Näringsutskottets betänkande 1986/87:4

om fondbörsverksamhet

NU
1986/87:4

Ärendet

I detta betänkande behandlas yrkanden i fem motioner, av vilka en väcktes under allmänna motionstiden år 1985 och de övriga vid motsvarande tillfälle år 1986. Motionsyrkandena går ut på

upphävande av Stockholms fondbörs börsmonopol,

ändrade regler för sammansättningen av styrelsen för Stockholms fondbörs;

effektivare sanktionsmöjligheter för börsstyrelsen,

översyn av förhållandena på aktiemarknaden.

Motionen från år 1985 har, såsom redovisas i det följande (s. 10), remissbehandlats i vad avser frågan om börsmonopolet.

Vid beredningen av ärendet har utskottet i februari och mars 1986 hållit utfrågningar med generaldirektör Sten Walberg och bankinspektör Lars Hedberg, bankinspektionen, börschefen Bengt Rydén, Stockholms fondbörs, samt företrädare för Föreningen Auktoriserade revisorer, Näringslivets börskommitté, Stiftelsen Aktiefrämjandet och Sveriges aktiesparares riksförbund. Den sistnämnda organisationen överlämnade därvid en skriftlig framställning av sina synpunkter. En ytterligare utfrågning av börschefen – tillsammans med vice börschefen Lars Bredin – ägde rum i oktober 1986.

Lagutskottet behandlar i sitt betänkande LU 1986/87:5 ett antal frågor med anknytning till aktiemarknaden, bl.a. om riktade emissioner av aktier m.m. och om s.k. korsvist ägande.

Sammanfattning

En parlamentariskt sammansatt kommitté bör få till uppgift att göra en allmän översyn av fondbörsverksamheten och andra förhållanden på värdepappersmarknaden. Detta föreslår utskottet på grundval av ett antal motionsyrkanden som gäller dels organisatoriska frågor, nämligen börsmonopolets fortbestånd och börsstyrelsens sammansättning (m; fp), dels börsetiska frågor i vid mening (s; fp). Utskottet poängterar sambandet

mellan dessa båda områden och anger översiktligt ett antal frågor som bör omfattas av utredningsarbetet.

Motionerna

Yrkanden

De motioner som behandlas här är följande:

1984/85:559 av Ulf Adelsohn m.fl. (m), såvitt gäller hemställan att riksdagen

5. hos regeringen begär förslag till upphävande av Stockholms fondbörs monopol på börshandel,

6. som sin mening ger regeringen till känna vad som i motionen anförts om formerna för utseende av och sammansättningen på börsstyrelsen.

1985/86:N216 av Ulf Adelsohn m.fl. (m), såvitt gäller hemställan att riksdagen

6. hos regeringen begär förslag till upphävande av Stockholms fondbörs monopol på börshandel,

7. beslutar att 5 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs ändras så att vad som i motionen anförts om formerna för utseende av och sammansättningen på börsstyrelsen tillgodoses.

1985/86:N237 av Kjell Nordström m.fl. (s), vari hemställs att riksdagen hos regeringen begär en skyndsam översyn av förhållandena på aktiemarknaden samt återkommer till riksdagen med förslag till åtgärder.

1985/86:N251 av Per Stenmarck m.fl. (m), vari hemställs att riksdagen beslutar om sådan ändring i lagen om Stockholms fondbörs att börsmonopolet avvecklas.

1985/86:N301 av Christer Eirefelt m.fl. (fp), vari hemställs att riksdagen

2. som sin mening ger regeringen till känna vad i motionen anförts om effektiva sanktionsmöjligheter,

3. hos regeringen begär förslag till ändrad sammansättning av börsstyrelsen i enlighet med vad som anförts i motionen,

4. hos regeringen begär förslag om slopande av börsmonopolet.

Motivering

Upphävande av börsmonopolet

Enligt motion 1984/85:559 (m) talar flera skäl för att Stockholms fondbörs monopol på börshandel bör upphävas. Organiserad handel med aktier som inte har registrerats på fondbörsen omöjliggörs eller försvåras. Det system som nu förekommer med handel inom börsens väggar enligt andra listor än börsens, såsom OTC-listan och "väntelistan", leder lätt till missförstånd om att börsen och börsstyrelsen har ett ansvar där ett sådant inte föreligger. Utländska erfarenheter visar, säger motionärerna, inte några negativa

effekter av att konkurrerande börser tillåts. Även i ett så stort land som USA bli dock *en* börs dominerande. Regionala börser i Sverige skulle troligen inte få någon större omfattning. Man borde dock ha möjlighet att bedriva organiserad handel med aktier ute i landet utan att bryta mot lagen. En sådan handel skulle kunna medverka till att öka intresset för aktier i små företag i deras egen region. Ytterligare ett skäl för upphävande av börsmonopolet är, säger motionärerna, att det då ges utrymme för modern informationsteknologi med "datoriserade börser", där mäklare som köper och säljer möts bara med hjälp av dataterminaler.

Liknande synpunkter framförs i motion 1985/86:N216 (m). Här sägs bl.a. att börsmonopolet försvårar kapitalanskaffningen för ett antal växande företag som ännu inte har blivit stora nog att söka sig till börsen i Stockholm.

I motion 1985/86:N251 (m) hänvisas till de diskussioner som har förts i olika delar av landet om bildande av lokala aktiemarknader. Det man har önskat uppnå är, framhåller motionärerna, en lokal handel med aktier i små och medelstora företag, huvudsakligen med placering inom den egna regionen. Det är fråga om att etablera ett mindre antal regionala börser runt Sverige, t.ex. i Malmö, Göteborg och Stockholm – i det sistnämnda fallet vid sidan av den handel som bedrivs vid Stockholms fondbörs. Ytterligare någon region skulle kunna bli aktuell. De regionala börserna borde ha egna styrelser, eventuellt lydande under styrelsen för Stockholms fondbörs. Motionärerna erinrar om problem som på senare år har drabbat näringslivet i Skåne och menar att skånska företags flyttning till Stockholm ofta har motiverats med att man där har nära till fondbörsen. Om en regional fondbörs kunde etableras i Malmö skulle detta kanske vara ett sätt att vända en för hela Skåne negativ trend. På den regionala börsen skulle kunna förekomma företag som på grund av bl.a. sin ringa storlek inte är aktuella för en riksomfattande börs. Allmänhetens intresse för att köpa aktier som är registrerade på en lokal aktiemarknad har bedömts vara relativt stort. Att ge möjlighet att etablera en regional aktiemarknad är, säger motionärerna, förmodligen ett bra sätt att ge en region en vitamininjektion.

I motion 1985/86:N301 (fp) anförs att börsmonopolet i praktiken har kommit att urholkas genom de olika förändringar som har skett i aktiehandeln. Detta är, säger motionärerna, ingen nackdel.

Börsstyrelsens sammansättning

Det är olyckligt att numera majoriteten av börsstyrelsen utses av regeringen, sägs det i motion 1984/85:559 (m). Börsstyrelsen borde bestå av medlemmar av börsen, representanter för börsföretagen och företrädare för aktieägare. Statens insyn i verksamheten borde utövas genom tillsynsmyndigheten. Samma synpunkter framförs i motion 1985/86:N216 (m).

Den lagändring varigenom antalet ledamöter i börsstyrelsen utökades från nio till elva var olycklig av såväl praktiska som principiella skäl, hävdas det i motion 1985/86:N301 (fp). Förutom att styrelsearbetet blir tungrott innebär den att offentliga och enskilda funktioner ytterligare blan-

das samman. Detta riskerar att försvåra kontakten med näringslivet. Det allmännas ökade inflytande kan också medföra ett minskat internationellt förtroende. Inga ledamöter i börsstyrelsen borde utses av regeringen. Det allmännas inflytande borde i stället utövas genom insyn och kontroll från tillsynsmyndigheten.

Åtgärder på börsetikens område

Under senare år har, framhålls i motion 1985/86:N237 (s), förts intensiva diskussioner om börsetiska frågor. Kritik har mötts med försvar för en relativt oreglerad aktiemarknad, och börsen har lovat att åstadkomma förbättringar genom självsanering. Motionärerna hävdar emellertid att de två senaste årens händelser motiverar tämligen långtgående lagstiftningsåtgärder. De pekar på att förekomsten av s.k. korsvist ägande ökar och att vissa aktieägare med särskild insynsställning skaffar sig favörer på andra aktieägares bekostnad. Att de aktörer på börsmarknaden som har vållat uppståndelse skulle underordna sig regler av mer frivillig karaktär betecknas som osannolikt. Motionärerna nämner en rad pågående aktiviteter som syftar till självsanering. Den långa rad av åtgärder som förbereds visar, menar de, att förtroendet för börshandeln är starkt hotat.

Samma förhållanden berörs i motion 1985/86:N301 (fp). Huvudtanken här är emellertid att lagstiftning bör undvikas. I stället bör, säger motionärerna, börsstyrelsens möjligheter till sanktioner mot bolag som bryter mot bestämmelserna vidgas, så att man får ett bredare spektrum av ingrepp. Effektiva sanktionsåtgärder bör utformas på ett sådant sätt att de inte drabbar de mindre aktieägarna, och de bör kompletteras med möjligheter till överklagande.

Författningsbestämmelser m.m.

