities to official listing coincides with their public issue and if some of the terms of the issue are not finalized until the last moment, the competent authorities may merely require the publication, within a reasonable period, of listing particulars omitting information as to these terms but indicating how it will be given. Such information must be published before the date on which official listing starts, except where debt securities are issued on a continuous basis at varying prices.

Article 22

Where listing particulars are, or will be, published in accordance with Articles 1 and 3 for the admission of securities to official listing, the notices, bills, posters and documents announcing this operation and indicating the essential characteristics of these

securities, and all other documents relating to their admission and intended for publication by the issuer or on his behalf, must first be communicated to the competent authorities. The latter shall decide whether they should be submitted to scrutiny before publication.

The abovementioned documents must state that listing particulars exist and indicate where they are being, or will be, published in accordance with Article 20.

Article 23

Every significant new factor capable of affecting assessment of the securities which arises between the time when the listing particulars are adopted and the time when stock exchange dealings begin shall be covered by a supplement to the listing particulars, scrutinized in the same way as the latter and puplished in accordance with procedures to be laid down by the competent authorities.

SECTION IV

Cooperation between the Member States

Article 24

1. Where applications for admission of the same securities to official listing on stock exchanges situated or operating within several Member States are made simultaneously, or within short intervals of one another, the competent authorities shall exchange information and use their best endeavours to achieve maximum coordination of their requirements concerning listing particulars, to avoid a multiplicity of formalities and to agree to a single text requiring at the most translation, where appropriate, and the issue of supplements as necessary to meet the individual requirements of each Member State concerned.

2. Where an application for admission to official listing is made for securities which have been listed in another Member State less than six months previously, the competent authorities to whom application is made shall contact the competent authorities which have already admitted the securities to official listing and shall, as far as possible, exempt the issuer of those securities from the preparation of new listing particulars, subject to any need for updating, translation or the issue of supplements in accordance with the individual requirements of the Member State concerned.

Article 25

1. Member States shall provide that all persons employed or formerly employed by the competent authorities shall be bound by professional secrecy. This means that any confidential information received in the course of their duties may not be divulged to any person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

2. Paragraph 1 shall not, however, preclude the competent authorities of the various Member States from exchanging information as provided for in this Directive. Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which the persons employed or formerly employed by the competent authorities receiving the information are subject.

SECTION V

Contact Committee

Article 26

1. The Contact Committee set up by Article 20 of Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing (1) shall also have as its function:

(a) without prejudice to Articles 169 and 170 of the EEC Treaty to facilitate the harmonized implementation of this Directive through regular consultations on any practical problems arising from its application on which exchanges of views are deemed useful;

(b) to facilitate consultation between the Member States on the supplements and improvements to the listing particulars which the competent authorities are entitled to require or recommend at national level;

(c) to advise the Commission, if necessary, on any additions or amendments to be made to this Directive.

2. It shall not be the function of the Contact Committee to appraise the merits of decisions taken by the competent authorities in individual cases.

(1) OJ No L 66, 16. 3. 1979, p. 21

SECTION VI

Final provisions

Article 27

1. Member States shall take the measures necessary to comply with this Directive within 30 months of its notification. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. As from the notification of this Directive, the Member States shall communicate to the Commission the texts of the main laws, regulations and administrative provisions which they adopt in the field covered by this Directive.

Article 28

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 17 March 1980.

For the Council
The President
J. SANTER

ANNEX

SCHEDULE A

LAYOUT FOR LISTING PARTICULARS FOR THE ADMISSION OF SHARES TO OFFICIAL STOCK EXCHANGE LISTING

CHAPTER 1

Information concerning those responsible for listing particulars and the auditing of accounts

1.1. Name and function of natural persons and name and registered office of legal persons responsible for the listing particulars or, as the case may be, for certain parts of them, with, in the latter case, an indication of those parts.

1.2. Declaration by those responsible referred to in heading 1.1 that, to the best of their knowledge, the information given in that part of the listing particulars for which they are responsible is in accordance with the facts and contains no omissions likely to affect the import of the listing particulars.

1.3. Names, addresses and qualifications of the official auditors who have audited the company's annual accounts for the preceding three financial years in accordance with national law.

Statement that the annual accounts have been audited. If audit reports on the annual accounts have been refused by the official auditors or if they contain qualifications, such refusal or such qualifications shall be reproduced in full and the reasons given.

Indication of other information in the listing particulars which has been audited by the auditors.

CHAPTER 2

Information concerning admission to official listing and the shares for the admission of which application is being made

2.1. Indication that the admission applied for is admission to official listing of shares already marketed or admission to listing with a view to stock exchange marketing.

2.2. Information concerning the shares in respect of which application for official listing is being made:

2.2.0. Indication of the resolutions, authorizations and approvals by virtue of which the shares have been or will be created and/or issued.

Nature of the issue and amount thereof.

Number of shares which have been or will be created and/or issued, if predetermined.

2.2.1. In the case of shares issued in connection with a merger, the division of a company, the transfer of all or part of an undertaking's assets and liabilities, a takeover offer, or as consideration for the transfer of assets other than cash, indication of where the documents describing the terms and conditions of such operations are available for inspection by the public.

2.2.2. A concise description of the rights attaching to the shares, and in particular the extent of the voting rights, entitlement to share in the profits and to share in any surplus in the event of liquidation and any privileges.

Time limit after which dividend entitlement lapses and indication of the party in whose favour this entitlement operates.

2.2.3. Tax on the income from the shares withheld at source in the country of origin and/or the country of listing.

Indication as to whether the issuer assumes responsibility for the withholding of tax at source.

2.2.4. Arrangements for transfer of the shares and any restrictions on their free negotiability (e.g. clause establishing approval requirement).

2.2.5. Date on which entitlement to dividends arises.

2.2.6. The stock exchanges where admission to official listing is or will be sought.

2.2.7. The financial organizations which, at the time of admission of shares to official listing, are the paying agents of the issuer in the Member States where admission has taken place.

2.3. In so far as it is relevant, information concerning issue and placing, public or private, of the shares in respect of which the application for admission to official listing is made where such issue or placing has been effected within the 12 months preceding admission:

2.3.0. Indication of the exercise of the right of pre-emption of shareholders or of the restriction or withdrawal of such right.

Indication, where applicable, of the reasons for restriction or withdrawal of such right; in such cases, justification of the issue price, where an issue is for cash; indication of the beneficiaries if the restriction or withdrawal of the right of pre-emption is intended to benefit specific persons.

2.3.1. The total amount of the public or private issue or placing and the number of shares offered, where applicable by category.

2.3.2. If the public or private issue or placing were or are being made simultaneously on the markets of two or more States and if a tranche has been or is being reserved for certain of these, indication of any such tranche.

2.3.3. The issue price or the offer or placing price, stating the nominal value or, in its absence, the accounting par value or the amount to be capitalized; the issue premium and the amount of any expenses specifically charged to the subscriber or purchaser.

The methods of payment of the price, particularly as regards the paying-up of shares which are not fully paid.

2.3.4. The procedure for the exercise of any right of pre-emption; the negotiability of subscription rights; the treatment of subscription rights not exercised.

2.3.5. Period of the opening of the issue or offer of shares, and names of the financial organizations responsible for receiving the public's subscriptions.

2.3.6. Methods of and time limits for delivery of the shares, possible creation or provisional certificates.

2.3.7. Names, addresses and descriptions of the natural or legal persons underwriting or guaranteeing the issue for the issuer. Where not all of the issue is underwritten or guaranteed, a statement of the portion not covered.

2.3.8. Indication or estimate of the overall amount and/or of the amount per share of the charges relating to the issue operation, stating the total remuneration of the financial intermediaries, including the underwriting commission or margin, guarantee commission, placing commission or selling agent's commission.

2.3.9. Net proceeds accruing to the issuer from the issue and intended application of such proceeds, e.g., to finance the investment programme or to strengthen the issuer's financial position.

2.4. Information concerning admission of shares to official listing:

2.4.0. Description of the shares for which admission to official listing is applied, and in particular the number of shares and nominal value per share, or, in the absence of nominal value, the accounting par value or the total nominal value, the exact designation or class, and coupons attached.

2.4.1. If the shares are to be marketed on the stock exchange and no such shares have previously been sold to the public, a statement of the number of shares made available to the market and of their nominal value, or, in the absence of nominal value, of their accounting par value, or a statement of the total nominal value and, where applicable, a statement of the minimum offer price.

2.4.2. If known, the dates on which the new shares will be listed and dealt in.

2.4.3. If shares of the same class are already listed on one or more stock exchanges, indication of these stock exchanges.

2.4.4. If shares of the same class have not yet been admitted to official listing but are dealt in on one or more other markets which are subject to regulation, are in regular operation and are recognized and open, indication of such markets.

2.4.5. Indication of any of the following which have occurred during the last financial year and the current financial year:

— public takeover offers by third parties in respect of the issuer's shares,

— public takeover offers by the issuer in respect of other companies' shares.

The price or exchange terms attaching to such offers and the outcome thereof are to be stated.

2.5. If, simultaneously or almost simultaneously with the creation of shares for which admission to official listing is being sought, shares of the same class are subscribed for or placed privately or if shares of other classes are created for public or private placing, details are to be given of the nature of such operations and of the number and characteristics of the shares to which they relate.

CHAPTER 3

General information about the issuer and its capital

3.1. General information about the issuer:

3.1.0. Name, registered office and principal administrative establishment if different from the registered office.

3.1.1. Date of incorporation and the length of life of the issuer, except where indefinite.

3.1.2. Legislation under which the issuer operates and legal form which it has adopted under that legislation.

3.1.3. Indication of the issuer's objects and reference to the clause of the memorandum of association in which they are described.

3.1.4. Indication of the register and of the entry number therein.

3.1.5. Indication of where the documents concerning the issuer which are referred to in the listing particulars may be inspected.

3.2. General information about the capital:

3.2.0. The amount of the issued capital, the number and classes of the shares of which it is composed with details of their principal characteristics; the part of the issued capital still to be paid up, with an indication of the number, or total nominal value, and the type of the shares not yet fully paid up, broken down where applicable according to the extent to which they have been paid up.

3.2.1. Where there is authorized but unissued capital or an undertaking to increase the capital, *inter alia* in connection with convertible loans issued or subscription options granted, indication of:

— the amount of such authorized capital or capital increase and, where appropriate, the duration of the authorization,

— the categories of persons having preferential subscription rights for such additional portions of capital,

— the terms and arrangements for the share issue corresponding to such portions.

3.2.2. If there are shares not representing capital, the number and main characteristics of such shares are to be stated.

3.2.3. The amount of any convertible debt securities, exchangeable debt securities or debt securities with warrants, with an indication of the conditions governing and the procedures for conversion, exchange or subscription.

3.2.4. Conditions imposed by the memorandum and articles of association governing changes in the capital and in the respective rights of the various classes of shares, where such conditions are more stringent than is required by law.

3.2.5. Summary description of the operations during the three preceding years which have changed the amount of the issued capital and/or the number and classes of shares of which it is composed.

3.2.6. As far as they are known to the issuer, indication of the natural or legal persons who, directly or indirectly, severally or jointly, exercise or could exercise control over the issuer, and particulars of the proportion of the capital held giving a right to vote.

Joint control shall mean control exercised by more than one company or by more than one person having concluded an agreement which may lead to their adopting a common policy in respect of the issuer.

3.2.7. In so far as they are known to the issuer, indication of the shareholders who, directly or indirectly, hold a proportion of the issuer's capital which the Member States may not fix at more than 20 %.

3.2.8. If the issuer belongs to a group of undertakings, a brief description of the group and of the issuer's position within it.

3.2.9. Number, book value and nominal value or, in the absence of a nominal value, the accounting par value of any of its own shares which the issuer or another company in which it has a direct or indirect holding of more than 50 % has acquired and is holding, if such securities do not appear as a separate item on the balance sheet.

CHAPTER 4

Information concerning the issuer's activities

4.1. The issuer's principal activities:

4.1.0. Description of the issuer's principal activities, stating the main categories of products sold and/or services performed.

Indication of any significant new products and/or activities.

4.1.1. Breakdown of net turnover during the past three financial years by categories of activity and into geographical markets in so far as, taking account of the manner in which the sale of products and the provision of services falling within the issuer's ordinary activities are organized, these categories and markets differ substantially from one another.

4.1.2. Location and size of the issuer's principal establishments and summary information about real estate owned. Any establishment which accounts for more than 10 % of turnover or production shall be considered a principal establishment.

4.1.3. For mining, extraction of hydrocarbons, quarrying and similar activities in so far as significant, description of deposits, estimate of economically exploitable reserves and expected period of working.

Indication of the periods and main terms of concessions and the economic conditions for working them.

Indication of the progress of actual working.

4.1.4. Where the information given pursuant to headings 4.1.0 to 4.1.3 has been influenced by exceptional factors, that fact should be mentioned.

4.2. Summary information regarding the extent to which the issuer is dependent, if at all, on patents or licences, industrial, commercial or financial contracts or new manufacturing processes, where such factors are of fundamental importance to the issuer's business or profitability.

4.3. Information concerning policy on the research and development of new products and processes over the past three financial years, where significant.

4.4. Information on any legal or arbitration proceedings which may have or have had a significant effect on the issuer's financial position in the recent past.

4.5. Information on any interruptions in the issuer's business which may have or have had a significant effect on the issuer's financial position in the recent past.

4.6. Average numbers employed and changes therein over the past three financial years, if such changes are material, with, if possible, a breakdown of persons employed by main categories of activity.

4.7. Investment policy:

4.7.0. Description, with figures, of the main investments made, including interests such as shares, debt securities, etc., in other undertakings over the past three financial years and the months already elapsed of the current financial year.

4.7.1. Information concerning the principal investments being made with the exception of interests being acquired in other undertakings.

Distribution of these investments geographically (home and abroad).

Method of financing (internal or external).

4.7.2. Information concerning the issuer's principal future investments, with the exception of interests to be acquired in other undertakings on which its management bodies have already made firm commitments.

CHAPTER 5

Information concerning the issuer's assets and liabilities, financial position and profits and losses

5.1. Accounts of the issuer:

5.1.0. The last three balance sheets and profit and loss accounts drawn up by the company set out as a comparative table. The notes on the annual accounts for the last financial year.

The draft listing particulars must be filed with the competent authorities not more than 18 months after the end of the financial year to which the last annual accounts published relate. The competent authorities may extend that period in exceptional cases.

5.1.1. If the issuer prepares consolidated annual accounts only, it shall include those accounts in the listing particulars in accordance with heading 5.1.0.

If the issuer prepares both own and consolidated annual accounts, it shall include both sets of accounts in the listing particulars in accordance with heading 5.1.0. However, the competent authorities may allow the issuer to include either the own or the consolidated annual accounts, on condition that the accounts which are not included do not provide any significant additional information.

5.1.2. The profit or loss per share of the issuing company, for the financial year, arising out of the company's ordinary activities, after tax, for the last three financial years, where the company includes its own annual accounts in the listing particulars.

Where the issuer includes only consolidated annual accounts in the listing particulars, it shall indicate the consolidated profit or loss per share, for the financial year, for the last three financial years. This information shall appear in addition to that provided in accordance with the preceding subparagraph where the issuer also includes its own annual accounts in the listing particulars.

If in the course of the abovementioned period of three financial years the number of shares in the issuing company has changed as a result, for example, of an increase or decrease in capital or the rearrangement or splitting of shares, the profit or loss per share referred to in the first and second paragraph above shall be adjusted to make them comparable; in that event the adjustment formulae used shall be disclosed.

5.1.3. The amount of the dividend per share for the last three financial years, adjusted, if necessary, to make it comparable in accordance with the third subparagraph of heading 5.1.2.

5.1.4. Where more than nine months have elapsed since the end of the financial year to which the last published own annual and/or consolidated annual accounts relate, an interim financial statement covering at least the first six months shall be included in the listing particulars or appended to them. If such an interim financial statement is unaudited, that fact must be stated.

Where the issuer prepares consolidated annual accounts, the competent authorities shall decide whether the interim financial statement to be submitted must be consolidated or not.

Any significant change which has occurred since the end of the last financial year or the preparation of the interim financial statement must be described in a note inserted in the listing particulars or appended thereto.

5.1.5. If the own or consolidated annual accounts do not comply with the Council Directives on undertakings' annual accounts and do not give a true and fair view of the issuer's assets and liabilities, financial position and profits and losses, more detailed and/or additional information must be given.

5.1.6. A table showing the sources and application of funds over the past three financial years.

5.2. Individual details listed below relating to the undertakings in which the issuer holds a proportion of the capital likely to have a significant effect on the assessment of its own assets and liabilities, financial position or profits and losses.

The items of information listed below must be given in any event for every undertaking in which the issuer has a direct or indirect participating interest, if the book value of that participating interest represents at least 10 % of the capital and reserves or accounts for at least 10 % of the net profit or loss of the issuer or, in the case of a group, if the book value of that participating interest represents at least 10 % of the consolidated net assets or accounts for at least 10 % of the consolidated net profit or loss of the group.

The items of information listed below need not be given provided that the issuer proves that its holding is of a purely provisional nature.

Similarly, the information required under points (e) and (f) may be omitted where the undertaking in which a participating interest is held does not publish its annual accounts.

Pending subsequent coordination of provisions relating to consolidated annual accounts, the Member States may authorize the competent authorities to permit the omission of the information prescribed in points (d) to (j) if the annual accounts of the undertakings in which the participating interests are held are consolidated into the group annual accounts or if the value attributable to the interest under the equity method is disclosed in the

annual accounts, provided that, in the opinion of the competent authorities, the omission of that information is not likely to mislead the public with regard to the facts and circumstances, knowledge of which is essential for the assessment of the security in question.

The information provided for under points (g) and (j) may be omitted if, in the opinion of the competent authorities, such omission does not mislead investors.

(a) Name and registered office of the undertaking.

(b) Field of activity.

(c) Proportion of capital held.

(d) Issued capital.

(e) Reserves.

(f) Profit or loss arising out of ordinary activities, after tax, for the last financial year.

(g) Value at which the issuer obliged to publish listing particulars shows shares held in its accounts.

(h) Amount still to be paid up on shares held.

(i) Amount of dividends received in the course of the last financial year in respect of shares held.

(j) Amount of the debts owed to and by the issuer with regard to the undertaking.

5.3. Individual details relating to the undertakings not referred to in heading 5.2 in which the issuer holds at least 10 % of the capital. These details may be omitted when they are of negligible importance for the purpose of the objective set in Article 4 of this Directive:

(a) name and registered office of the undertaking;

(b) proportion of capital held.

5.4. When the listing particulars comprise consolidated annual accounts, disclosure:

(a) of the consolidation principles applied. These shall be described explicitly where the Member State has no laws governing the consolidation of annual accounts or where such principles are not in conformity with such laws or with a generally accepted method in use in the Member State in which the stock exchange on which admission to official listing is requested is situated or operates;

(b) of the names and registered offices of the undertakings included in the consolidation, where that information is important for the purpose of assessing the assets and liabilities, the financial position and the profits and losses of the issuer. It is sufficient to distinguish them by a sign in the list of undertakings of which details are required in heading 5.2;

(c) for each of the undertakings referred to in (b):

— the total proportion of third-party interests, if annual accounts are consolidated globally;

— the proportion of the consolidation calculated on the basis of interests, if consolidation has been effected on a *pro rata* basis.

5.5. Where the issuer is a dominant undertaking forming a group with one or more dependent undertakings, the details provided for in Chapters 4 and 7 shall be given for that issuer and group.

The competent authorities may permit the provision of that information for the issuer alone or for the group alone, provided that the details which are not provided are not material.

5.6. If certain information provided for under Schedule A is given in the annual accounts provided in accordance with this Chapter, it need not be repeated.

CHAPTER 6

Information concerning administration, management and supervision

6.1. Names, addresses and functions in the issuing company of the following persons and an indication of the principal activities performed by them outside that company where these are significant with respect to that company:

(a) members of the administrative, mangement or supervisory bodies;

(b) partners with unlimited liability, in the case of a limited partnership with a share capital;

(c) founders, if the company has been established for fewer than five years.

6.2. Interests of the members of the administrative, management and supervisory bodies in the issuing company:

6.2.0. Remuneration paid and benefits in kind granted, during the last completed financial year under any heading whatsoever, and charged to overheads or the profit appropriation account, to members of the administrative, management and supervisory bodies, these being total amounts for each category of body.

The total remuneration paid and benefits in kind granted to all members of the administrative, management and supervisory bodies of the issuer by all the dependent undertakings with which it forms a group must be indicated.

6.2.1. Total number of shares in the issuing company held by the members of its administrative, management and supervisory bodies and options granted to them on the company's shares.

6.2.2. Information about the nature and extent of the interests of members of the administrative, management and supervisory bodies in transactions effected by the issuer which are unusual in their nature or conditions (such as purchases outside normal activity, acquisition or disposal of fixed asset items) during the preceding financial year and the current financial year. Where such unusual transactions were concluded in the course of previous financial years and have not been definitively concluded, information on those transactions must also be given.

6.2.3. Total of all the outstanding loans granted by the issuer to the persons referred to in heading 6.1 (a) and also of any guarantees provided by the issuer for their benefit.

6.3. Schemes for involving the staff in the capital of the issuer.

CHAPTER 7

Information concerning the recent development and prospects of the issuer

7.1. Except in the event of a derogation granted by the competent authorities, general information on the trend of the issuer's business since the end of the financial year to which the last published annual accounts relate, in particular:

— the most significant recent trends in production, sales and stocks and the state of the order book, and

— recent trends in costs and selling prices.

7.2. Except in the event of a derogation granted by the competent authorities, information on the issuer's prospects for at least the current financial year.

SCHEDULE B

LAYOUT FOR LISTING PARTICULARS FOR THE ADMISSION OF DEBT SECURITIES TO OFFICIAL STOCK EXCHANGE LISTING

CHAPTER 1

Information concerning those responsible for listing particulars and the auditing of accounts

1.1. Names and addresses of the natural or legal persons responsible for the listing particulars or, as the case may be, for certain parts of them with, in the latter case, an indication of those parts.

1.2. Declaration by those responsible, as referred to in heading 1.1, that, to the best of their knowledge, the information given in that part of the listing particulars for which they are responsible is in accordance with the facts and contains no omissions likely to affect the import of the listing particulars.

1.3. Names, addresses and qualifications of the official auditors who have audited the annual accounts for the preceding three financial years in accordance with national law.

Statement that the annual accounts have been audited. If audit reports on the annual accounts have been refused by the official auditors or if they contain qualifications, such refusal or such qualifications must be reproduced in full and the reasons given.

Indication of other information in the listing particulars which has been audited by the auditors.

CHAPTER 2

Information concerning loans and the admission of debt securities to official listing

2.1. Conditions of the loan:

2.1.0. The nominal amount of the loan; if this amount is not fixed, a statement to this effect be made.

The nature, number and numbering of the debt securities and the denominations.

2.1.1. Except in the case of continuous issues, the issue and redemption prices and the nominal interest rate; if several interest rates are provided for, an indication of the conditions for changes in the rate.

2.1.2. Procedures for the allocation of any other advantages; the method of calculating such advantages.

2.1.3. Tax on the income from the debt securities withheld at source in the country of origin and/or the country of listing.

Indication as to whether the issuer assumes responsibility for the withholding of tax at source.

2.1.4. Arrangements for the amortization of the loan, including the repayment procedures.

2.1.5. The financial organizations which, at the time of admission to official listing are the paying agents of the issuer in the Member State of admission.

2.1.6. Currency of the loan; if the loan is denominated in units of account, the contractual status of these; currency option.

2.1.7. Time limits:

(a) period of the loan and any interim due dates;

(b) the date from which interest becomes payable and the due dates for interest;

(c) the time limit on the validity of claims to interest and repayment of principal;

(d) procedures and time limits for delivery of the debt securities, possible creation of provisional certificates.

2.1.8. Except in the case of continuous issues, an indication of yield. The method whereby that yield is calculated shall be described in summary form.

2.2. Legal information:

2.2.0. Indication of the resolutions, authorizations and approvals by virtue of which the debt securities have been or will be created and/or issued.

Type of operation and amount thereof.

Number of debt securities which have been or will be created and/or issued, if predetermined.

2.2.1. Nature and scope of the guarantees, sureties and commitments intended to ensure that the loan will be duly serviced as regards both the repayment of the debt securities and the payment of interest.

Indication of the places where the public may have access to the texts of the contracts relating to these guarantees, sureties and commitments.

2.2.2. Organization of trustees or of any other representation for the body of debt security holders.

Name and function and description and head office of the representative of the debt security holders, the main conditions of such representation and in particular the conditions under which the representative may be replaced.

Indication of where the public may have access to the contracts relating to these forms of representation.