Allmänt

Förutom aktiebolagslagen (1975:1385) – genom bestämmelser om aktier, emissioner m.m. – är framför allt tre lagar av betydelse för fondbörsverksamheten, nämligen lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. De företag vilkas aktier är inregistrerade vid fondbörsen (börsbolagen) har vidare att efterleva villkor i det inregistreringskontrakt som har upprättats mellan fondbörsen och företaget. Författnings- och kontraktsbestämmelserna kompletteras genom rekommendationer och uttalanden av bankinspektionen, styrelsen för Stockholms fondbörs och vissa privata organ.

Lagen om värdepappersmarknaden

Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden innehåller vissa bestämmelser om handel med och förvaltning av fondpapper samt förfaranden som har samband därmed. Grundläggande är att sådan verksamhet skall

bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Med fondpapper förstås aktier, andra bevis om delaktighet i bolag, obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning samt andelar i aktiefonder. Aktiemarknadsbolag finns av två kategorier, nämligen börsbolag och OTC-bolag. Ett OTC-bolag är ett svenskt aktiebolag som har träffat avtal med en fondkommissionär – som brukar benämnas market maker – om att denne på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC = over the counter). Huvudinnehållet i lagen utgörs av bestämmelser till skydd mot obehörigt utnyttjande av förtrolig företagsinformation. Straffsanktionerade förbud gäller för s.k. insiderhandel med aktier och vissa andra värdepapper som getts ut av aktiemarknadsbolag. Förbuden avser handel grundad på viss information som ännu inte har offentliggjorts. De gäller i princip bara för personer som har viss anknytning till det företag informationen avser. Till denna krets räknas bl.a. ledande befattningshavare och större aktieägare. Sådana personer skall anmäla eget och vissa andra personers innehav av aktier m.m. och ändringar däri till Värdepapperscentralen VPC AB. Anmälningarna skall skickas vidare till bankinspektionen, som för in dem i ett offentligt register. Lagen ger också bankinspektionen möjlighet att inhämta uppgifter från s.k. fristående fondpappersförvaltare, som inte står under inspektionens tillsyn, och att göra anmärkning mot missförhållanden som upptäcks i deras verksamhet.

Fondkommissionslagen

Fondkommissionslagen (1979:748) innehåller bestämmelser om yrkesmässigt utövad verksamhet som avser handel med värdepapper för annans räkning i eget namn. För sådan verksamhet krävs tillstånd, som får meddelas endast för aktiebolag (fondkommissionsbolag) och bankinstitut. Ett fondkommissionsbolags verksamhet får i princip endast avse fondkommissionshandel och annan verksamhet som har samband därmed. Vissa begränsningsregler gäller för fondkommissionärernas egna innehav av värdepapper. Den som genom sin anknytning till en fondkommissionär normalt har insyn i uppdragsgivares värdepappersaffärer av sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas får för egen räkning inte handla med värdepapper annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Fondkommissionshandeln står under tillsyn av bankinspektionen.

Lagen om Stockholms fondbörs, m.m.

Gällande bestämmelser

Enligt 1 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs förstås med fondbörsverksamhet att köp och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet vid offentligt upprop eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av kurs.

Det s.k. *börsmonopolet* kommer till uttryck i 2 §, som har följande lydelse:

2 § Fondbörsverksamhet får här i riket utövas endast av Stockholms fondbörs.

Första stycket utgör ej hinder mot att i Stockholms fondbörs lokaler bedrivs verksamhet som följer av att ett avtal träffats mellan en fondkommissionär och ett aktiebolag om att fondkommissionären på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja sådana aktier.

Fondbörsen leds av *börsstyrelsen,* vars sammansättning är reglerad i 5 §. Antalet ledamöter är elva. Ordförande, vice ordförande och fyra andra ledamöter utses av regeringen. I övrigt utses genom val en ledamot av fullmäktige i riksbanken och fullmäktige i riksgäldskontoret samfällt, en ledamot av Svenska handelskammarförbundet, en ledamot av Sveriges industriförbund samt två ledamöter av medlemmarna av fondbörsen. För varje ledamot skall finnas en suppleant som utses i samma ordning som ledamoten. En börschef handhar den dagliga ledningen och förvaltningen.

Vidare innehåller lagen bestämmelser om börsmedlemmar – vilka måste ha tillstånd att driva fondkommissionsrörelse – och börsombud samt om fondbörsens verksamhet och bankinspektionens tillsyn över denna. Handel och notering av kurs vid fondbörsen får avse endast fondpapper som enligt beslut av börsstyrelsen är inregistrerade där. Börsstyrelsen skall se till att handeln vid börsen sker under förhållanden som överensstämmer med lagen och annan författning samt med god affärssed. Såväl börsbolagen som börsmedlemmarna och börsombuden, vilka är dessas företrädare, är skyldiga att lämna börsstyrelsen de upplysningar som denna anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter.

Enligt 24 och 25 §§ står vissa *sanktionsmöjligheter* till buds för börsstyrelsen. Den kan besluta om avregistrering av fondpapper. Utgivaren av ett fondpapper kan vidare föreläggas att vidta viss åtgärd eller tilldelas varning. Om särskilda skäl föreligger får börsstyrelsen besluta om börsstopp, dvs. att handel och notering vid fondbörsen skall avbrytas i fråga om fondpapper av visst slag. (Ytterligare en sanktionsmöjlighet finns enligt inregistreringskontraktet. I stället för att tillämpa bestämmelser om börsstopp eller om avregistrering får börsstyrelsen enligt detta utkräva vite av det berörda bolaget. Vitesbeloppet får uppgå till högst tio gånger den årsavgift som företaget senast har betalat till börsen.)

Kompletterande föreskrifter finns i förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs. Dessutom finns av börsstyrelsen fastställda ordningsregler för verksamheten.

Bakgrund

Börsmonopolet

T.o.m. år 1979 fanns bestämmelser om fondbörsen i lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. Denna lag gav möjlig-

het till inrättande av flera fondbörser i Sverige. Vid lagens tillkomst uttalades dock att det då inte förelåg behov av någon annan fondbörs i landet än den i Stockholm och att det kunde tas för givet att tillstånd till upprättande av en ny börs inte skulle lämnas om inte starka skäl bedömdes föreligga. Fondbörsutredningen (SOU 1973:60) föreslog att man skulle fastställa principen om ensamrätt för Stockholms fondbörs att idka börsverksamhet i Sverige. I linje med vad som redan förekom skulle dock Svenska fondhandlareföreningen i viss utsträckning få inom fondbörsens ram besluta om inregistrering av vissa värdepapper – med lägre krav på ägarspridning m.m. – och ombesörja notering av kurs i fråga om dessa. Bankinspektionen riktade emellertid principiella invändningar mot denna konstruktion. I propositionen (1978/79:9) med förslag till ny lagstiftning om fondbörsverksamheten uttalade föredragande statsrådet, ekonominister Gösta Bohman, att han fann dessa invändningar beaktansvärda. Börsstyrelsen borde få ansvaret för all börsverksamhet i landet, och någon möjlighet att överlåta på annan att svara för registrerings- och noteringsverksamhet borde inte finnas. En motsvarighet till den dittillsvarande s.k. fondhandlarlistan förutsattes skola förekomma i fondbörsens regi. Näringsutskottet (NU 1978/79: 50) tillstyrkte enhälligt regeringens förslag om börsmonopol.

Orden ”vid offentligt upprop eller på liknande sätt” tillfogades i 1 § lagen om Stockholms fondbörs år 1982 (prop. 1981/82: 116, NU 1981/82: 43). Syftet härmed var att underlätta handeln med icke börsnoterade värdepapper, så att små och medelstora företag skulle få ökade möjligheter att anskaffa riskvilligt kapital. Ändringen hade samband med införandet av det s.k. market maker-systemet (se s. 5). Föredragande statsrådet, ekonomi- och budgetminister Rolf Wirtén, sade sig räkna med att en ökad handel med oregistrerade papper enligt ett market maker-system eller något annat lämpligt system skulle kunna utvecklas dels i börslokalerna på sätt som redan skedde, dels utanför börsen via förmedling av fondkommissionär utan att fondbörsverksamhet skulle uppkomma. Det skulle ankomma på bankinspektionen att vaka över att OTC-handeln skedde i former och omfattning som var förenliga med lagstiftningen på området. Vid riksdagsbehandlingen (NU 1981/82: 43) motsatte sig socialdemokraterna den nu berörda lagändringen.

2 § andra stycket i lagen (se s. 6) tillfogades enligt enhälligt beslut av riksdagen våren 1984 (prop. 1983/84: 164, NU 1983/84: 38); lagändringen trädde i kraft den 1 juli 1984. Föredraganden, statsrådet Bo Holmberg, anförde i propositionen (s. 17 f.) att det var angeläget att man i den dagliga handeln med OTC-aktier rationaliserade förfarandet och utnyttjade de tekniska möjligheter som stod till buds. Härigenom skulle det bli möjligt att förbättra informationen till allmänheten. Det borde därför i börslagen göras klart att handel med OTC-aktier fick förekomma i börsens lokaler utan hinder av börsmonopolet. Ansvaret för OTC-handeln skulle emellertid alltjämt åvila fondkommissionärerna och bankinspektionen i dess egenskap av tillsynsmyndighet.

En ordning enligt vilken staten fick visst inflytande på sammansättningen av styrelsen för Stockholms fondbörs infördes år 1919. Enligt 31 § lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet gällde följande. Av nio styrelseledamöter skulle Kungl. Maj:t utse ordföranden, medan de övriga skulle väljas av fyra valkorporationer till en fjärdedel var. Två ledamöter skulle därvid utses av de affärsbanker som var medlemmar av fondbörsen, två av övriga börsmedlemmar, två av Stockholms stadsfullmäktige och två av Stockholms handelskammare.