2.2.3. Mention of clauses subordinating the loan to other debts of the issuer already contracted or to be contracted.

2.2.4. Indication of the legislation under which the debt securities have been created and of the courts competent in the event of litigation.

2.2.5. Indication as to whether the debt securities are registered or bearer.

2.2.6. Any restrictions on the free transferability of the debt securities.

2.3. Information concerning the admission of the debt securities to official listing.

2.3.0. The stock exchanges where admission to official listing is, or will be, sought.

2.3.1. Names, addresses and description of the natural or legal persons underwriting or guaranteeing the issue for the issuer. Where not all of the issue is underwritten or guaranteed, a statement of the portion not covered.

2.3.2. If the public or private issue or placing were or are being made simultaneously on the markets of two or more States and if a tranche has been or is being reserved for certain of these, indication of any such tranche.

2.3.3. If debt securities of the same class are already listed on one or more stock exchanges, indication of these stock exchanges.

2.3.4. If debt securities of the same class have not yet been admitted to official listing but are dealt in one or more other markets which are subject to regulation, are in regular operation and are recognized and open, indication of such markets.

2.4. Information concerning the issue of it is concomitant with official admission or if it took place within the three months preceding such admission.

2.4.0. The procedure for the exercise of any right of pre-emption; the negotiability of subscription rights; the treatment of subscription rights not exercised.

2.4.1. Method of payment of the issue or offer price.

2.4.2. Except in the case of continuous debt security issues, period of the opening of the issue or offer and any possibilities of early closure.

2.4.3. Indication of the financial organizations responsible for receiving the public's subscriptions.

2.4.4. Reference, where necessary, to the fact that the subscriptions may be reduced.

2.4.5. Except in the case of continuous debt security issues, indication of the net proceeds of the loan.

2.4.6. Purpose of the issue and intended application of its proceeds.

CHAPTER 3

General information about the issuer and its capital

3.1. General information about the issuer.

3.1.0. Name, registered office and principal administrative establishment if different from the registered office.

3.1.1. Date of incorporation and the length of life of the issuer, expect where indefinite.

3.1.2. Legislation under which the issuer operates and legal form which it has adopted under that legislation.

3.1.3. Indication of the issuer's objects and reference to the clause in the memorandum of association in which they are described.

3.1.4. Indication of the register and of the entry number therein.

3.1.5. Indication of where the documents concerning the issuer which are referred to in the listing particulars may be inspected.

3.2. General information about capital:

3.2.0. The amount of the issued capital and the number and classes of the securities of which it is composed with details of their principal characteristics.

The part of the issued capital still to be paid up, with an indication of the number, or total nominal value, and the type of securities not yet fully paid up, broken down where applicable according to the extent to which they have been paid up.

3.2.1. The amount of any convertible debt securities, exchangeable debt securities or debt securities with warrants, with an indication of the conditions governing and the procedures for conversion, exchange or subscription.

3.2.2. If the issuer belongs to a group of undertakings, a brief description of the group and of the issuer's position within it.

3.2.3. Number, book value and nominal value or, in the absence of a nominal value, the accounting par value of any of its own shares which the issuer or another company in which the issuer has a direct or indirect holding of more than 50 % has acquired and is holding, if such securities do not appear as a separate item on the balance sheet, in so far as they represent a significant part of the issued capital.

CHAPTER 4

Information concerning the issuer's activities

4.1. The issuer's principal activities.

4.1.0. Description of the issuer's principal activities, stating the main categories of products sold and/or services performed.

Indication of any significant new products and/or activities.

4.1.1. Net turnover during the past two financial years.

4.1.2. Location and size of the issuer's principal establishments and summary information about real estate owned. Any establishment which accounts for more than 10 % of turnover or production shall be considered a principal establishment.

4.1.3. For mining, extraction of hydrocarbons, quarrying and similar activities in so far as significant, description of deposits, estimate of economically exploitable reserves and expected period of working.

Indication of the periods and main terms of concessions and the economic conditions for working them.

Indication of the progress of actual working.

4.1.4. Where the information given pursuant to headings 4.1.0 to 4.1.3 has been influenced by exceptional factors, that fact should be mentioned.

4.2. Summary information regarding the extent to which the issuer is dependent, if at all, on patents or licences, industrial, commercial or financial contracts or new manufacturing processes, where such factors are of fundamental importance to the issuer's business or profitability.

4.3. Information on any legal or arbitration proceedings which may have or have had a significant effect on the issuer's financial position in the recent past.

4.4. Investment policy:

4.4.0. Description, with figures, of the main investments made, including interests such as shares, debt securities, etc., in other undertakings, over the past three financial years and the months already elapsed of the current financial year.

4.4.1. Information concerning the principal investments being made with the exception of interests being acquired in other undertakings.

Distribution of these investments geographically (home and abroad).

Method of financing (internal or external).

4.4.2. Information concerning the issuer's principal future investments, with the exception of interests to be acquired in other undertakings, on which its management bodies have already made firm commitments.

CHAPTER 5

Information concerning the issuer's assets and liabilities, financial position and profits and losses

5.1. Accounts of the issuer:

5.1.0. The last two balance sheets and profit and loss accounts drawn up by the issuer set out as a comparative table. The notes on the annual accounts for the last financial year.

The draft listing particulars must be filed with the competent authorities not more than 18 months after the end of the financial year to which the last annual accounts published relate. The competent authorities may extend that period in exceptional cases.

5.1.1. If the issuer prepares consolidated annual accounts only, it shall include those accounts in the listing particulars in accordance with heading 5.1.0.

If the issuer prepares both own and consolidated annual accounts, it shall include both sets of accounts in the listing particulars in accordance with heading 5.1.0. However, the competent authorities may allow the issuer to include either the own or the consolidated annual accounts, on condition that the accounts which are not included do not provide any significant additional information.

5.1.2. Where more than nine months have elapsed since the end of the financial year to which the last published own annual and/or consolidated annual accounts relate, an interim financial statement covering at least the first six months shall be included in the listing particulars or appended to them. If the interim financial statement is unaudited, that fact must be stated.

Where the issuer prepares consolidated annual accounts, the competent authorities shall decide whether the interim financial statement to be submitted must be consolidated or not.

Any significant change which has occurred since the end of the last financial year or the preparation of the aforementioned interim financial statement must be described in a note inserted in or appended to the listing particulars.

5.1.3. If the own annual or consolidated annual accounts do not comply with the Council Directives on undertakings' annual accounts and do not give a true and fair view of the issuer's assets and liabilities, financial position and profits and losses, more detailed and/or additional information must be given.

5.1.4. Indication as at the most recent date possible (which must be stated) of the following, if material:

— the total amount of any loan capital outstanding, distinguishing between loans guaranteed (by the provision of security or otherwise, by the issuer or by third parties) and loans not guaranteed,

— the total amount of all other borrowings and indebtedness in the nature of borrowing, distinguishing between guaranteed and unguaranteed borrowings and debts,

— the total amount of any contingent liabilities.

An appropriate negative statement shall be given, where relevant, in the absence of any such loan capital, borrowings and indebtedness and contingent liabilities.

If the issuer prepares consolidated annual accounts, the principles laid down in heading 5.1.1 shall apply.

As a general rule, no account should be taken of liabilities between undertakings within the same group, a statement to that effect being made if necessary.

5.1.5. A table showing the sources and application of funds over the past three financial years.

5.2. Individual details listed below relating to the undertakings in which the issuer holds a proportion of the capital likely to have a significant effect on the assessment of its own assets and liabilities, financial position or profits and losses.

The items of information listed below must be given in any event for every undertaking in which the issuer has a direct or indirect participating interest, if the book value of that participating interest represents at least 10 % of the capital and reserves or accounts for at least 10 % of the net profit or loss of the issuer, or in the case of a group, if the book value of that participating interest represents at least 10 % of the consolidated net assets or accounts for at least 10 % of the consolidated net profit or loss of the group.

The items of information listed below need not be given provided that the issuer proves that its holding is of a purely provisional nature.

Similarly, the information required under points (e) and (f) may be omitted where the undertaking in which a participating interest is held does not publish its annual accounts.

Pending coordination of provisions relating to consolidated annual accounts, the Member States may authorize the competent authorities to permit the omission of the information

prescribed in points (d) to (h) if the annual accounts of the undertakings in which the participating interests are held are consolidated into the group annual accounts or if the value attributable to the interest under the equity method is disclosed in the annual accounts, provided that in the opinion of the competent authorities, the omission of that information is not likely to mislead the public with regard to the facts and circumstances knowledge of which is essential for the assessment of the security in question.

(a) Name and registered office of the undertaking.

(b) Field of activity.

(c) Proportion of capital held.

(d) Issued capital.

(e) Reserves.

(f) Profit or loss arising out of ordinary activities, after tax, for the last financial year.

(g) Amount still to be paid up on shares held.

(h) Amount of dividends received in the course of the last financial year in respect of shares held.

5.3. When the listing particulars comprise consolidated annual accounts, disclosure:

(a) of the consolidation principles applied. These shall be described explicitly where the Member State has no laws governing the consolidation of annual accounts or where such principles are not in conformity with such laws or with a generally accepted method in use in the Member State in which the stock exchange on which admission to official listing is requested is situated or operates;

(b) of the names and registered offices of the undertakings included in the consolidation, where that information is important for the purpose of assessing the assets and liabilities, the financial position and the profits and losses of the issuer. It is sufficient to distinguish them by a sign in the list of companies for which details are required in heading 5.2;

(c) for each of the undertakings referred to in (b):

— the total proportion of third-party interests, if annual accounts are consolidated globally,

— the proportion of the consolidation calculated on the basis of interests, if consolidation has been effected on a *pro rata* basis.

5.4. Where the issuer is a dominant undertaking forming a group with one or more dependent undertakings, the details provided for in Chapters 4 and 7 shall be given for that issuer and group.

The competent authorities may permit the provision of that information for the issuer alone or for the group alone, provided that the details which are not provided are not material.

5.5. If certain information provided for under Schedule B is given in the annual accounts provided in accordance with this Chapter, it need not be repeated.

CHAPTER 6

Information concerning administration, management and supervision

6.1. Names, addresses and functions in the issuing undertaking of the following persons, and an indication of the principal activities performed by them outside that undertaking where these are significant with respect to that undertaking:

(a) members of the administrative, management or supervisory bodies;

(b) partners with unlimited liability, in the case of a limited partnership with a share capital.

CHAPTER 7

Information concerning the recent development and prospects of the issuer

7.1. Except in the event of a derogation granted by the competent authorities, general information on the trend of the issuer's business since the end of the financial year to which the last published annual accounts relate, in particular:

— the most significant recent trends in production, sales and stocks and the state of the order book, and

— recent trends in costs and selling prices.

7.2. Except in the event of a derogation granted by the competent authorities, information on the issuer's prospects for at least the current financial year.

SCHEDULE C

LAYOUT FOR LISTING PARTICULARS FOR THE ADMISSION OF CERTIFICATES REPRESENTING SHARES TO OFFICIAL STOCK EXCHANGE LISTING

CHAPTER 1

General information about the issuer

1.1. Name, registered office and principal administrative establishment if different from the registered office.

1.2. Date of incorporation and length of life of the issuer, except where indefinite.

1.3. Legislation under which the issuer operates and legal form which it has adopted under that legislation.

1.4. The amount of the issued capital and the number and classes of the securities of which it is composed with details of their principal characteristics.

The part of the issued capital still to be paid up, with an indication of the number, or total nominal value, and the type of the securities not yet fully paid up, broken down where applicable according to the extent to which they have been paid up.

1.5. Indication of the principal holders of the capital.

1.6. Names, addresses and functions in the issuing body of the following persons, and an indication of the principal activities performed by them outside that body where these are significant with respect to that body, and also the functions held:

(a) members of the administrative, management or supervisory bodies;

(b) partners with unlimited liability, in the case of a limited partnership with a share capital.

1.7. The company's objects. If the issue of certificates representing shares is not the sole object of the company, the nature of its other activities must be described, those of a purely trustee nature being dealt with separately.

1.8. A summary of the annual accounts relating to the last completed financial year.

Where more than nine months have elapsed since the end of the last financial year to which the last published own annual and/or consolidated annual accounts relate, an interim financial statement covering at least the first six months shall be included in the listing particulars or appended to them. If the interim financial statement is unaudited, that fact must be stated.

Where the issuer prepares consolidated annual accounts, the competent authorities shall decide whether the interim financial statement to be submitted must be consolidated or not.

Any significant change which has occurred since the end of the last financial year or the preparation of the interim financial statement must be described in a note inserted in the listing particulars or appended thereto.

CHAPTER 2

Information on the certificates themselves

2.1. Legal status:

Indication of the rules governing the issue of the certificates and mention of the date and place of their publication.

2.1.0. Exercise of and benefit from the rights attaching to the original securities, in particular voting rights — conditions on which the issuer of the certificates may exercise such rights, and measures envisaged to obtain the instructions of the certificate holders — and the right to share in profits and any liquidation surplus.

2.1.1. Bank or other guarantees attached to the certificates and intended to underwrite the issuer's obligations.

2.1.2. Possibility of obtaining the conversion of the certificates into original securities and procedure for such conversion.

2.2. The amount of the commissions and costs to be borne by the holder in connection with:

— the issue of the certificate,

— the payment of the coupons,

— the creation of additional certificates,

— the exchange of the certificates for original securities.

2.3. Transferability of the certificates:

(a) The stock exchanges where admission to official listing is, or will be, sought;

(b) Any restrictions on the free transferability of the certificates.

2.4. Supplementary information for admission to official listing:

(a) If the certificates are to be placed on a stock exchange the number of certificates made available to the market and/or the total nominal value; the minimum sale price, if such a price is fixed;

(b) Date on which the new certificates will be listed, if known.

2.5. Indication of the tax arrangements with regard to any taxes and charges to be borne by the holders and levied in the countries where the certificates are issued.

2.6 Indication of the legislation under which the certificates have been created and of the courts competent in the event of litigation.

4. 7. 87 Official Journal of the European Communities No L 185/81

COUNCIL DIRECTIVE

of 22 June 1987

amending Directive 80/390/EEC coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing

(87/345/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Article 54 (2) thereof,

Having regard to the proposal from the Commission,

Having regard to the opinion of the European Parliament (1),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (2),

Whereas, on 17 November 1986, the Council adopted Directive 86/566/EEC amending the First Directive of 11 May 1960 for the implementation of Article 67 of the Treaty (3); whereas, as a consequence, the number of cross-border applications for admission to listing is likely to increase;

Whereas Article 24 of Directive 80/390/EEC (4), as amended by Directive 82/148/EEC (5), provides that, where securities are to be admitted to official listing on stock exchanges in two or more Member States, the competent authorities of such Member States are to cooperate and endeavour to agree a single text for the listing particulars for use in all the Member States concerned;

Whereas that provision does not result in the full mutual recognition of listing particulars and it is therefore appropriate to amend Directive 80/390/EEC so as to achieve that recognition;

Whereas mutual recognition represents an important step forward in the creation of the Community's internal market;

Whereas, in this connection, it is necessary to specify which authorities are competent to check and approve listing particulars in the event of simultaneous applications for admission to official listing in two or more Member States;

Whereas mutual recognition can be effective only in so far as Directive 80/390/EEC and the Directives to which it refers have been incorporated in the national legislation of the Member State the competent authorities of which approve the listing particulars;

Whereas the mutual recognition of listing particulars does not in itself confer a right to admission;

Whereas it is advisable to provide for the extension, by means of agreements to be concluded by the Community with non-member countries, of the recognition of listing particulars from those countries on a reciprocal basis;

Whereas provision should be made for a transitional period for the Kingdom of Spain and the Portuguese Republic to take account of the periods accorded to those Member States under Article 2 (2) of Directive 86/566/EEC,

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

Section IV of Directive 80/390/EEC is replaced by the following Sections and Sections V and VI shall become Sections VIII and IX, respectively:

'SECTION IV

Determination of the competent authority

Article 24

Where, for the same securities, applications for admission to official listing on stock exchanges situated or operating in two or more Member States, including the Member State in which the issuer's registered office is situated, are made simultaneously or within a short interval, listing particulars shall be drawn up in accordance with the rules laid down in this Directive in the Member State in which the issuer has its registered office and approved by the competent authorities of that State; if the issuer's registered office is not situated in one of those Member States, the issuer must choose one of those States under the legislation of which the listing particulars will be drawn up and approved.

SECTION V

Mutual recognition

Article 24a

1. Once approved in accordance with Article 24, listing particulars must, subject to any translation, be recognized by the other Member States in which

(1) OJ No C 125, 11. 5. 1987, p. 173.
(2) OJ No C 150, 9. 6. 1987, p. 18.
(3) OJ No L 332, 26. 11. 1986, p. 22.
(4) OJ No L 100, 17. 4. 1980, p. 1.
(5) OJ No L 62, 5. 3. 1982, p. 22.

admission to official listing has been applied for, without its being necessary to obtain the approval of the competent authorities of those States and without their being able to require that additional information be included in the listing particulars. The competent authorities may, however, require that listing particulars include information specific to the market of the country of admission concerning in particular the income tax system, the financial organizations retained to act as paying agents for the issuer in that country, and the way in which notices to investors are published.

2. Listing particulars approved by the competent authorities within the meaning of Article 24 must be recognized in another Member State in which application for admission to official listing is made, even if partial exemption or partial derogation has been granted pursuant to this Directive, provided that:

(a) the partial exemption or partial derogation in question is of a type that is recognized in the rules of the other Member State concerned, and

(b) the conditions that justify the partial exemption or partial derogation also exist in the other Member State concerned and that there are no other conditions concerning such exemption or derogation which might lead the competent authority in that Member State to refuse them.

Even if the conditions laid down in (a) and (b) are not fulfilled, the Member State concerned may allow its competent authorities to recognize the listing particulars approved by the competent authorities within the meaning of Article 24.

3. When approving listing particulars, the competent authorities within the meaning of Article 24 shall provide the competent authorities of the other Member States in which application for official listing is made with a certificate of approval. If partial exemption or partial derogation has been granted pursuant to this Directive, the certificate shall state that fact and the reasons for it.

4. When application for admission to official listing is made, the issuer shall communicate to the competent authorities in each of the other Member States in which it is applying for admission the draft listing particulars which it intends to use in that State.

5. Member States may restrict the application of this Article to listing particulars of issuers having their registered office in a Member State.

Article 24b

1. Where the securities for which applications for admission to official listing on stock exchanges situated in two or more Member States have been made simultaneously or within a short interval have been the subject of a prospectus drawn up and approved in accordance with this Directive, at the time of the public offer, by the competent authorities within the meaning of Article 24 in the three months preceding the application for admission in that State, that prospectus must, subject to any translation, be recognized as listing particulars in the other Member States in which application for admission to official listing is made, without its being necessary to obtain the approval of the competent authorities of those Member States and without their being able to require that additional information be included in the listing particulars. The competent authorities may, however, require that listing particulars include information specific to the market of the country of admission concerning, in particular, the income tax system, the financial organizations retained to act as paying agents for the issuer in the country of admission and the ways in which notices to investors are published.

2. Article 24a (2), (3), (4) and (5) shall apply in the eventuality referred to in paragraph 1 of this Article.

3. Article 23 shall apply to all changes occurring between the time when the content of the prospectus referred to in paragraph 1 of this Article is adopted and the time when stock exchange dealings begin.

SECTION VI

Cooperation

Article 24c

1. The competent authorities shall cooperate wherever necessary for the purpose of carrying out their duties and shall exchange any information required for that purpose.

2. Where an application for admission to official listing concerning securities giving a right to participate in company capital, either immediately or at the end of the maturity period, is made in one or more Member States other than that in which the registered office of the issuer of the shares to which those securities give entitlement is situated, while that issuer's shares have already been admitted to official listing in that Member State, the competent authorities of the Member State of admission may act only after having consulted the competent authorities of the Member State in which the registered office of the issuer of the shares in question is situated.

3. Where an application for admission to official listing is made for securities which have been listed in another Member State less than six months previously, the competent authorities to whom application is made shall contact the competent authorities which have already admitted the securities to official listing and shall, as far as possible, exempt the issuer of those securities from the preparation of new listing particulars, subject to any need for updating, translation or the issue of supplements in accordance with the individual requirements of the Member State concerned.

Article 23

1. Member States shall provide that all persons employed or formerly employed by the competent authorities shall be bound by professional secrecy. This means that any confidential information received in the course of their duties may not be divulged to any person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

2. Paragraph 1 shall not, however, preclude the competent authorities of the various Member States from exchanging information as provided for in this Directive. Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which the persons employed or formerly employed by the competent authorities receiving the information are subject.

3. Without prejudice to cases covered by criminal law, the competent authorities receiving information pursuant to Article 24c (1) may use it only for the performance of their duties or in the context of administrative appeals or legal proceedings relating to such performance.

SECTION VII

Negotiations with non-member countries

Article 25a

The Community may, by means of agreements concluded with one or more non-member countries pursuant to the Treaty, recognize listing particulars drawn up and checked, in accordance with the rules of the non-member country or countries, as meeting the requirements of this Directive, subject to reciprocity, provided that the rules concerned give investors protection equivalent to that afforded by this Directive, even if those rules differ from the provisions of this Directive.'

Article 2

1. Member States shall take the measures necessary for them to comply with this Directive by 1 January 1990. They shall forthwith inform the Commission thereof. However, for the Kingdom of Spain the date 1 January 1990 shall be replaced by 1 January 1991 and for the Portuguese Republic by 1 January 1992.

2. Member States shall communicate to the Commission the texts of the main laws, regulations and administrative provisions which they adopt in the field covered by this Directive.

Article 3

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Luxembourg, 22 June 1987.

For the Council

The President

L. TINDEMANS

No L 112/24 Official Journal of the European Communities 3. 5. 90

II

(Acts whose publication is not obligatory)

COUNCIL

COUNCIL DIRECTIVE

of 23 April 1990

amending Directive 80/390/EEC in respect of the mutual recognition of public-offer prospectuses as stock-exchange listing particulars

(90/211/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Article 54 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

In cooperation with the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas Article 21 of Directive 89/298/EEC (4) provides that where public offers are made simultaneously or within short intervals of one another in two or more Member States, a public-offer prospectus drawn up and approved in accordance with Article 7, 8 or 12 of that Directive must be recognized as a public-offer prospectus in the other Member States concerned on the basis of mutual recognition;

Whereas it is also desirable to provide the recognition of a public-offer prospectus as listing particulars where admission to official stock-exchange listing is requested within a short period of the public offer;

Whereas, therefore, it is appropriate to amend Article 24b of Directive 80/390/EEC (5), as last amended by Directive 87/345/EEC (6);

Whereas the mutual recognition of public-offer prospectuses does not in itself confer the right to admission to official stock-exchange listing,

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

The following is hereby added to the beginning of Article 6 of Directive 80/390/EEC:

'Without prejudice to Article 24b (1).'

Article 2

Paragraph 1 of Article 24b of Directive 80/390/EEC is hereby replaced by the following:

'1. Where application for admission to official listing in one or more Member States is made and the securities have been the subject of a public-offer prospectus drawn up and approved in any Member State in accordance with Article 7, 8 or 12 of Directive 89/298/EEC (7) in the three months preceding the application for admission, the public-offer prospectus shall be recognized, subject to any translation, as listing particulars in the Member State or States in which application for admission to official listing is made, without its being necessary to obtain the approval of the competent authorities of that Member State or those Member States and without their being able to require that additional information be included in the prospectus. The competent authorities may, however, require that the prospectus include information specific to the market of the country of admission concerning, in particular, the income tax

(1) OJ No C 101, 22. 4. 1989, p. 13.
(2) OJ No C 304, 8. 12. 1989, p. 34, OJ No C 38, 19. 2. 1990, p. 40.
(3) OJ No C 201, 7. 8. 1989, p. 5.
(4) OJ No L 124, 5. 5. 1989, p. 8.
(5) OJ No L 100, 17. 4. 1980, p. 1.
(6) OJ No L 185, 4. 7. 1987, p. 81.

system, the financial organizations retained to act as paying agents for the issuer in the country of admission and the ways in which notices to investors are published.

(') OJ No L 124, 5. 5. 1989, p. 8.'

Article 3

1. The Member States shall take the measures necessary for them to comply with this Directive by 17 April 1991. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. The Member State shall communicate to the Commission the texts of the main laws, regulations or administrative provisions which they adopt in the field covered by this Directive.

Article 4

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Luxembourg, 23 April 1990.