I enlighet med ett förslag av fondbörsutredningen (SOU 1973:60) ändrades bestämmelserna om börsstyrelsens sammansättning vid ingången av år 1975 (prop. 1974:178, NU 1974:58). Antalet ledamöter förblev nio. Regeringen skulle fortsättningsvis utse inte bara ordförande utan också vice ordförande och två andra ledamöter; det förutsattes att en av de senare skulle tillvarata den aktiesparande allmänhetens intressen. Riksbanksfullmäktige och riksgäldsfullmäktige skulle gemensamt utse en ledamot, och vidare skulle Svenska handelskammarförbundet utse en och Sveriges industriförbund en. Återstående två ledamöter skulle väljas av en valkorporation, bildad av bankerna och övriga börsmedlemmar. Denna ordning stöddes av alla partier utom moderata samlingspartiet, som ville att antalet av regeringen utsedda skulle minskas med en och att riksbankens och riksgäldskontorets representation skulle tas bort; i stället ville man att antalet företrädare för fondbörsens medlemmar skulle ökas till tre och att Svenska försäkringsbolags riksförbund skulle få utse en ledamot.

Statsmakternas beslut år 1984 (prop. 1983/84:164, NU 1983/84:38) om den nu gällande ordningen var grundat på förslag i en departementspromemoria. Näringsutskottet uttalade bl.a. att breddningen av börsstyrelsen kunde väntas stärka allmänhetens förtroende för fondbörsen och därigenom för aktiemarknaden och att de nytillkommande ledamöterna kunde ytterligare förbättra börsens förutsättningar att bemästra sådana ofta även i politiskt avseende komplicerade problem som kunde uppstå på aktiemarknaden. Bland de av regeringen utsedda ledamöterna borde, sade utskottet, ingå en företrädare för löntagarintressena. Från de borgerliga partiernas sida avvisades regeringens förslag, vilket betecknades som "ett illa övertänkt ingrepp i ett fungerande välbalanserat system".

Uttalanden om börsmonopolet

Skrivelser från bankinspektionen

I en skrivelse den 26 april 1984 till vissa banker uttalade sig bankinspektionen om material som tillställts inspektionen beträffande tilltänkta åtgärder för att möjliggöra lokal handel med aktier avseende mindre och medelstora företag. Planerna gällde i ett fall huvudsakligen Jönköpings län (Smålandslistan), i ett fall huvudsakligen Kopparbergs län (Dala Aktiemarknad) och i ett fall de fem Norrlandslänen (Aktiemarknad Norr). En bank hade dessutom mera allmänna planer på att själv organisera lokala aktiemarknader på

olika håll. Även planer som avsåg Örebro län, Skåne och västra Sverige noterades i skrivelsen.

Bankinspektionen konstaterade att det inte fanns särskilda lagregler för lokala aktiemarknader eller för bankers medverkan i lokal aktiehandel. Inspektionen uttryckte sin tillfredsställelse över utvecklingen på OTC-marknaden. Vid sin bedömning av om börsmonopolet kunde komma att överträdas utgick inspektionen från att den tillämnade handeln skulle bli av ringa omfattning och att den inte skulle ske regelbundet vid offentliga upprop eller på liknande sätt. Vissa tänkbara arrangemang, särskilt om den lokala aktiehandeln inte begränsades till ett län, syntes emellertid kunna innebära att börsmonopolet skulle trädas för när. De lokala aktiemarknaderna borde, sade bankinspektionen, vara till för företag som låg under OTC-nivån i fråga om aktiekapital m.m. Inspektionen betonade det ansvar gentemot den aktieköpande allmänheten som skulle åvila den börskommissionär som presenterade ett mindre företag på en lokal marknad. Den underströk också det angelägna i att allmänheten fick korrekt information om vilka möjligheter och risker som låg i att satsa pengar på aktier i små företag. Bankerna avråddes från att inrätta något gemensamt organ med uppgift att utöva bestämmanderätt gentemot någon bank eller utfärda rekommendationer beträffande introduktion av företag. Introduktionen av ett företag borde, menade inspektionen, i de avgörande bedömningarna och prospektskrivning handhas hos central instans hos bank som är fondkommissionär. Detsamma borde gälla för andra viktiga eller kontroversiella frågor, bl.a. information, noteringsstopp och avförande från handel. Inspektionen förklarade att den inom ramen för sina begränsade resurser skulle nära följa verksamheten med lokal aktiehandel. Den kommenterade ytterligare ett antal detaljer i de överlämnade avtalen men framhöll att den inte ansåg sig ha befogenhet att vare sig godkänna eller underkänna dessa.

I en skrivelse den 11 september 1984 till bl.a. de i Skåne verksamma bankerna och Skånes handelskammare kommenterade bankinspektionen dessas planer på att starta en lokal aktiemarknad i Skåne. Avsikten var att man via bildskärmar, som skulle finnas tillgängliga på alla större bankkontor i Skåne, skulle kunna ge ständig information om de aktuella köp- och säljkurserna för varje på den lokala aktiemarknaden introducerat företag med angivande av samtliga sådana bud och köp- resp. säljkommissionärens namn eller beteckning. Uppgifterna skulle fortlöpande hållas aktuella med bl.a. senaste avslut. Någon bestämd tid för aktieaffärerna skulle inte förekomma. Affärerna skulle göras upp per telefon mellan fondkommissionärerna.

Bankinspektionen erinrade om vad den hade anfört i den tidigare nämnda skrivelsen. Inspektionen fann att det planerade systemet för handel med aktier på en lokal aktiemarknad i Skåne kunde innebära ett sådant sammanförande av köp- och säljanbud att förbudet mot börsverksamhet utanför Stockholms fondbörs skulle överträdas. Den avrådde därför bankerna och andra under inspektionens tillsyn från att genomföra aktiehandeln på det tilltänkta sättet.

Remissyttranden över motion 1984/85: 559, i vad avser frågan om börsmonopolet, har hösten 1985 avgetts av fullmäktige i riksbanken, fullmäktige i riksgäldskontoret, bankinspektionen, näringsfrihetsombudsmannen (NO), länsstyrelsen i Malmöhus län, länsstyrelsen i Göteborgs och Bohus län, styrelsen för Stockholms fondbörs, Svenska bankföreningen – med instämmande av Post- och Kreditbanken, PK-banken, Svenska sparbanksföreningen, Sveriges föreningsbankers förbund, Svenska fondhandlareföreningen, Värdepapperscentralen VPC AB, Svenska handelskammarförbundet och Sveriges industriförbund (de båda sistnämnda gemensamt), Sveriges hantverks- och industriorganisation (SHIO)-Familjeföretagen, Tjänstemännens centralorganisation (TCO), Centralorganisationen SACO/SR, Aktiefrämjandet och Sveriges aktiesparares riksförbund.

De båda nämnda länsstyrelserna har överlämnat yttranden från Skånes handelskammare resp. Västsvenska handelskammaren.

I yttrandena från riksbanksfullmäktige, riksgäldsfullmäktige och styrelsen för Stockholms fondbörs redovisas skiljaktiga meningar.

Landsorganisationen i Sverige (LO) har avstått från att yttra sig i ärendet.

En majoritet av remissinstanserna tillstyrker förslaget om att börsmonopolet skall slopas. Av de övriga ställer sig flera positiva till en utredning i ämnet. Några klart avstyrkande yttranden förekommer också.

Styrelsen för Stockholms fondbörs tillstyrker det berörda motionsyrkandet och uttrycker därvid som sin uppfattning att de krav som kan ställas på en väl fungerande värdepappersmarknad bättre och smidigare kan tillgodoses inom ett regel- och tillståndssystem än inom det förbudssystem som monopolet i realiteten innebär. I motiveringen för sin ståndpunkt anför börsstyrelsen inledningsvis:

Utvecklingen före år 1979 liksom erfarenheterna från andra länder visar att det inte behövs något lagstiftat monopol för att Stockholms fondbörs skall nå en helt dominerande marknadsställning. Stordriftsfördelarna medför att börsverksamheten blir mycket koncentrerad. Om Stockholms fondbörs trots stordriftsfördelarna inte skulle kunna uppnå en marknadsdominans annat än i skydd av ett lagstiftat monopol skulle detta vara ett tecken på att verksamheten var synnerligen ineffektivt bedriven och monopolskyddet därmed till skada.

Att det finns utpräglade stordriftsfördelar innebär emellertid inte att det kan sägas vara mera en formsak om det finns eller inte finns ett lagstiftat monopol.

Utvecklingen på värdepappersmarknaden under 1980-talet visar att en handel vid sidan av Stockholms fondbörs, om än begränsad, kan vara intressant. Detta gäller såväl handel med nya instrument som lokal och regional aktiehandel.

Börsstyrelsen pekar på att ett monopol är förenat med vissa svagheter. Det finns risk för att en lagskyddad marknadsdominans leder till minskad ändamålsenlighet i verksamheten och till en lättsinnigare inställning till kostnadsutvecklingen. Nya och mindre företag svarar för innovationer och

teknisk förnyelse, och det är till skada om en sådan utveckling hejdas. Så har handeln i optioner initierats av ett nytt mindre företag. Den nya elektroniken kan också innebära att nya former för viss handel i aktier, som ej är registrerade på Stockholms fondbörs, skulle kunna utvecklas lättare om inte börsmonopolet lade hinder i vägen. Den snabba utvecklingen i olika dimensioner har enligt börsstyrelsen starkt förändrat läget sedan Stockholms fondbörs marknadsdominans befästes år 1979 i ett lagstadgat monopol.

Så fort marknadsdominansen tar formen av ett lagstiftat monopol ställs frågan om vad som fortsättningsvis skall förstås med "börshandel" på sin spets, säger börsstyrelsen vidare och erinrar om problem i samband med OTC-marknadens tillkomst och om bankinspektionens uttalanden beträffande planerad handel med mindre, lokala företags aktier.

Försök att ordna effektiv handel i lokala företags aktier har alltså hejdats, konstaterar börsstyrelsen. Däremot har lagstiftaren tolererat att handel i icke börsregistrerade företags aktier sker i anslutning till Stockholms fondbörs. Detta har medfört att allmänheten har bibringats den tron att aktier som man handlar med på fondbörsen eller i anslutning till denna också är registrerade på börsen och att handeln i aktierna alltså står under börsstyrelsens tillsyn. Om det inte fanns ett börsmonopol skulle sådana missförstånd till skada för den aktiehandlande allmänheten inte vara lika vitt spridda och lika svåra att rå på med information, menar börsstyrelsen.

Grunderna för ett regel- och tillståndssystem liksom erforderliga kontrollfunktioner finns redan i gällande börslagstiftning, påpekar börsstyrelsen vidare. Innan monopolet avskaffas bör dock, tillägger styrelsen, närmare utredas i vilka avseenden det nuvarande systemet behöver ändras och kompletteras.

Två av de myndigheter som har yttrat sig i ärendet förordar att börsmonopolet skall slopas. Den ena är *NO*, som anför:

Det primära motivet för statsmakterna att reglera fondbörsverksamheten torde vara att, med tanke på de betydande ekonomiska värden det rör sig om, ge kapitalplacerarna och allmänheten ett gott skydd i samband med börstransaktioner. Tillståndsprövning jämte övriga bestämmelser som reglerar verksamheten i kombination med bankinspektionens tillsyn bör enligt NO:s uppfattning utgöra tillräckliga garantier för att verksamheten vid de börser som kan bli aktuella skall drivas på ett sådant sätt som uppfyller syftet med regleringen. Att härutöver upprätthålla ett monopol för Stockholms fondbörs synes NO vara en onödig reglering.

Slopas monopolet öppnas möjlighet till regionala börser för mindre och medelstora företag. Stockholms fondbörs kommer även fortsättningsvis att vara den helt dominerande börsen men för vissa företag med regional anknytning skulle regionala börser kunna vara alternativ framför allt till notering på OTC-listan.

Eftersom monopolet inte behövs från skyddssynpunkt anser NO det principiellt viktigt att man slopar detta hinder för den framtida utvecklingen. Härigenom skulle också flera företag kunna få sina aktier börsnoterade.

Länsstyrelsen i Malmöhus län anser också att monopolet bör upphöra. Det skulle då ersättas med krav på särskilt tillstånd för bedrivande av börshandel. En sådan ordning öppnar möjligheter att vid behov inrätta regionala börser, framhåller länsstyrelsen. Detta skulle vara värdefullt från regionalpolitisk synpunkt, eftersom sannolikt allmänhetens intresse för de lokala företagen därigenom skulle öka. En regional aktiehandel måste emellertid vara av en viss omfattning. En börs med ett fåtal noterade bolag och en liten omfattning på aktiehandeln skulle kunna medföra att allmänhetens skyddsintresse äventyras.

Lämpliga upptagningsområden för regionala börser kan enligt länsstyrelsen t.ex. vara södra, västra, östra och norra Sverige. Regional börshandel borde dock endast avse sådana bolag vilkas aktier inte upptas på A1- eller A2-listan resp. OTC-listan. Det måste i det särskilda fallet också klarläggas att det finns behov av en regional börs. Regional börshandel skulle få utövas endast efter tillstånd av regeringen och skulle vara underkastad sådan offentlig kontroll som nu gäller för Stockholms fondbörs.

Vissa *reservanter i riksgäldsfullmäktige och i riksbanksfullmäktige* (moderata samlingspartiets företrädare) stöder motionsyrkandet, de förra utan särskild motivering. De senare hävdar bl.a. att börsens monopolställning kan komma att försvåra utvecklingen av nya tekniska metoder för handeln i värdepapper. Mot fondbörsens krav på hög kvalitet hos de företag vilkas aktier kan registreras står, säger de vidare, kravet på att det skall kunna finnas en marknad även för andra företags aktier.

Av bankernas organisationer tar *Sveriges föreningsbankers förbund* klart ställning för upphävande av börsmonopolet. Förbundet tror inte att lokala eller regionala "börser" kommer att få någon stor betydelse i förhållande till verksamheten på Stockholms fondbörs. Ett successivt stigande intresse för lokal aktiehandel skulle dock kunna förutses. Börsmonopolet har i realiteten redan genombrutits, menar förbundet, som förutsätter att tillstånd till lokal börsverksamhet skulle lämnas endast när denna bedöms kunna utövas på ett professionellt och seriöst sätt.

Ett slopande av börsmonopolet torde i praktiken inte få några negativa konsekvenser för Stockholms fondbörs, tillägger förbundet. Erfarenheterna utomlands visar klart att *en* fondbörs alltid blir dominerande. Det är naturligt att köpare och säljare väljer den marknadsplats som har flest aktörer och där möjligheterna att genomföra affärer är störst.

Med vissa förbehåll tillstyrker även *Svenska fondhandlareföreningen* motionsyrkandet. Föreningen anför att behovet av kapital från aktiemarknaden enligt samstämmiga bedömare kommer att öka bland både industriella och finansiella börsföretag. Den hittillsvarande aktiemarknadsutvecklingen har bara kommit en mindre del av svenskt näringsliv till del. Ett stort antal företag väntas under de närmaste åren söka riskkapital via börsnotering och liknande.

En aktiv aktiemarknad kräver, poängterar Fondhandlareföreningen, mångfald och variationsrikedom bland investerare, noterade bolag, fondkommissionärer och placeringsformer. Att aktiemarknaden mot denna bakgrund skall monopoliseras kan te sig otidsenligt. Monopolet kan dock försvaras med hänvisning till de behov av insyn, kontroll och information som föreligger kring börshandeln.

Under aktiehandelns turbulenta utveckling de senaste åren, där många problem av etisk och teknisk natur uppstått, har Stockholms fondbörs fungerat som en stark institution på ett sätt som knappast varit möjligt i ett decentraliserat handelssystem. Aktiemarknaden måste emellertid nu utvecklas ytterligare med hjälp av sofistikerade marknads- och teknikanpassade metoder.

Enligt Fondhandlareföreningen förefaller Stockholms fondbörs monopolställning att ha försvagats. För några år sedan genomfördes 70 % av all handel med börsnoterade aktier på Stockholms fondbörs. Andelen har nu sjunkit till hälften och trenden synes bestå, vilket sägs tyda på marknadens behov av andra handelsformer. Den framväxande OTC-marknaden har genererat möjligheter till riskkapitalförsörjning för i första hand små företag. Detta bedöms tillskapa behov av ökad regional finansiell aktivitet. En viss regionalisering av aktiehandeln – under betryggande kontroll – skulle kunna stärka riskkapitalbildningen på olika platser utanför nuvarande finansiella centra.

En annan omständighet som tyder på att börsmonopolet har försvagats är den fortlöpande internationaliseringen av svensk aktiehandel, säger Fondhandlareföreningen vidare. Utländska placerare svarar för hälften av allt nytillkommande riskkapital och ca 30% av aktieomsättningen. En avsevärd del av börshandeln – främst då i de välkända svenska industrikoncernernas aktier – sker i USA och England. Detta innebär att en allt större del av dessa företags aktier handlas direkt på utländsk aktiemarknad. Kurssättningen där styr ofta kurssättningen i Stockholm.

Nya placeringsinstrument utvecklas fortlöpande, framhåller Fondhandlareföreningen också och tillägger:

Erfarenhetsmässigt finns ofta en fara i att monopol är okänsliga för utvecklings- och marknadsbehov. Enligt vår bedömning kommer aktiemarknaden att vara i stort behov av finansiell kreativitet inom detta område för att tillgodose det löpande behovet av riskkapital.

Fondhandlareföreningen betecknar frågan om det legala börsmonopolet som en lämplighetsfråga. Det finns omständigheter som talar för ett monopol liksom det finns omständigheter som pekar i annan riktning. Kraven på insyn och kontroll måste med hänsyn till börsverksamhetens betydelse för samhällsekonomi, näringsliv, investerare och allmänhet väga tungt. För börsverksamheten måste gälla regler som syftar till att så långt möjligt upprätthålla förtroendet för börsverksamheten. En förutsättning för börsmonopolets upphävande är således att man säkerställer den grundläggande handeln och kurssättningen samt tillskapar organ för registrering, kontroll och informationsgivning gentemot aktiemarknaden.

En positiv inställning till att börsmonopolet upphävs möter hos industrins och handelns företrädare bland remissinstanserna.