For the Council

The President

A. REYNOLDS

No L 48/26 Official Journal of the European Communities 20. 2. 82

II

(Acts whose publication is not obligatory)

COUNCIL

COUNCIL DIRECTIVE

of 15 February 1982

on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing

(82/121/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Articles 54 (3) (g) and 100 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

Having regard to the opinion of the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock-exchange listing (4) seeks to ensure improved protection of investors and a greater degree of equivalence in the protection provided, by coordinating requirements as to the information to be published at the time of admission;

Whereas, in the case of securities admitted to official stock-exchange listing, the protection of investors requires that the latter be supplied with appropriate regular information throughout the entire period during which the securities are listed; whereas coordination of requirements for this regular information has similar objectives to those envisaged for the listing particulars, namely to improve such protection and to make it more equivalent, to facilitate the listing of these securities on more than one stock exchange in the Community, and in so doing to contribute towards the establishment of a genuine Community capital market by permitting a fuller interpenetration of securities markets;

Whereas, under Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock-exchange listing (5), listed companies must as soon as possible make available to investors their annual accounts and report giving information on the company for the whole of the financial year; whereas the fourth Directive 78/660/EEC (6) has coordinated the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning the annual accounts of certain types of companies;

Whereas companies should also, at least once during each financial year, make available to investors reports on their activities; whereas this Directive can, consequently, be confined to coordinating the content and distribution of a single report covering the first six months of the financial year;

Whereas, however, in the case of ordinary debentures, because of the rights they confer on their holders, the protection of investors by means of the publication of a half-yearly report is not essential; whereas, by virtue

(1) OJ No C 29, 1. 2. 1979, p. 5 and OJ No C 210, 16. 8. 1980, p. 5.
(2) OJ No C 85, 8. 4. 1980, p. 69.
(3) OJ No C 53, 3. 3. 1980, p. 54.
(4) OJ No L 100, 17. 4. 1980, p. 1.
(5) OJ No L 66, 16. 3. 1979, p. 21.
(6) OJ No L 222, 14. 8. 1978, p. 11.

of Directive 79/279/EEC, convertible or exchangeable debentures and debentures with warrants may be admitted to official listing only if the related shares are already listed on the same stock exchange or on another regulated, regularly operating, recognized open market or are so admitted simultaneously; whereas the Member States may derogate from this principle only if their competent authorities are satisfied that holders have at their disposal all the information necessary to form an opinion concerning the value of the shares to which these debentures relate; whereas, consequently, regular information needs to be coordinated only for companies whose shares are admitted to official stock-exchange listing;

Whereas the half-yearly report must enable investors to make an informed appraisal of the general development of the company's activities during the period covered by the report; whereas, however, this report need contain only the essential details on the financial position and general progress of the business of the company in question;

Whereas, in order to take account of difficulties resulting from the current state of laws in certain Member States, companies may be allowed a longer period to implement the provisions of this Directive than that laid down for the adaptation of national laws;

Whereas, so as to ensure the effective protection of investors and the proper operation of stock exchanges, the rules relating to regular information to be published by companies, the shares of which are admitted to official stock-exchange listing within the Community, should apply not only to companies from Member States, but also to companies from non-member countries

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

SECTION I

General provisions and scope

Article 1

1. This Directive shall apply to companies the shares of which are admitted to official listing on a stock exchange situated or operating in a Member State, whether the admission is of the shares themselves or of certificates representing them and whether such admission precedes or follows the date on which this Directive enters into force.

2. This Directive shall not, however, apply to investment companies other than those of the closed-end type.

For the purposes of this Directive 'investment companies other than those of the closed-end type' shall mean investment companies:

— the object of which is the collective investment of capital provided by the public, and which operate on the principle of risk spreading, and

— the shares of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of those companies' assets. Action taken by such companies to ensure that the stock-exchange value of their shares does not significantly vary from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption.

3. The Member States may exclude central banks from the scope of this Directive.

Article 2

The Member States shall ensure that the companies publish half-yearly reports on their activities and profits and losses during the first six months of each financial year.

Article 3

The Member States may subject companies to obligations more stringent than those provided for by this Directive or to additional obligations, provided that they apply generally to all companies or to all companies of a given class.

SECTION II

Publication and contents of the half-yearly report

Article 4

1. The half-yearly report shall be published within four months of the end of the relevant six-month period.

2. In exceptional, duly substantiated cases, the competent authorities shall be permitted to extend the time limit for publication.

Article 5

1. The half-yearly report shall consist of figures and an explanatory statement relating to the company's activities and profits and losses during the relevant six-month period.

2. The figures, presented in table form, shall indicate at least:

— the net turnover, and

— the profit or loss before or after deduction of tax.

These terms shall have the same meanings as in the Council Directives on company accounts.

3. The Member States may allow the competent authorities to authorize companies, exceptionally and on a case-by-case basis, to supply estimated figures for profits and losses, provided that the shares of each such company are listed officially in only one Member

State. The use of this procedure must be indicated by the company in its report and must not mislead investors.

4. Where the company has paid or proposes to pay an interim dividend, the figures must indicate the profit or loss after tax for the six-month period and the interim dividend paid or proposed.

5. Against each figure there must be shown the figure for the corresponding period in the preceding financial year.

6. The explanatory statement must include any significant information enabling investors to make an informed assessment of the trend of the company's activities and profits or losses together with an indication of any special factor which has influenced those activities and those profits or losses during the period in question, and enable a comparison to be made with the corresponding period of the preceding financial year.

It must also, as far as possible, refer to the company's likely future development in the current financial year.

7. Where the figures provided for in paragraph 2 are unsuited to the company's activities, the competent authorities shall ensure that appropriate adjustments are made.

Article 6

Where a company publishes consolidated accounts it may publish its half-yearly report in either consolidated or unconsolidated form. However, the Member States may allow the competent authorities, where the latter consider that the form not adopted would have contained additional material information, to require the company to publish such information.

Article 7

1. The half-yearly report must be published in the Member State or Member States where the shares are admitted to official listing by insertion in one or more newspapers distributed throughout the State or widely distributed therein or in the national gazette, or shall be made available to the public either in writing in places indicated by announcement to be published in one or more newspapers distributed throughout the State or widely distributed therein, or by other equivalent means approved by the competent authorities.

2. A half-yearly report must be drawn up in the official language or languages or in one of the official languages or in another language, provided that, in the Member State concerned, such official language or languages or such other language are customary in the sphere of finance and are accepted by the competent authorities.

3. The company shall send a copy of its half-yearly report simultaneously to the competent authorities of each Member State in which its shares are admitted to official listing. It shall do so not later than the time when the half-yearly report is published for the first time in a Member State.

Article 8

Where the accounting information has been audited by the official auditor of the company's accounts, that auditor's report and any qualifications he may have shall be reproduced in full.

SECTION III

Powers of the competent authorities

Article 9

1. Member States shall appoint one or more competent authorities and shall notify the Commission of the appointment of such authorities, giving details of any division of powers among them. Member States shall also ensure that this Directive is applied.

2. The Member States shall ensure that the competent authorities have the necessary powers to carry out their task.

3. Where particular requirements of this Directive are unsuited to a company's activities or circumstances, the competent authorities shall ensure that suitable adaptations are made to such requirements.

4. The competent authorities may authorize the omission from the half-yearly report of certain information provided for in this Directive if they consider that disclosure of such information would be contrary to the public interest or seriously detrimental to the company, provided that, in the latter case, such omission would not be likely to mislead the public with regard to facts and circumstances knowledge of which is essential for the assessment of the shares in question.

The company or its representatives shall be responsible for the correctness and relevance of the facts on which any application for such exemption is based.

5. Paragraphs 3 and 4 shall also apply to the more stringent or additional obligations imposed pursuant to Article 3.

6. If a company governed by the law of a non-member country publishes a half-yearly report in a non-member country, the competent authorities may authorize it to publish that report instead of the half-yearly report provided for in this Directive, provided

that the information given is equivalent to that which would result from the application of this Directive.

7. This Directive shall not affect the competent authorities' liability, which shall continue to be governed solely by national law.

SECTION IV

Cooperation between Member States

Article 10

1. The competent authorities shall cooperate whenever necessary for the purpose of carrying out their duties and shall exchange any information required for that purpose.

2. Where a half-yearly report has to be published in more than one Member State, the competent authorities of these Member States shall, by way of derogation from Article 3, use their best endeavours to accept as a single text the text which meets the requirements of the Member State in which the company's shares were admitted to official listing for the first time or the text which most closely approximates to that text. In cases of simultaneous admission to official listing on two or more stock exchanges situated or operating in different Member States, the competent authorities of the Member States concerned shall use their best endeavours to accept as a single text the text of the report which meets the requirements of the Member State in which the company's head office is situated; if the company's head office is situated in a non-member country, the competent authorities of the Member States concerned shall use their best endeavours to accept a single version of the report.

SECTION V

Contact Committee

Article 11

1. The Contact Committee set up by Article 20 of Directive 79/279/EEC shall also have as its function:

(a) without prejudice to Articles 169 and 170 of the Treaty to facilitate the harmonized implementation of this Directive through regular consultations on any practical problems arising from its application on which exchanges of views are deemed useful;

(b) to facilitate consultation between the Member States on the more stringent or additional obligations which they may impose pursuant to Article 3 with a view to the ultimate convergence of obligations imposed in all Member States, in accordance with Article 54 (3) (g) of the Treaty;

(c) to advise the Commission, if necessary, on any additions or amendments to be made to this Directive; in particular, the Committee shall consider the possible modification of Articles 3 and 5 in the light of progress towards the convergence of obligations referred to in (b) above.

2. Within five years of notification of this Directive, the Commission shall, after consulting the Contact Committee, submit to the Council a report on the application of Articles 3 and 5 and on such modifications as it would be possible to make thereto.

SECTION VI

Final provisions

Article 12

1. Member States shall bring into force the measures necessary to comply with this Directive not later than 30 June 1983. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. Member States may postpone application of the measures referred to in paragraph 1 until 36 months from the date on which they bring such measures into force.

3. As from the notification of this Directive, Member States shall communicate to the Commission the main provisions of the laws, regulations and administrative provisions which they adopt in the field governed by this Directive.

Article 13

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 15 February 1982.

For the Council

The President

P. de KEERSMAEKER

COUNCIL DIRECTIVE

of 17 April 1989

coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public

(89/298/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Article 54 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

In cooperation with the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas investment in transferable securities, like any other form of investment, involves risks; whereas the protection of investors requires that they be put in a position to make a correct assessment of such risks so as to be able to take investment decisions in full knowledge of the facts;

Whereas the provision of full, appropriate information concerning transferable securities and the issuers of such securities promotes the protection of investors;

Whereas, moreover, such information is an effective means of increasing confidence in transferable securities and thus contributes to the proper functioning and development of transferable securities markets;

Whereas a genuine Community information policy relating to transferable securities should therefore be introduced; whereas, by virtue of the safeguards that it offers investors and its impact on the proper functioning of transferable securities markets, such an information policy is capable of promoting the interpenetration of national transferable securities markets and thus encouraging the creation of a genuine European capital market;

Whereas Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing (4), as last amended by Directive 87/345/EEC (5), represents an important step in the implementation of such a Community information policy; whereas that Directive coordinates the information to be published when securities are admitted to stock exchange listing concerning the nature of the securities offered and the issuers of such securities, so as to enable investors to make an informed assessment of the assets and liabilities, financial position, profits and losses and prospects of issuers and of the rights attaching to such securities;

Whereas such an information policy also requires that when transferable securities are offered to the public for the first time in a Member State, whether by, or on behalf of the issuer or a third party, whether or not they are subsequently listed, a prospectus containing information of this nature must be made available to investors; whereas it is also necessary to coordinate the contents of that prospectus in order to achieve equivalence of the minimum safeguards afforded to investors in the various Member States;

Whereas, so far, it has proved impossible to furnish a common definition of the term 'public offer' and all its constituent parts;

Whereas, in cases where a public offer is of transferable securities which are to be admitted to official listing on a stock exchange, information similar to that required by Directive 80/390/EEC, whilst being adapted to the circumstances of the public offer, must be supplied; whereas, for public offers of transferable securities that are not to be admitted to official stock exchange listing, less detailed information can be required so as not to burden small and medium-sized issuers unduly; whereas, for public offers of transferable securities that are to be admitted to official stock exchange listing, the degree of coordination achieved is such that a prospectus approved by the competent authorities of a Member State can be used for public offers of the same securities in another Member State on the basis of mutual recognition; whereas mutual recognition should also apply where public offer prospectuses comply with the basic standards laid down in Directive 80/390/EEC and are approved by the competent authorities even in the absence of a request for admission to official stock exchange listing;

Whereas in order to ensure that the purposes of this Directive will be fully realized it is necessary to include within the scope of this Directive transferable securities issued by companies or firms governed by the laws of third countries;

(1) OJ No C 226, 31. 8. 1982, p. 4.
(2) OJ No C 125, 17. 5. 1982, p. 176 and OJ No C 69, 20. 3. 1989.
(3) OJ No C 310, 30. 11. 1981, p. 50.
(4) OJ No L 100, 17. 4. 1980, p. 1.
(5) OJ No L 185, 4. 7. 1987, p. 81.