SHIO-Familjeföretagen tillstyrker oreserverat. Organisationen säger sig inte ha erfarit några negativa konsekvenser av den utvidgning av aktiehandeln vid sidan av fondbörsen som handeln med OTC-aktier innebär. Den finner det svårt att från de små företagens synpunkt se några direkta risker

eller skadeverkningar med ett slopat börsmonopol. En utveckling med fri börshandel skulle kunna vara gynnsam för små företag, exempelvis genom att öka intresset och därmed det riskvilliga kapitalet inom en begränsad regional marknad. Den tekniska utvecklingen, framför allt på dataområdet, skulle kunna leda till att aktieaffärer kan göras via terminaler på ett så smidigt sätt att ett börsmonopol blir ohållbart enbart av detta skäl. Ett upphävande av börsmonopolet skulle närmast innebära att lagtexten anpassas till den verklighet som utvecklingen av handeln med aktier har lett till.

Svenska handelskammarförbundet och *Sveriges industriförbund* anför inledningsvis:

Utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden under 1980-talet har varit enastående. Aktieomsättningen på fondbörsen har tjugodubblats i jämförelse med normalsiffrorna på 1970-talet, en ny formaliserad aktiemarknad, den s.k. OTC-marknaden, har tillkommit, vilken nu omfattar aktier i mer än 70 bolag och nyligen har en handel med s.k. köpoptioner kommit i gång. Frågan om lokala aktiemarknader har aktualiserats och en viss, om än synnerligen begränsad, handel har startats.

Enighet torde råda att den skisserade utvecklingen varit positiv för både näringslivet och ekonomin i stort.

Organisationerna ser det därför som viktigt att denna utveckling kan fortsätta. Även om därvid nya marknader vid sidan av Stockholms fondbörs, det må vara regionala eller lokala marknader eller avse nya investeringsinstrument såsom aktieoptioner, endast kommer att kunna spela en mycket marginell roll, är det ändock av stort värde att de får prövas och utvecklas på den svenska värdepappersmarknaden. Det ger förutsättningen för nytänkande och mångfald och kan även underlätta för de mindre och medelstora företagen att få tillgång till riskkapitalmarknaden.

De båda organisationerna ställer sig i princip positiva till motionsyrkandet. Av avgörande betydelse är dock, betonar de, att handeln sker i former som inger förtroende. Vid ett slopande av börsmonopolet måste därför övervägas under vilka former handeln i framtiden skall bedrivas.

Handelskamrarna i Malmö och Göteborg behandlar i sina yttranden till de tillfrågade länsstyrelserna särskilt frågan om regionala börser.

Skånes handelskammare förordar att börsmonopolet avskaffas. Handelskammaren betonar värdet av att även små och medelstora företag ges möjlighet att konkurrera om det riskkapital som ställs till näringslivets förfogande. En lokal aktiemarknad skulle representera ett alltför litet upptagningsområde för att handeln skall få den omfattning som allmänhetens skyddsintresse kräver. Detta krav torde däremot kunna komma att uppfyllas inom ramen för vad som kan benämnas regionala börser.

Handelskammaren vill poängtera allmänhetens stora benägenhet att köpa aktier i företag som är förankrade i den egna regionen. Aktier i mindre företag framstår också många gånger som en väl så intressant placering som aktier i de stora börsnoterade företagen. Genom en regional aktiehandel skulle allmänheten vidare uppmärksamma de lokala företagen på ett helt annat sätt än i dagsläget. Regionala börser skulle därför kunna få regionalekonomiskt intressanta effekter.

De regionala börserna, exempelvis en för södra Sverige, en för östra Sverige, en för västra Sverige och en för norra Sverige med säte förslagsvis i Malmö, Stockholm, Göteborg och Sundsvall, skulle lämpligen organiseras med egna regionala styrelser, eventuellt lydande under Stockholms fondbörs styrelse. Ett avskaffande av börsmonopolet skulle alltså inte få innebära en helt fri och okontrollerad börsverksamhet. Tillstånd av regeringen borde krävas för inrättandet av en regional börs.

Västsvenska handelskammaren ställer sig också bakom motionsyrkandet och föreslår att frågan om upphävande av börsmonopolet skall utredas. En rad skäl talar enligt handelskammaren för ett sådant upphävande.

Den snabba utvecklingen av ny informationsteknologi ger nya möjligheter att bedriva börshandel via terminaler oavsett geografisk belägenhet. Behovet av att säljare och köpare möts på en given plats har därmed reducerats. Vidare har noteringen av andra värdepapper, t.ex. OTC-aktier, än de som egentligen står under börsstyrelsens tillsyn växt i omfattning. Börsmonopolet har sålunda i praktiken redan kommit att urholkas.

De tyngsta argumenten för ett upphävande av börsmonopolet finner handelskammaren dock ha lokal och regional bakgrund. Lokala eller regionala aktiemarknader skulle medföra ett mera spritt ägande av små och medelstora företag. Därigenom skulle företagens tillgång till riskkapital förbättras. Utvecklingsprojekt skulle kunna realiseras tidigare än vad som annars vore möjligt. De anställda skulle få möjligheter att bli ägare i sitt eget företag. Bolagens status skulle höjas genom publicitet, vilket i sin tur kan underlätta exempelvis personalrekrytering. Ytterligare anförs:

Ett spritt aktieägande kan också underlätta ett företags eventuella successions- och generationsskiftesproblem.

För det lokala och regionala samhället torde ett upphävande av börsmonopolet, och följande uppväxt av lokala aktiemarknader, innebära ett ökat intresse för näringslivsfrågor. Den lokala förankringen och närheten torde ytterligare understryka och accentuera den ökande uppmärksamhet som visats företagsamhet och den fortsatta utvecklingen av näringslivet.

Stiftelsen *Aktiefrämjandet* tillstyrker "i huvudsak" motionsyrkandet. Om börsmonopolet upphävs skulle möjligheterna till en mer aktiv aktiemarknad, starkare riskkapitalbildning i hela näringslivet och ett bredare aktiesparande vidgas, säger Aktiefrämjandet. Det skulle ske genom att åtgärden skulle underlätta bl.a. utnyttjande av modernare och mer effektiv aktiehandelsteknik, anpassning till den snabbt pågående internationaliseringen av aktiehandeln och utnyttjande av nya aktiemarknadsinstrument.

Aktiefrämjandet anser det dock viktigt att den institutionella ram för aktiehandeln som formas av Stockholms fondbörs bibehålls. Det innebär att handel med börsnoterade papper utanför börsen blir föremål för samma registrering, kontroll, informationsspridning och eventuella sanktioner som hittills. Under aktiehandelns turbulenta utveckling de senaste åren, varvid många problem av etisk och teknisk natur har uppstått, har Stockholms fondbörs fungerat som en stark samlande, kontrollerande och pådrivande institution på ett sätt som knappast hade varit möjligt i ett decentraliserat handelssystem, menar Aktiefrämjandet.

När det däremot gäller själva aktiehandeln anser organisationen att monopolet inte är motiverat. Aktiemarknaden måste numera utvecklas med hjälp av sofistikerade marknads- och teknikanpassade metoder.

Fem omständigheter talar enligt Aktiefrämjandet särskilt för att börsmonopolet bör upphävas. Den faktiska marknadsplatsen har förändrats – endast hälften av all handel med börsaktier sker på Stockholms fondbörs. En viss regionalisering av aktiehandeln kan stärka riskkapitalbildningen i både stora och små företag samt öka den regionala finansiella aktiviteten i landet. En allt större del av de större börsföretagens aktier är nu föremål för handel även direkt på utländska aktiemarknader, och utvecklingen går i snabb takt mot en datoriserad global aktiehandel dygnet runt. Monopolet kan hämma en snabb produktutveckling på aktiemarknaden. Utvecklingen går mot en ny handelsteknik, som innebär att börsen avskaffas som fysisk marknadsplats för aktiehandel. I stället genomförs en decentraliserad handel med datoriserad budgivning mellan köpare och säljare, varvid fondbörsens uppgift blir att sköta registrering, kontroll, informationsspridning, centraldator och eventuell clearing.

Sammanfattningsvis anförs att Aktiefrämjandet tillstyrker förslaget om slopat börsmonopol under förutsättning att nuvarande centrala former för "listning", registrering, kontroll, informationsspridning och sanktioner kan bibehållas.

Sveriges aktiesparares riksförbund tillstyrker motionsyrkandet med liknande synpunkter. Ett beslut om avskaffande av börsmonopolet bör emellertid, säger förbundet, föregås av noggrann beredning i syfte att enskilda aktiesparares intressen skall tillvaratas.

Flera remissinstanser med något olika grundsyn förordar att frågan om börsmonopolets upphävande skall utredas.

Svenska bankföreningen erinrar om att organisationen tidigare har tagit ställning för börsmonopolet. Den uppfattningen har nu ändrats.

Motionsförslaget synes, heter det i Bankföreningens yttrande, i huvudsak bygga på en allmän princip om näringsfrihet till vilken föreningen ansluter sig. Från den mer formella och principiella monopolfrågan skiljer sig emellertid de praktiska överväganden som kan göras om behovet av en spridd börs- resp. annan aktiehandelsverksamhet.