Whereas it is advisable to provide for the extension, by means of agreements to be concluded by the Community with third countries, of the recognition of prospectuses from those countries on a reciprocal basis;

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

SECTION I

General provisions

Article 1

1. This Directive shall apply to transferable securities which are offered to the public for the first time in a Member State provided that these securities are not already listed on a stock exchange situated or operating in that Member State.

2. Where an offer to the public is for part only of the transferable securities from a single issue, the Member States need not require that another prospectus be published if the other part is subsequently offered to the public.

Article 2

This Directive shall not apply:

1. to the following types of offer:

   (a) where transferable securities are offered to persons in the context of their trades, professions or occupations, and/or

   (b) where transferable securities are offered to a restricted circle of persons, and/or

   (c) where the selling price of all the transferable securities offered does not exceed ECU 40 000, and/or

   (d) where the transferable securities offered can be acquired only for a consideration of at least ECU 40 000 per investor;

2. to transferable securities of the following types:

   (a) to transferable securities offered in individual denominations of at least ECU 40 000;

   (b) to units issued by collective investment undertakings other than of the closed-end type;

   (c) to transferable securities issued by a State or by one of a State's regional or local authorities or by public international bodies of which one or more Member States are members;

   (d) to transferable securities offered in connection with a take-over bid;

   (e) to transferable securities offered in connection with a merger;

   (f) to shares allotted free of charge to the holders of shares;

   (g) to shares or transferable securities equivalent to shares offered in exchange for shares in the same company if the offer of such new securities does not involve any overall increase in the company's issued shares capital;

   (h) to transferable securities offered by their employer or by an affiliated undertaking to or for the benefit of serving or former employees;

   (i) to transferable securities resulting from the conversion of convertible debt securities or from the exercise of the rights conferred by warrants or to shares offered in exchange for exchangeable debt securities, provided that a public offer prospectus or listing particulars relating to those convertible or exchangeable debt securities or those warrants were published in the same Member State;

   (j) to transferable securities issued, with a view to their obtaining the means necessary to achieve their disinterested objectives, by associations with legal status or non-profit-making bodies, recognized by the State;

   (k) to shares or transferable securities equivalent to shares, ownership of which entitles the holder to avail himself of the services rendered by bodies such as 'building societies', 'Crédits populaires', 'Genossenschaftsbanken', or 'Industrial and Provident Societies', or to become a member of such a body;

   (l) to Euro-securities which are not the subject of a generalized campaign of advertising or canvassing.

Article 3

For the purposes of this Directive:

(a) 'collective investment undertakings other than of the closed-end type' shall mean unit trusts and investment companies:

   — the object of which is the collective investment of capital provided by the public, and which operate on the principle of risk spreading, and

   — the units of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of the assets of those undertakings. Action taken by such undertakings to ensure that the stock exchange value of their units does not significantly vary from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption;

(b) 'units of a collective investment undertaking' shall mean transferable securities issued by a collective investment undertaking representing the rights of the participants in such an undertaking over its assets;

(c) 'issuers' shall mean companies and other legal persons and any undertakings the transferable securities of which are offered to the public;

(d) 'credit institution' shall mean an undertaking the business of which is to receive deposits or other repayable funds from the public and to grant credits for its own account, including credit institutions such as referred to in Article 2 of Directive 77/780/EEC [1], as last amended by Directive 86/524/EEC [2];

(e) 'transferable securities' shall mean shares in companies and other transferable securities equivalent to shares in companies, debt securities having a maturity of at least one year and other transferable securities equivalent to debt securities, and any other transferable security giving the right to acquire any such transferable securities by subscription or exchange;

(f) 'Euro-securities' shall mean transferable securities which:

— are to be underwritten and distributed by a syndicate at least two of the members of which have their registered offices in different States, and

— are offered on a significant scale in one or more States other than that of the issuer's registered office, and

— may be subscribed for or initially acquired only through a credit institution or other financial institution.

Article 4

Member States shall ensure that any offer of transferable securities to the public within their territories is subject to the publication of a prospectus by the person making the offer.

Article 5

Member States may provide for partial or complete exemption from the obligation to publish a prospectus where the transferable securities being offered to the public are:

(a) debt securities or other transferable securities equivalent to debt securities issued in a continuous or repeated manner by credit institutions or other financial institutions equivalent to credit institutions which regularly publish their annual accounts and which, within the Community, are set up or governed by a special law or pursuant to such a law, or are subject to public supervision intended to protect savings;

(b) debt securities or other transferable securities equivalent to debt securities issued by companies and other legal persons which are nationals of a Member State and which:

— in carrying on their business, benefit from State monopolies, and

— are set up or governed by a special law or pursuant to such a law or whose borrowings are unconditionally and irrevocably guaranteed by a Member State or one of a Member State's regional or local authorities;

(c) debt securities issued by legal persons, other than companies, which are nationals of a Member State, and

— were set up by special law, and

— whose activities are governed by that law and consist solely in

(i) raising funds under state control through the issue of debt securities; and

(ii) financing production by means of the resources which they have raised and resources provided by a Member State and/or acquiring a holding in such production, and

— the debt securities of which are, for the purposes of admission to official listing, considered by national law as debt securities issued or guaranteed by the State.

Article 6

If a full prospectus has been published in a Member State within the previous 12 months, the following prospectus drawn up by the same issuer in the same State, but relating to different transferable securities, may indicate only those changes likely to influence the value of the securities which have occurred since publication of the full prospectus.

However, that prospectus may be made available only accompanied by the full prospectus to which it relates or by a reference thereto.

SECTION II

Contents and arrangements for the scrutiny and distribution of the prospectus for transferable securities for which admission to official stock exchange listing is sought

Article 7

Where a public offer relates to transferable securities which at the time of the offer are the subject of an application for admission to official listing on a stock exchange situated or operating within the same Member State, the contents of the prospectus and the procedures for scrutinizing and distributing it shall, subject to adaptations appropriate to the circumstances of a public offer, be determined in accordance with Directive 80/390/EEC.

[1] OJ No L 322, 17. 12. 1977, p. 30.
[2] OJ No L 309, 4. 11. 1986, p. 15.

Article 8

1. Where a public offer is made in one Member State and admission is sought to official listing on a stock exchange situated in another Member State, the person making the public offer shall have the possibility in the Member State in which the public offer is to be made of drawing up a prospectus the contents and procedures for scrutiny and distribution of which shall, subject to adaptations appropriate to the circumstances of a public offer, be determined in accordance with Directive 80/390/EEC.

2. Paragraph 1 shall apply only in those Member States which in general provide for the prior scrutiny of public offer prospectuses.

Article 9

A prospectus must be published or made available to the public not later than the time when an offer is made to the public.

Article 10

1. Where a prospectus in accordance with Article 7 or 8 is or is to be published, the advertisements, notices, posters and documents announcing the public offer must be communicated in advance to the competent authorities. The aforementioned documents must mention that there is a prospectus and state where the prospectus is published.

2. If the Member States authorize the distribution of the documents referred to in paragraph 1 before the prospectus is available, those documents must state that a prospectus will be published and indicate where members of the public will be able to obtain it.

3. The prospectus must be published either:

— by insertion in one or more newspapers circulated throughout the Member State in which the public offer is made, or

— in the form of a brochure to be made available, free of charge, to the public in the Member State in which the public offer is made and at the registered office of the person making the public offer and at the offices of the financial organizations retained to act as paying agents of the latter in the Member State where the offer is made.

4. In addition, either the complete prospectus or a notice stating where the prospectus has been published and where it may be obtained by the public must be inserted in a publication designated by the Member State in which the public offer is made.

SECTION III.

Contents and arrangements for the distribution of the prospectus for transferable securities for which admission to official stock-exchange listing is not sought

Article 11

1. Where a public offer relates to transferable securities other than those referred to in Articles 7 and 8, the prospectus must contain the information which, according to the particular nature of the issuer and of the transferable securities offered to the public, is necessary to enable investors to make an informed assessment of the assets and liabilities, financial position, profits and losses and prospects of the issuer and of the rights attaching to the transferable securities.

2. In order to fulfil the obligation referred to in paragraph 1, the prospectus shall, subject to the possibilities for exemption provided for in Articles 5 and 13, contain in as easily analysable and comprehensible a form a possible, at least the information listed below:

(a) those responsible for the prospectus (names, functions and declarations by them that to the best of their knowledge the information contained in the prospectus is in accordance with the facts and that the prospectus makes no omission likely to affect its import);

(b) the offer to the public and the transferable securities being offered (nature of the securities being offered, the amount and purpose of the issue, the number of securities issued and the rights attaching to them; the income tax withheld at source; the period during which the offer is open; the date on which entitlement to dividends or interest arises; the persons underwriting or guaranteeing the offer; any restrictions on the free transferability of the securities being offered and the markets on which they may be traded; the establishments serving as paying agents; if known, the price at which the securities are offered, or else, if national rules so provide, the procedure and timetable for fixing the price if it is not known when the prospectus is being drawn up; methods of payment; the procedure for the exercise of any right of pre-emption and the methods of and time-limits for delivery of the securities);

(c) the issuer (name, registered office; its date of incorporation, the legislation applicable to the issuer and the issuer's legal form, its objects, indication of the register and of the entry number therein) and its capital (amount of the subscribed capital, the number and main particulars of the securities of which the capital consists and any part of the capital still to be paid up; the amount of any convertible debt securities, exchangeable debt securities or debt securities with warrants and the procedures for conversion, exchange or subscription; where appropriate, the group of undertakings to which the issuer belongs; in the case of shares, the following additional information must be supplied: any shares not representing capital, the amount of the authorized capital and the duration of the authorization; in so far as

they are known, indication of the shareholders who directly or indirectly exercise or could exercise a determining role in the management of the issuer);

(d) the issuer's principal activities (description of its principal activities, and, where appropriate, any exceptional factors which have influenced its activities; any dependence on patents, licences or contracts if these are of fundamental importance; information regarding investments in progress where they are significant; any legal proceedings having an important effect on the issuer's financial position);

(e) the issuer's assets and liabilities, financial position and profits and losses (own accounts and, where appropriate, consolidated accounts; if the issuer prepares consolidated annual accounts only, it shall include those accounts in the prospectus; if the issuer prepares both own and consolidated accounts, it shall include both types of account in the prospectus; however, the issuer may include only one of the two, provided that the accounts which are not included do not provide any significant additional information); interim accounts if any have been published since the end of the previous financial year; the name of the person responsible for auditing the accounts; if that person has qualified them or refused an audit report, the fact must be stated and the reasons given;

(f) the issuer's administration, management and supervision (names, addresses, functions; in the case of an offer to the public of shares in a limited-liability company, remuneration of the members of the issuer's administrative, management and supervisory bodies);

(g) to the extent that such information would have a significant impact on any assessment that might be made of the issuer, recent developments in its business and prospects (the most significant recent trends concerning the development of the issuer's business since the end of the proceding financial year, information on the issuer's prospects for at least the current financial year).

3. Where a public offer relates to debt securities guaranteed by one or more legal persons, the information specified in paragraph 2 (c) to (g) must also be given with respect to the guarantor or guarantors.

4. Where a public offer relates to convertible debt securities, exchangeable debt securities or debt securities with warrants or to the warrants themselves, information must also be given with regard to the nature of the shares or debt securities to which they confer entitlement and the conditions of and procedures for conversion, exchange or subscription. Where the issuer of the shares or debt securities is not the issuer of the debt securities or warrants the information specified in paragraph 2 (c) to (g) must also be given with respect to the issuer of the shares or debt securities.

5. If the period of existence of the issuer is less than any period mentioned in paragraph 2, the information need be provided only for the period of the issuer's existence.

6. Where certain information specified in paragraph 2 is found to be inappropriate to the issuer's sphere of activity or its legal form or to the transferable securities being offered, a prospectus giving equivalent information must be drawn up.