De erfarenheter som vunnits inom bankerna av börshandeln under såväl tidigare skeden som under den tid lagen om Stockholms fondbörs har varit i kraft visar enligt Bankföreningen att den svenska börshandeln har fungerat och fungerar tillfredsställande. Behov av fortlöpande anpassning av formerna och förutsättningarna för denna handel till den föränderliga marknaden uppkommer dock hela tiden. Det finns enligt Bankföreningens uppfattning goda skäl för en översyn av de yttre förutsättningarna för den organiserade aktiehandel som sker i samband med kurssättning. Vid en sådan översyn bör frågan om börsmonopolet och dess effekt på marknaden ingå som ett naturligt led. Den för en väl fungerande börshandel viktiga förutsättningen att handeln äger rum på en tillräckligt stor börs är enligt Bankföreningens uppfattning inte oförenlig med förekomsten av ytterligare någon eller några börser. Erforderlig samordning och styrning, exempelvis i vissa judiciella frågor, skulle kunna utövas från Stockholms fondbörs. I

sammanhanget borde övervägas om regleringen kunde inskränkas till att avse de mest omsatta aktierna, medan friheten kunde bli större än för närvarande för handeln i övriga aktier.

Svenska sparbanksföreningen ställer sig också positiv till att förutsättningarna för och konsekvenserna av ett upphävande av börsmonopolet undersöks och föreslår att frågan görs till föremål för särskild utredning.

Centralorganisationen SACO/SR ger uttryck för samma uppfattning genom att ansluta sig till ett yttrande som Sveriges civilingenjörsförbund har avgett till centralorganisationen.

Det är enligt detta synnerligen angeläget att antalet aktieägare sprids och ökar; ett upphävande av börsmonopolet skulle kunna bidra till att det målet uppnås. Frågan borde därför utredas. Därvid måste uppmärksammas vilka kontrollregler som bör finnas vid "alternativbörserna", till skydd för den aktiehandlande allmänheten.

En grupp *reservanter inom styrelsen för Stockholms fondbörs* – ordföranden Erik Åqvist och ledamoten Bengt Sjönell, med instämmande av börschefen och vice börschefen – menar att det kan finnas skäl för en utredning om bl.a. börsmonopolet. Efter en återblick på frågans tidigare behandling anför dessa reservanter sammanfattningsvis:

Fördelarna med en koncentrerad marknadsplats för värdepappershandeln är uppenbara. I de länder där marknaden fragmenterats går strävandena i riktning mot att åstadkomma en sådan koncentration. I vårt land har börshandeln i värdepapper alltid varit förlagd till Stockholms fondbörs. Det finns knappast anledning anta att det 1980 införda börsmonopolet därvid haft någon avgörande betydelse. Risken för att monopolbestämmelsen verkar hämmande på värdepappersmarknadens utvecklingsmöjligheter eller lägger hinder i vägen för utnyttjande av modern teknik kan utgöra anledning till övervägande av det i motionen väckta yrkandet. I samband därmed bör utredas utformningen av ett alternativ till gällande regelsystem. Det framstår nämligen som helt klart att – även i avsaknad av monopolbestämmelse – en ordnad börsverksamhet förutsätter strikta regler och kontrollmöjligheter.

Länsstyrelsen i Göteborgs och Bohus län anser det vara osäkert om det finns behov av särskilda börser ute i landet för handeln med aktier. Länsstyrelsen vill dock inte motsätta sig att en utredning görs för att belysa möjligheterna att inrätta en eller ett par regionala börser i landet.

Ett särskilt problem utgör handeln med de på börsen icke registrerade aktierna, t. ex. OTC-aktier, säger länsstyrelsen och fortsätter:

Länsstyrelsen anser att formerna för denna handel bör ses över och att man i det sammanhanget även bör utreda huruvida handeln med sådana aktier lämpligen skulle kunna ske på någon eller några orter utanför Stockholm. En sådan åtgärd skulle sannolikt stimulera allmänhetens intresse för att satsa riskvilligt kapital i företag inom den egna regionen.

Om handel med värdepapper skulle tillåtas på orter utanför Stockholm måste formerna för denna handel noggrant regleras. Kraven på de företag som tänker anlita en regional börs måste vara desamma som gäller för företag som redan nu finns inregistrerade på Stockholms fondbörs. Allmänheten måste kunna känna samma säkerhet vid handel med aktier eller

värdepapper som i dag gäller vid handel på börsen. Vidare måste man ställa samma krav på redovisning från företagens sida oavsett vilken börs som anlitas.

Frågan om tillsynen av de regionala börserna måste också regleras, uttalar länsstyrelsen vidare. Skall styrelsen för Stockholms fondbörs även ha tillsyn över de regionala börserna eller skall dessa vara helt fristående med egna styrelser?

Motionsyrkandet avstyrks av bl.a. bankinspektionen, riksbanksfullmäktige och riksgäldsfullmäktige.

Bankinspektionen erinrar om att inspektionen i samband med att den lämnat synpunkter på inrättandet av lokala aktiemarknader har uttalat att gränsen mellan börsverksamhet och annan aktiehandel inte är helt lätt att dra.

Gränsdragningsproblematiken kunde i och för sig vara ett skäl till en omprövning av regleringen på området, sägs det i yttrandet. Detsamma gäller det förhållandet att börsmonopolet har uppluckrats genom 1984 års lagstiftning. Bankinspektionen vill emellertid inte förorda en sådan omprövning förrän ett klart behov av flera fondbörser har visat sig föreligga. Inspektionen lämnar i huvudsak följande motivering. Den svenska värdepappersmarknaden har en begränsad storlek. Att flera institutioner har ansvaret för börsverksamheten på en sådan begränsad marknad framstår som mindre naturligt. Tillämpningen av de regler som ofrånkomligen måste ligga till grund för en av samhället sanktionerad börsverksamhet riskerar att splittras, om det blir mera än en huvudman för börsverksamheten. Detta gäller bl.a. i fråga om in- och avregistrering av fondpapper samt börsstopp. Det behöver inte vara någon nämnvärd praktisk skillnad mellan ett system som möjliggör inrättande av flera fondbörser och ett annat system där en institution ges ensamrätt till börsverksamhet. I förra fallet kan man genom att uppställa stränga villkor för etablering av ytterligare fondbörs komma monopolsituationen mycket nära. I det andra fallet är det möjligt att införa undantag från monopolet och därigenom uppluckra detta.

Riksbanksfullmäktige menar att det, sedan frågan om börsmonopolet behandlades av riksdagen år 1979, inte har uppkommit några nya förhållanden som talar för en ändring av börshandelns koncentration till en plats och övervakning genom en börsstyrelse. Börsmonopolet bör inte hindra en ordnad handel i mindre företags aktier. Organisationen av OTC-marknaden under bankinspektionens tillsyn illustrerar möjligheterna härtill. Fullmäktige är därför inte övertygade om att någon översyn behövs utöver det arbete som pågår hos bankinspektionen och börsen.

Fullmäktige i riksgäldskontoret finner att handeln med av riksgäldskontoret utgivna instrument inte direkt skulle beröras av förslaget. Fullmäktige säger sig emellertid vilja peka på önskvärdheten av att Stockholmsbörsens ställning bl.a. i obligationsmarknaden snarare stärks än försvagas. Sedan frågan om börsmonopol senast prövades har enligt fullmäktiges mening ingenting tillkommit som föranleder en ändrad uppfattning i denna fråga.

Motionsyrkandet avstyrks vidare av *TCO*, som uttalar att det i nuläget

inte föreligger några praktiska skäl för ett upphävande av börsmonopolet. Motionärernas hänvisning till risken för missförstånd rörande börsens och börsstyrelsens ansvar beträffande OTC-listan och "väntelistan" äger sitt berättigande, erkänner TCO, men detta är till stor del ett informationsproblem och inte ett problem skapat av börsmonopolet.

Ett eventuellt upphävande av börsmonopolet måste, tillägger TCO, medföra att vissa krav ställs på förutsättningarna för upphävandet. Det är t.ex. väsentligt att eventuella regionala börser får en motsvarande tillsyn som Stockholms fondbörs och att de följer samma börsetiska regler som gäller för denna. Vidare bör företag som introduceras på eventuella regionala börser åsättas skärpta krav på redovisningen av företagets ekonomi och ägarförhållanden i överensstämmelse med vad som gäller på Stockholms fondbörs.

En annan grupp *reservanter inom styrelsen för Stockholms fondbörs* än den förut citerade (vice ordföranden Lars Hillbom samt ledamöterna Kurt Eklöf, Birgitta Johansson och Birgitta Persson) har velat lämna samma redogörelse i sak som denna men med annan slutsats. Med beaktande av att gällande regler inte har utgjort hinder för tillkomsten av parallella marknader i såväl aktier som nya instrument borde motionsyrkandet avstyrkas.

VPC framhåller att dess verksamhet är inriktad på registrering av aktie- och obligationsinnehav och därpå baserad service inom värdepappersområdet. Då verksamheten sålunda inte omfattar handeln med värdepapper anser VPC inte att företaget kan eller bör ta ställning till motionsyrkandet. VPC framför emellertid "några praktiska synpunkter som måhända kan vara värda att beaktas vid behandlingen av motionen". Det är, säger VPC, angeläget att ha enhetliga rutiner i värdepappershanteringen. Från den synpunkten är det med stor sannolikhet en nackdel om fondhandel skulle ske vid flera börser. Man måste beakta risken för att värdepappershandeln totalt sett får en för placerarna och andra intressenter mindre rationell utformning.

Det är enligt VPC angeläget att vi i Sverige får till stånd en utveckling av ny och bättre teknik för handeln med fondpapper, t.ex. genom införande av "datoriserad börs". Konkurrens mellan olika handelsplatser kan i och för sig stimulera den tekniska utvecklingen men det är lättare och mindre kostsamt att förverkliga en rationell utformning inom ramen för en för handeln som helhet gemensam handelsplats till vilken alla agerande kan anslutas.