7. Where shares are offered on a pre-emptive basis to shareholders of the issuer on the occasion of their admission to dealing on a stock exchange market, the Member States or bodies designated by them may allow some of the information specified in paragraph 2 (d), (e) and (f) to be omitted, provided that investors already possess up-to-date information about the issuer equivalent to that required by Section III as a result of stock exchange disclosure requirements.

8. Where a class of shares has been admitted to dealing on a stock exchange market, the Member States or bodies designated by them may allow a partial or complete exemption from the obligation to publish a prospectus if the number or estimated market value or the nominal value or, in the absence of a nominal value, the accounting par value of the shares offered amounts to less than 10 % of the number or of the corresponding value of shares of the same class already admitted to dealing, provided that investors already possess up-to-date information about the issuer equivalent to that required by Section III as a result of stock exchange disclosure requirements.

Article 12

1. However, the Member States may provide that the person making a public offer shall have the possibility of drawing up a prospectus the contents of which shall, subject to adaptations appropriate to the circumstances of a public offer, be determined in accordance with Directive 80/390/EEC.

2. The prior scrutiny of the prospectus referred to in paragraph 1 must be carried out by the bodies designated by the Member States even in the absence of a request for admission to official stock-exchange listing.

Article 13

1. The Member States or the bodies designated by them may authorize the omission from the prospectus referred to in Article 11 of certain information prescribed by this Directive:

(a) if that information is of minor importance only and is not likely of influence assessment of the issuer's assets and liabilities, financial position, profits and losses and prospects; or

(b) if disclosure of that information would be contrary to the public interest or seriously detrimental to the issuer.

provided that, in the latter case, omission would not be likely to mislead the public with regard to facts and circumstances essential for assessment of the transferable securities.

2. Where the initiator of an offer is neither the issuer nor a third party acting on the issuer's behalf, the Member States or the bodies designated by them may authorize omission from the prospectus of certain information which would not normally be in the initiator's possession.

3. The Member States or the bodies designated by them may provide for partial or complete exemption from the obligation to publish a prospectus where the information which those making the offer are required to supply by law, regulation or rules made by bodies enabled to do so by national laws is available to investors not later than the time when the prospectus must be or should have been published or made available to the public, in accordance with this Directive, in the form of documents giving information at least equivalent to that required by Section III.

Article 14

A prospectus must be communicated, before its publication, to the bodies designated for that purpose in each Member State in which the transferable securities are offered to the public for the first time.

Article 15

A prospectus must be published or made available to the public in the Member State in which an offer to the public is made in accordance with the procedures laid down by that Member State.

Article 16

A prospectus must be published or made available to the public not later than the time when an offer is made to the public.

Article 17

1. When a prospectus complying with Article 11 or 12 is or must be published, the advertisements, notices, posters and documents announcing the public offer distributed or made available to members of the public by the person making the public offer, must be communicated in advance to the bodies designated in accordance with Article 14, if such bodies carry out prior scrutiny of public offer prospectuses. In such a case, the latter shall determine whether the documents concerned should be checked before publication. Such documents must state that a prospectus exists and indicate where it is published.

2. If Member States authorize the dissemination of the documents referred to in paragraph 1 before the prospectus is available, those documents must state that a prospectus will be published and indicate where members of the public will be able to obtain it.

Article 18

Any significant new factor or significant inaccuracy in a prospectus capable of affecting assessment of the transferable securities which arises or is noted between the publication of the prospectus and the definitive closure of a public offer must be mentioned or rectified in a supplement to the prospectus, to be published or made available to the public in accordance with at least the same arrangements as were applied when the original prospectus was disseminated or in accordance with procedures laid down by the Member States or by the bodies designated by them.

SECTION IV

Cooperation between Member States

Article 19

The Member States shall designate the bodies, which may be the same as those referred to in Article 14, which shall cooperate with each other for the purposes of the proper application of this Directive and shall use their best endeavours, within the framework of their responsibilities, to exchange all the information necessary to that end. Member States shall inform the Commission of the bodies thus designated. The Commission shall communicate that information to the other Member States.

Member States shall ensure that the bodies designated have the powers required for the accomplishment of their task.

Article 20

1. Where, for the same transferable securities, public offers are made simultaneously or within a short interval of one another in two or more Member States and where a public offer prospectus is drawn up in accordance with Article 7, 8 or 12, the authority competent for the approval of the prospectus shall be that of the Member State in which the issuer has its registered office if the public offer or any application for admission to official listing on a stock exchange is made in that Member State.

2. However, if the Member State referred to in paragraph 1 does not provide in general for the prior scrutiny of public offer prospectuses and if only the public offer or an application for admission to listing is made in that Member State, as well as in all other cases, the person making the public offer must choose the supervisory authority from

those in the Member States in which the public offer is made and which provide in general for the prior scrutiny of public offer prospectuses.

SECTION V

Mutual recognition

Article 21

1. If approved in accordance with Article 20, a prospectus must, subject to translation if required, be recognized as complying or be deemed to comply with the laws of the other Member States in which the same transferable securities are offered to the public simultaneously or within a short interval of one another, without being subject to any form of approval there and without those States being able to require that additional information be included in the prospectus. Those Member States may, however, require that the prospectus include information specific to the market of the country in which the public offer is made concerning in particular the income tax system, the financial organizations retained to act as paying agents for the issuer in that country, and the way in which notices to investors are published.

2. A prospectus approved by the competent authorities within the meaning of Article 24a of Directive 80/390/EEC must be recognized as complying or be deemed to comply with the laws of another Member State in which the public offer is made, even if partial exemption or partial derogation has been granted pursuant to this Directive, provided, however, that:

(a) the partial exemption or partial derogation in question is of a type that is recognized in the rules of the other Member State concerned; and

(b) the circumstances that justify the partial exemption or partial derogation also exist in the other Member State concerned.

Even if the conditions laid down in (a) and (b) of the first subparagraph are not fulfilled, the Member State concerned may deem a prospectus approved by the competent authorities within the meaning of Article 20 to comply with its laws.

3. The person making the public offer shall communicate to the bodies designated by the other Member States in which the public offer is to be made the prospectus that it intends to use in that State. That prospectus must be the same as the prospectus approved by the authority referred to in Article 20.

4. The Member States may restrict the application of this Article to prospectuses concerning transferable securities of issuers who have their registered office in a Member State.

SECTION VI

Cooperation

Article 22

1. The competent authorities shall cooperate wherever necessary for the purpose of carrying out their duties and shall exchange any information required for that purpose

2. Where a public offer concerning transferable securities giving a right to participate in company capital, either immediately or at the end of a maturity period, is made in one or more Member States other than that in which the registered office of the issuer of the shares to which those securities give entitlement is situated, while that issuer's shares have already been admitted to official listing in that Member State, the competent authorities of the Member State of the offer may act only after having consulted the competent authorities of the Member State in which the registered office of the issuer of the shares in question is situated in cases where the public offer prospectus is scrutinized.

Article 23

1. Member States shall provide that all persons then or previously employed by the authorities referred to in Article 20 shall be bound by the obligation of professional secrecy. This shall mean that they may not divulge any confidential information received in the course of their duties to any person or authority whatsoever, except by virtue of provisions laid down by law.

2. Paragraph 1 shall not prevent the various Member State authorities referred to in Article 20 from forwarding information as provided for in this Directive. The information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy applying the persons employed then or previously by the authority receiving such information.

3. Without prejudice to cases covered by criminal law, the authorities referred to in Article 20 receiving information pursuant to Article 21 may use it only to carry out their functions or in the context of an administrative appeal or in court proceedings relating to the carrying out of those functions.

SECTION VII

Negotiations with non-member countries

Article 24

The Community may, by means of agreements with one or more non-member countries concluded pursuant to the Treaty, recognize public offer prospectuses drawn up and scrutinized in accordance with the rules of the non-member

country or countries concerned as meeting the requirements of this Directive, subject to reciprocity, provided that the rules concerned give investors protections equivalent to that afforded by this Directive, even if those rules differ from the provisions of this Directive.

SECTION VIII

Contact Committee

Article 25

1. The Contact Committee set up by Article 20 of Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of transferable securities to official stock-exchange listing [1], as last amended by Directive 82/148/EEC [2], shall also have as its function:

(a) to facilitate, without prejudice to Articles 169 and 170 of the Treaty, the harmonized implementation of this Directive through regular consultations on any practical problems arising from its application on which exchanges of views are deemed useful;

(b) to facilitate consultation between the Member States on the supplements and improvements to prospectuses which they are entitled to require or recommend at national level;

(c) to advise the Commission, if necessary, on any additions or amendments to be made to this Directive.

2. It shall not be the function of the Contact Committee to appraise the merits of decisions taken in individual cases.

SECTION IX

Final provisions

Article 26

1. Member States shall take the measures necessary for them to comply with this Directive by 17 April 1989. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. Member States shall communicate to the Commission the texts of the main provisions of national law which they adopt in the field governed by this Directive.

Article 27

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Luxembourg, 17 April 1989.

For the Council
The President
C. SOLCHAGA CATALAN

[1] OJ No L 66, 16. 3. 1979, p. 1.
[2] OJ No L 62, 5. 3. 1982, p. 22.

No L 348/62 Official Journal of the European Communities 17. 12. 88

COUNCIL DIRECTIVE

of 12 December 1988

on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of

(88/627/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Article 54 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

In cooperation with the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas a policy of adequate information of investors in the field of transferable securities is likely to improve investor protection, to increase investors' confidence in securities markets and thus to ensure that securities markets function correctly;

Whereas, by making such protection more equivalent, coordination of that policy at Community level is likely to make for greater inter-penetration of the Member States' transferable securities markets and therefore help to establish a true European capital market;

Whereas to that end investors should be informed of major holdings and of changes in those holdings in Community companies the shares of which are officially listed on stock exchanges situated or operating within the Community;

Whereas coordinated rules should be laid down concerning the detailed content and the procedure for applying that requirement;

Whereas companies, the shares of which are officially listed on a Community stock exchange, can inform the public of changes in major holdings only if they have been informed of such changes by the holders of those holdings;

Whereas most Member States do not subject holders to such a requirement and where such a requirement exists there are appreciable differences in the procedures for applying it; whereas coordinated rules should therefore be adopted at Community level in this field,

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

1. Member States shall make subject to this Directive natural persons and legal entities in public or private law who acquire or dispose of, directly or through intermediaries, holdings meeting the criteria laid down in Article 4 (1) which involve changes in the holdings of voting rights in companies incorporated under their law the shares of which are officially listed on a stock exchange or exchanges situated or operating within one or more Member States.

2. Where the acquisition or disposal of a major holding such as referred to in paragraph 1 is effected by means of certificates representing shares, this Directive shall apply to the bearers of those certificates, and not to the issuer.

3. This Directive shall not apply to the acquisition or disposal of major holdings in collective investment undertakings.

4. Paragraph 5 (c) of Schedule C of the Annex to Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing (4), as last amended by Directive 82/148/EEC (5), is hereby replaced by the following:

'(c) The company must inform the public of any changes in the structure (shareholders and breakdowns of holdings) of the major holdings in its capital as compared with information previously published on that subject as soon as such changes come to its notice.

In particular, a company which is not subject to Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of (*) must inform the public within nine calender days whenever it comes to its notice that a person or entity has acquired or disposed of a number of shares such that his or its holding exceeds or falls below one of the thresholds laid down in Article 4 of that Directive.

(*) OJ No L 348, 17. 12. 1988, p. 62.'

(1) OJ No C 351, 31. 12. 1985, p. 35, and OJ No C 255, 25. 9. 1987, p. 6.
(2) OJ No C 125, 11. 5. 1987, p. 144, and OJ No C 309, 5. 12. 1988.
(3) OJ No C 263, 20. 10. 1986, p. 1.

(4) OJ No L 66, 16. 3. 1979, p. 21.
(5) OJ No L 62, 5. 3. 1982, p. 22.

Article 2

For the purposes of Directive, 'acquiring a holding' shall mean not only purchasing a holding, but also acquisition by any other means whatsoever, including acquisition in one of the situations referred to in Article 7.

Article 3

Member States may subject the natural persons, legal entities and companies referred to in Article 1 (1) to requirements stricter than those provided for in this Directive or to additional requirements, provided that such requirements apply generally to all those acquiring or disposing of holdings and all companies or to all those falling within a particular category acquiring or disposing of holdings or of companies.