Interpellationssvar

Statsrådet Bengt K. Å. Johansson besvarade den 17 januari 1986 (RD 1985/86:61 s. 33) en interpellation (1985/86:75) av Per Stenmarck (m) om regional börshandel i Malmö. Frågan gällde vilka åtgärder statsrådet var beredd att vidta för att möjliggöra en sådan handel. Statsrådet erinrade – i likhet med interpellanten – om att börsmonopolet hade införts i stor enighet. Han fortsatte:

För egen del är jag inte beredd att i dag säga att det för all framtid skulle vara omöjligt att tillåta regional börshandel utanför Stockholms fondbörs, t.ex. vid några regionala börser, med aktier i lokalt förankrade företag. Jag vill emellertid understryka att det finns risker och problem förknippade med en sådan handel, som av allt att döma kommer att avse ett begränsat utbud av aktier, främst i mindre företag. Exempel härpå är kvalitetsgranskningen av företagen, kraven på snabb och korrekt ekonomisk information till allmänheten samt åtgärder för att så långt möjligt förhindra manipulationer av kurserna och insideraffärer.

I svaret betonades vidare att det är av grundläggande betydelse att börshandeln bedrivs så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Vad gällde aktuella åtgärder nämnde statsrådet tillsättandet av Leokommissionen (se nästa avsnitt) och det arbete som genom börsstyrelsens försorg bedrevs inom det börsetiska området.

Vissa utredningar

Rapport om riktade emissioner av aktier m.m.

Regeringen tillsatte i januari 1986 den s.k. Leokommissionen för undersökning av vissa aktieemissioner m.m. Anledningen var vissa uppmärksammade transaktioner som hade genomförts av börsföretaget Wilh. Sonesson AB beträffande aktier i läkemedelsföretaget AB Leo, vilket Sonessons förvärvade år 1983. Kommissionen avgav i juli 1986 sin rapport (Ds Fi 1986:21) Riktade emissioner av aktier m.m.

Vad som har stått i blickpunkten för kommissionens granskning har varit en s.k. riktad nyemission som beslöts på bolagsstämma i Leo i november 1983, då Sonessons ägde och röstade för samtliga aktier. Genom denna nyemission erhöll 25 personer i Sonessonkoncernens och Leos ledning aktier i Leo för sammanlagt ca 58 milj. kr. Aktiernas värde hade när rapporten avgavs stigit till det tredubbla.

Kursuppgången förklaras enligt kommissionen bl.a. av bolagets utveckling. Kommissionen finner inte grund för att påstå att aktietecknarna fick förvärva aktierna till förmånspris, om man ser till förhållandena när nyemissionen gjordes. Den ställer sig dock kritisk till emissionen från flera andra synpunkter. Tecknarna tilldelades aktier för anmärkningsvärt stora belopp. Vad som också gör att emissionen kommer i en tveksam dager är att den till så stor del riktades till ledande funktionärer i Sonessons utan direkt anknytning till Leo.

Kommissionens kritik riktas i första hand mot Sonessons dåvarande verkställande direktör och koncernchef. Den gäller bl.a. hans medverkan till ett villkor i det avtal mellan Sonessons och den danska säljaren av Leo där riktlinjerna för nyemissionen drogs upp samt en försäljning av Leoaktier till Volvos koncernchef och verkställande direktör. Kommissionen anser vidare att Sonessons styrelse hade bort underrättas om att Förvaltnings AB Yggdrasil lämnat tecknarna en "kursgaranti".

I fråga om Sonessons styrelse uttalar kommissionen att det hade varit

lämpligt om den lämnat aktieägarna en mera utförlig information om nyemissionen. Kommissionen riktar emellertid ingen kritik mot Sonessons revisorer eller de banker som varit inblandade och inte heller mot något förfarande inom Leos eget ansvarsområde.

Kommissionen har genomfört en undersökning av riktade emissioner under åren 1984 och 1985. Av undersökningen framgår att emissioner till såväl ledande befattningshavare som anställda i allmänhet under de senaste åren normalt har haft formen av utgivning av konvertibla skuldebrev och att sådana emissioner har haft en betydande omfattning. Det framgår också att tilldelning av mycket stora belopp har förekommit i dessa sammanhang, delvis i den enligt kommissionen omotiverade formen att en större restpost, som icke tecknats av övriga anställda, har fördelats på ledande personer i företaget.

I sina överväganden och rekommendationer konstaterar kommissionen att det är ett vanligt önskemål från bolagens sida att ledande funktionärer skall äga aktier i det egna bolaget (den s.k. pilotskolan). I den mån man vill tillgodose det intresset bör enligt kommissionen principen vara att förvärven sker på marknadsmässiga grunder. Tilldelningen av aktier eller konvertibler bör stå i rimlig relation till funktionärernas lön och anställningsvillkor i övrigt. Vid nyemissioner o.d. bör endast ledande funktionärer i det bolag vari emissionen sker få erbjudas att teckna, sålunda inte ledamöter av styrelsen för detta bolag och inte heller ledningsgrupp eller styrelseledamöter i moderbolag.

I lagstiftningen på området bör, menar kommissionen, garantier skapas för att beslut om emissioner och liknande transaktioner av nu aktuellt slag fattas i former som är betryggande från minoritetsskyddssynpunkt och för att informationsgivningen både före och efter sådana beslut fyller högt ställda krav. Regler av detta slag kan enligt kommissionen antas få en betydande sanerande effekt.

Kommissionen har föreslagit riktlinjer för en sådan lagstiftning för aktiemarknadsbolag och deras dotterbolag. Riktlinjerna innebär i huvudsak att riktade emissioner till ledande funktionärer och andra anställda alltid skall beslutas på bolagsstämma med nio tiondelars majoritet. Om emissionen sker i ett dotterbolag skall även bolagsstämman i moderbolaget fatta beslut. För att regleringen inte lätt skall kunna kringgås skall detsamma gälla vid försäljning av aktier (eller konvertibler). Aktieägarna skall få fullständig information både i förväg och efter transaktionen.

Kommissionen har tagit upp frågan om det finns behov av ett särskilt offentligt organ för bevakning av etiken på aktiemarknaden. Det organ som enligt kommissionens mening i så fall närmast skulle komma i fråga är bankinspektionen. Kommissionen har emellertid stannat vid bedömningen att man bör avvakta erfarenheterna av den nämnd för aktiemarknadsfrågor som har inrättats av Sveriges industriförbund och Stockholms handelskammare (se s. 24).

Ägarutredningen

Ägarutredningen (I 1985:04; ordförande: direktör Gunnar Leo) har tillkallats för att "utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv". Kom-

mittén har enligt sina direktiv (dir. 1985:22) tre huvuduppgifter, nämligen (1) att kartlägga förändringar i ägande och inflytande inom det svenska näringslivet under de senaste tio åren, (2) att analysera orsakerna till dessa förändringar, (3) att analysera effekterna av förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen på enskilda företags effektivitet, kapitalförsörjningen inom hela industrin och fördelningen av kapital mellan branscher och/eller företag.

Förekomsten av ömsesidigt ägande mellan företag – s.k. korsvist ägande – berörs särskilt i direktiven. Det framhålls att den ökade omfattningen av sådant ägande kan leda till att ägarkontrollen för andra ägare begränsas och att effektiviteten på aktiemarknaden försämras. Kommittén skall särskilt belysa detta ägande, det s.k. ask-i-ask-ägandet (en ägarkonstruktion i olika led som kan ge ett väsentligt inflytande med en begränsad kapitalinsats) och andra eventuella former av komplicerade ägarstrukturer. Vidare skall den kartlägga omfattningen av sådana ägarformer – konvertibla lån och olika slag av optionsrätter – som står aktien nära.

I rapporten (Ds I 1986:6) Ömsesidigt aktieägande mellan svenska börsföretag har ägarutredningen redovisat en kartläggning av direkta och indirekta ömsesidiga ägarsamband och skisserat problem som är av intresse i dess fortsatta arbete på detta område.

Institutioner och aktiviteter

Stockholms fondbörs

Börsetik m.m.

Inregistreringskontrakten mellan Stockholms fondbörs och börsbolagen innehåller ett åtagande att bolaget skall följa vissa normer i fråga om information till allmänheten och börsstyrelsen. Normerna avser dels händelser m.m. som det skall lämnas information om, dels formerna för informationen, varvid särskild vikt läggs vid att informationen sprids snabbt, så att den inte kan utnyttjas på ett otillbörligt sätt. Överträdelser av inregistreringskontrakten kan föranleda sanktionsbeslut av börsstyrelsen. Sedan år 1979 har ett tiotal börsbolag ålagts vite med anledning av underlåten, bristande eller otillåten information. Ett aktuellt fall gäller information om planerade affärer mellan AB Volvo och Fermenta AB. I avvaktan på att en pågående översyn av inregistreringskontrakten slutförs har börsstyrelsen utfärdat en serie rekommendationer om förbättrad information rörande bl.a. riktade emissioner, transaktioner mellan börsbolag och närstående personer, t.ex. styrelseledamöter, samt viss affärsverksamhet som bedrivs av närstående till börs- och OTC-bolag. I juni 1986 har börsstyrelsen utfärdat riktlinjer angående krav på information i samband med viktigare beslut och händelser i börs- och OTC-bolag.