Article 4

1. Where a natural person or legal entity referred to in Article 1 (1) acquires or disposes of a holding in a company referred to in Article 1 (1) and where, following that acquisition or disposal, the proportion of voting rights held by that person or legal entity reaches, exceeds or falls below one of the thresholds of 10 %, 20 %, ⅓, 50 % and ⅔, he shall notify the company and at the same time the competent authority or authorities referred to in Article 13 within seven calendar days of the proportion of voting rights he holds following that acquisition or disposal. Member States need not apply:

— the thresholds of 20 % and ⅓ where they apply a single threshold of 25 %,

— the threshold of ⅔ where they apply the threshold of 75 %.

The period of seven calendar days shall start from the time when the owner of the major holding learns of the acquisition or disposal, or from the time when, in view of the circumstances, he should have learnt of it.

Member States may further provide that a company must also be informed in respect of the proportion of capital held by a natural person or legal entity.

2. Member States shall, if necessary, establish in their national law, and determine in accordance with it, the manner in which the voting rights to be taken into account for the purposes of applying paragraph 1 are to be brought to the notice of the natural persons and legal entities referred to in Article 1 (1).

Article 5

Member States shall provide that at the first annual general meeting of a company referred to in Article 1 (1) to take place more than three months after this Directive has been transposed into national law, any natural person or legal entity as referred to in Article 1 (1) must notify the company concerned and at the same time the competent authority or authorities where he holds 10 % or more of its voting rights, specifying the proportion of voting rights actually held unless that person or entity has already made a declaration in accordance with Article 4.

Within one month of that general meeting, the public shall be informed of all holdings of 10 % or more in accordance with Article 10.

Article 6

If the person or entity acquiring or disposing of a major holding as defined in Article 4 is a member of a group of undertakings required under Directive 83/349/EEC (1) to draw up consolidated accounts, that person or entity shall be exempt from the obligation to make the declaration provided for in Article 4 (1) and in Article 5 if it is made by the parent undertaking or, where the parent undertaking is itself a subsidiary undertaking, by its own parent undertaking.

Article 7

For the purposes of determining whether a natural person or legal entity as referred to in Article 1 (1) is required to make a declaration as provided for in Article 4 (1) and in Article 5, the following shall be regarded as voting rights held by that person or entity:

— voting rights held by other persons or entities in their own names but on behalf of that person or entity,

— voting rights held by an undertaking controlled by that person or entity;

— voting rights held by a third party with whom that person or entity has concluded a written agreement which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, a lasting common policy towards the management of the company in question,

— voting rights held by a third party under a written agreement concluded with that person or entity or with an undertaking controlled by that person or entity providing for the temporary transfer for consideration of the voting rights in question,

— voting rights attaching to shares owned by that person or entity which are lodged as security, except where the person or entity holding the security controls the voting rights and declares his intention of exercising them, in which case they shall be regarded as the latter's voting rights,

— voting rights attaching to shares of which that person or entity has the life interest,

(1) OJ No L 193, 18. 7. 1983, p. 1.

— voting rights which that person or entity or one of the other persons or entities mentioned in the above indents is entitled to acquire, on his own initiative alone, under a formal agreement; in such cases, the notification prescribed in Article 4 (1) shall be effected on the date of the agreement,

— voting rights attaching to shares deposited with that person or entity which that person or entity can exercise at its discretion in the absence of specific instructions from the holders.

By way of derogation from Article 4 (1), where a person or entity may exercise voting rights referred to in the last indent of the preceding subparagraph in a company and where the totality of these voting rights together with the other voting rights held by that person or entity in that company reaches or exceeds one of the thresholds provided for in Article 4 (1), Member States may lay down that the said person or entity is only obliged to inform the company concerned 21 calendar days before the general meeting of that company.

Article 8

1. For the purposes of this Directive, 'controlled undertaking' shall mean any undertaking in which a natural person or legal entity:

(a) has a majority of the shareholders' or members' voting rights; or

(b) has the right to appoint or remove a majority of the members of the administrative, management or supervisory body and is at the same time a shareholder in, or member of, the undertaking in question; or

(c) is a shareholder or member and alone controls a majority of the shareholders' or members' voting rights pursuant to an agreement entered into with other shareholders or members of the undertaking.

2. For the purposes of paragraph 1, a parent undertaking's rights as regards voting, appointment and removal shall include the rights of any other controlled undertaking and those of any person or entity acting in his own name but on behalf of the parent undertaking or of any other controlled undertaking.

Article 9

1. The competent authorities may exempt from the declaration provided for in Article 4 (1) the acquisition or disposal of a major holding, as defined in Article 4, by a professional dealer in securities, in so far as that acquisition or disposal is effected in his capacity as a professional dealer in securities and in so far as the acquisition is not used by the dealer to intervene in the management of the company concerned.

2. The competent authorities shall require the professional dealers in securities referred to in paragraph 1 to be members of a stock exchange situated or operating within a Member State or to be approved or supervised by a competent authority such as referred to in Article 12.

Article 10

1. A company which has received a declaration referred to in the first subparagraph of Article 4 (1) must in turn disclose it to the public in each of the Member States in which its shares are officially listed on a stock exchange as soon as possible but not more than nine calender days after the receipt of that declaration.

A Member State may provide for the disclosure to the public, referred to in the first subparagraph, to be made not by the company concerned but by the competent authority, possibly in cooperation with that company.

2. The disclosure referred to in paragraph 1 must be made by publication in one or more newspapers distributed throughout or widely in the Member State or States concerned or be made available to the public either in writing in places indicated by announcements to be published in one or more newspapers distributed throughout or widely in the Member State or States concerned or by other equivalent means approved by the competent authorities.

The said disclosure must be made by publication in the official language or languages, or in one of the official languages or in another language, provided that in the Member State in question the official language or languages or such other language is or are customary in the sphere of finance and accepted by the competent authorities.

Article 11

The competent authorities may, exceptionally, exempt the companies referred to in Article 1 (1) from the obligation to notify the public set out in Article 10 where those authorities consider that the disclosure of such information would be contrary to the public interest or seriously detrimental to the companies concerned, provides that, in the latter case, such omission would not be likely to mislead the public with regard to the facts and circumstances knowledge of which is essential for the assessment of the transferable securities in question.

Article 12

1. Member States shall designate the competent authority or authorities for the purposes of this Directive and shall inform the Commission accordingly, specifying, where appropriate, and division of duties between those authorities.

2. Member States shall ensure that the competent authorities have such powers as may be necessary for the performance of their duties.

3. The competent authorities in the Member States shall cooperate wherever necessary for the purpose of performing their duties and shall exchange any information useful for that purpose.

Article 13

For the purpose of this Directive, the competent authorities shall be those of the Member State the law of which governs the companies referred to in Article 1 (1).

Article 14

1. Member States shall provide that every person who carries on or has carried on an activity in the employment of a competent authority whall be bound by professional secrecy. This means that no confidential information received in the course of their duties may be divulged to any person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

2. Paragraph 1 shall not, however, preclude the competent authorities of the various Member States from exchanging information as provided for in this Directive. Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which persons employed or previously employed by the competent authorities receiving the information are subject.

3. A competent authority which receives confidential information pursuant to paragraph 2 may use it solely for the performance of its duties.

Article 15

Member States shall provide for appropriate sanctions in cases where the natural persons or legal entities and the companies referred to in Article 1 (1) do not comply with the provisions of this Directive.

Article 16

1. The Contact Committee set up by Article 20 of Directive 79/279/EEC shall also have as its function:

(a) to permit regular consultations on any practical problems which arise from the application of this Directive and on which exchanges of view are deemed useful;

(b) to facilitate consultations between the Member States on the stricter or additional requirements which they may lay down in accordance with Article 3, so that the requirements imposed in all the Member States may be brought into line, in accordance with Article 54 (3) (g) of the Treaty;

(c) to advise the Commission, if necessary, on any additions or amendments to be made to this Directive.

Article 17

1. Member States shall take the measures necessary for them to comply with this Directive before 1 January 1991. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. Member States shall communicate to the Commission the provisions of national law which they adopt in the field governed by this Directive.

Article 18

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 12 December 1988.

For the Council

The President

P. ROUMELIOTIS

Proposition. 3
Propositionens huvudsakliga innehåll 3
Propositionens lagförslag 5
Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 mars 1992 51
1 Inledning. 51
2 Allmänna utgångspunkter för lagstiftningen 55
2.1 Inledning 55
2.2 Behovet av en offentlig reglering 56
2.2.1 Internationell anpassning 56
2.2.2 Omfördela sparande och risk. 56
2.2.3 Erbjuda likviditet. 56
2.2.4 Tillhandahålla information 57
2.2.5 Skyddsintressen. 57
2.2.6 Ny teknik 58
2.3 Regleringens inriktning. 59
2.3.1 Sundhetskrav 59
2.3.2 Slopat börsmonopol och konkurrens 62
2.3.3 Börser och marknadsplatser 64
2.3.4 Ägandebegränsning 65
2.3.5 Avgiftskontroll 65
3 Börs- och clearingverksamhet 66
3.1 Börs 66
3.1.1 Auktorisation 66
3.1.2 Associationsform 70
3.1.3 Auktorisationskraven. 71
3.1.4 Finansiella resurser 74
3.1.5 Sidoverksamhet m.m. 76
3.1.6 Börsmedlemskap 78
3.1.7 Finansiella instrument som får noteras och handlas vid en börs 82
3.1.8 Inregistreringskrav och informationsskyldighet 87
3.1.9 Börsprospekt 96
3.1.10 Halvårsrapporter 100
3.1.11 Förutsättningar för notering och handel med ej inregistrerade fondpapper 103
3.1.12 Rapporteringsskyldighet och information om handeln 104
3.2 Auktoriserad marknadsplats 107
3.2.1 Auktorisationskrav m.m. 107
3.2.2 Deltagande i handeln 112
3.2.3 Skillnader mellan auktoriserad marknadsplats och börs. 113
3.2.4 Penningmarknaden 114
3.3 Clearingverksamhet 122
3.3.1 Clearing av optioner och terminer. 122
3.3.2 Tillståndskrav m.m. 123
3.3.3 Finansiella resurser 125

3.3.4 Clearingmedlemskap 127
3.4 Utländska företags verksamhet i Sverige 129
3.5 Tillsyn och sekretess 130
3.6 Sanktioner 134
3.7 Avgifter till finansinspektionen 138
3.8 Ingripanden mot den som saknar tillstånd, m.m. 140
4 Stockholms fondbörs 142
4.1 Behov av en ombildning och utgångspunkter för denna . 142
4.2 Ombildningens huvuddrag 144
5 Prospekt utanför börs, m.m. 148
6 Flaggningsregler 156
7 Ändring i 22 § skuldebrevslagen 160
8 Ändringar i lagen om värdepappersfonder 162
9 Ändringar i insiderlagen 163
10 Emissionsmedverkan av advokater och revisorer 165
11 Ekonomiska effekter av mitt förslag 166
12 Ikraftträdande och vissa följdändringar 167
13 Upprättade lagförslag 168
14 Specialmotivering 169
14.1 Förslaget till lag om börs- och clearingverksamhet . . . 169
14.2 Förslaget till lag om ändring i lagen (1936:81) om skuldebrev 212
14.3 Förslagen till ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse, aktiebolagslagen (1975:1385), och lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggningar m.m. 213
14.4 Förslaget till lag om ändring i sekretesslagen (1980:100) 213
14.5 Förslagen till ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713), konkurrenslagen (1982:729), lagen (1983:890) om allemanssparande, lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden, bankaktiebolagslagen (1987:618) och konkurslagen (1987:672) 214
14.6 Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:1149) om värdepappersfonder 215
14.7 Förslaget till lag om ändring i insiderlagen (1990:1342) 215
14.8 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument 216
14.9 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse 224
15 Hemställan 225
16 Beslut 226

Bilaga 1 Sammanfattning av betänkandet värdepappersmarknaden i framtiden (kap. 6, 7, 9, 11 och 13-15) 227
Bilaga 2 Kommitténs lagförslag 238

Bilaga 3 Sammanställning av remissyttrandena över betänkandet 256
Bilaga 4 Skrivelse den 3 oktober 1990 från styrelsen för Stockholms fondbörs 361
Bilaga 5 Sammanställning av remissyttrandena över fondbörsstyrelsens skrivelse 364
Bilaga 6 Minnesanteckningar från hearing den 16 december 1991 380
Bilaga 7 Skriftliga synpunkter med anledning av hearingen. . . 388
Bilaga 8 Remitterade lagförslag 420
Bilaga 9 Lagrådets yttrande. 464
Bilaga 10 Bakgrundsbeskrivning. 474
Bilaga 11-17 EG-direktiv 490

gotab 41034, Stockholm 1992