Ett flertal aktiviteter på det börsetiska området pågår inom Stockholms fondbörs. En börsetisk arbetsgrupp med representanter för näringslivet och Sveriges aktiesparares riksförbund fungerar som diskussionsforum och informell idé- och rådgivare. Börsstyrelsen har inom sig bildat flera

kommittéer i syfte att effektivisera och utvidga styrelsens arbete. Bland dessa är en regelkommitté och en sanktionskommitté. Ämnen för aktuella utredningar är bl.a. behovet av erbjudandeplikt (dvs. skyldighet att vid köp av en större aktiepost erbjuda övriga aktieägare möjlighet att sälja på samma villkor), riktade nyemissioner, den inofficiella aktiehandeln samt revisorernas ställning i börsbolagen.

Teknisk utveckling m.m.

Stockholms fondbörs har i september 1986 under rubriken "ADB-system för värdepapper" presenterat ett diskussionsunderlag för utvecklingen av ett framtida system för handel, administration och informationsspridning avseende värdepapper.

I huvudsak följande trender och omvärldsförändringar anges vara särskilt viktiga såsom motiv för strategier, mål och handlingsplaner:

- Värdepappershandeln kännetecknas av en internationalisering som innebär att allt fler aktörer ser hela världen som sitt arbetsfält.
- Ny teknik införs, varvid de traditionella börserna dels i ökad utsträckning själva satsar på elektroniskt baserad handel, dels utsätts för konkurrens från nya handelsplatser baserade på modern teknologi.
- En större del av handeln förläggs utanför de traditionella börserna.
- Kontobaserade värdepapperssystem utan fysiska värdepapper utvecklas.
- Stora marknader för finansiell information växer fram i direkt eller indirekt anslutning till värdepappershandeln.

Börsstyrelsen har mot denna bakgrund beslutat att under den kommande treårsperioden genomföra följande utvecklingsinsatser:

- införa ADB-baserade handelssystem som möjliggör automatisk matchning av köp- och säljbud, decentraliserad handel och nya former för handelns bedrivande med ett vidgat utnyttjande av fondkommissionärernas kompetens, t.ex. som market makers,
- tillse att systemen för handel kan användas för handel såväl i aktier som i räntebärande papper och nya instrument,
- sträva efter en i princip enhetlig behandling i handels- och informationsspridningshänseende av alla värdepapper, såväl officiellt som inofficiellt noterade,
- erbjuda penning- och obligationsmarknadens aktörer ett system för handel och informationsspridning till lägsta möjliga kostnad,
- genom att utnyttja sina personella resurser, ADB-system och tekniska kompetens underlätta för marknadens aktörer att etablera nya marknader,
- etablera ett nätverk för datakommunikation mellan fondkommissionärer, fondbörsen och övriga aktörer på värdepappersmarknaden,
- aktivt engagera sig i arbetet på att utforma ett kontobaserat (pappersslöst) värdepapperssystem,
- verka för att fondbörsens system för handel och informationsspridning skall kunna användas under en betydligt större del av dygnet än för närvarande,

- etablera kopplingar gentemot utländska börser och marknadsplatser,
- etablera kopplingar gentemot andra värdepappersmarknader i Sverige,
- etablera en informationstjänst för spridande av grundläggande, väsentlig kurspåverkande information till fondkommissionärer och placerare under pågående handel,
- överväga etablering av en organisation för spridande av marknadsinformation tillsammans med ett eller flera kommersiella informationsföretag.

De beslutade utvecklingsinsatserna skall genomföras inom ramen för en projektorganisation under medverkan av fondkommissionärerna. Fem olika projekt har definierats.

Bankinspektionen

Bland bankinspektionens uppgifter är, som tidigare nämnts, att utöva tillsyn över fondkommissionärer och Stockholms fondbörs. Enligt lagen (1985:71) om värdepappersmarknaden skall bankinspektionen övervaka att handel med och förvaltning av fondpapper bedrivs så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.

Inom ramen för sin tillsynsfunktion kan bankinspektionen bl.a. verkställa inspektion och pröva klagomål. Aktuella åtgärder av bankinspektionen är skrivelser – med erinran eller rekommendationer – till olika fondkommissionärer med anledning av förseningar i leverans av sålda aktier. I skrivelse nyligen till ett antal större institutionella placerare på aktiemarknaden – försäkringsbolag, investmentbolag, löntagarfondstyrelserna, allemansfonder – har inspektionen anhållit om uppgifter som kan belysa risken för att befattningshavare hos sådana placerare kan missbruka sin insyn i orderläget på marknaden till att göra vinstgivande affärer för egen del.

Näringslivets börskommitté

Näringslivets börskommitté är ett rådgivande organ vars huvudmän är Stockholms handelskammare och Sveriges industriförbund. Kommittén har utfärdat ett antal separat publicerade rekommendationer rörande förhållanden på värdepappersmarknaden. Nyare sådana rekommendationer gäller offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m.m. (november 1983), riktade emissioner av aktier m.m. (februari 1986) och utgivning av prospekt (mars 1986).

Aktiemarknadsnämnden

Stockholms handelskammare och Sveriges industriförbund har inrättat en nämnd för aktiemarknadsfrågor, Aktiemarknadsnämnden, vilken har börjat sin verksamhet den 1 september 1986. Nämndens uppgift är att genom uttalanden samt rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Varje åtgärd av aktiemarknadsbolag eller aktieägare i sådant bolag vilken avser eller kan vara av betydelse för aktie i

aktiemarknadsbolag skall kunna bli föremål för nämndens bedömning. Nämnden gör uttalanden på eget initiativ eller efter framställning av aktieägare eller företag som direkt berörs av en åtgärd.

Nämnden består av ordförande, högst fyra vice ordförande och högst 20 övriga ledamöter. Ordförande är f.d. landshövding Ingvar Gullnäs. Ett antal framträdande jurister, f.d. ämbetsmän och företrädare för näringslivet har utsetts till ledamöter.

Utskottet

Fondbörsverksamheten har under de senaste åren tilldragit sig stort intresse. Detta förhållande bottnar delvis i att aktiemarknaden har präglats av en betydande volymökning, livlig omsättning och stigande aktievärden. I löpande priser har hela 1979 års omsättning av börsregistrerade aktier, ca 4 miljarder kronor, i år uppnåtts under en normalvecka. Börsvärdet av aktierna har på sju år stigit från ca 40 miljarder kronor till ca 450 miljarder kronor. En viktig omständighet är vidare att många börsföretag har varit föremål för genomgripande ägar- och strukturförändringar. En rad andra faktorer, sammanhängande med de nämnda, kan också noteras. De mindre företagens behov av riskkapital har aktualiserat frågan om ökat utbud av och ökad handel med aktier i sådana företag; reglerna för fondbörsverksamheten och angränsande aktiviteter har härvid kommit i blickpunkten. Nya typer av institutionella placerare har tillkommit, och antalet aktörer vid och omkring Stockholms fondbörs har växt. Det utländska ägandet i börsföretagen har ökat starkt. Nya placeringsinstrument har införts på kapitalmarknaden. Börshandeln och värdepappershanteringen har i ökande utsträckning datoriserats.

Ett markant inslag i utvecklingen är att en rad frågor av börsetisk natur har kommit upp. Dessa har till stor del att göra med olika berörda parters tillgång till information om omständigheter som kan påverka kurserna på aktier och andra värdepapper. En lagstiftning år 1985 om förbud mot s. k. insiderhandel syftade till att förhindra missbruk av förtrolig företagsinformation. Förbudets räckvidd i olika avseenden är ett ämne för fortsatt diskussion. Bristande eller underlåten information från olika börsföretags sida har gett börsstyrelsen anledning till kritiska reaktioner. Den s. k. Leoaffären, som nyligen har studerats av en särskild kommission (se s. 20), väckte frågan om det behövs ytterligare åtgärder för tryggande av att aktiehandeln sker i sunda och rättvisa former. Bankinspektionen har ingripit mot klandervärda förfaranden som olika fondkommissionärer har gjort sig skyldiga till. En rad aktiviteter på börsetikens område bedrivs inom Stockholms fondbörs, framför allt en översyn av inregistreringskontrakten. Parallellt med de offentliga organens åtgärder pågår en strävan till självsanering bland aktörerna på aktiemarknaden. Inrättandet av Aktiemarknadsnämnden (se s. 24) för kort tid sedan är ett uttryck för detta.

Det finns, som framgår av redogörelsen i det föregående, ett omfattande regelsystem för fondbörsverksamheten och för värdepappersmarknaden över huvud taget. De centrala lagarna på området är lagen (1985: 571) om

värdepappersmarknaden, fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. De kompletteras av andra lagar, förordningar som regeringen har utfärdat, interna regler inom Stockholms fondbörs, avtalsvillkor – bl.a. i inregistreringskontrakten mellan fondbörsen och börsbolagen – och rekommendationer utan formellt bindande verkan. De sistnämnda kommer såväl från offentligt som från privat håll.

De motionsyrkanden rörande fondbörsverksamheten som behandlas här får ses mot den bakgrund som nu har tecknats. De gäller dels grundläggande organisatoriska förhållanden, dels börsetiska frågor.

Enligt lagen om Stockholms fondbörs har endast denna institution rätt att bedriva fondbörsverksamhet i Sverige. I fyra motioner, 1984/85:559 (m), 1985/86:N216 (m), 1985/86:N251 (m) och 1985/86:N301 (fp), finns yrkanden som går ut på att detta börsmonopol skall upphävas. Ett syfte är härvid att det skall skapas förutsättningar för en regional börsverksamhet som avser handel med aktier i små och medelstora företag inom regionen. Det skulle alltså vara fråga om ett komplement till, inte en dubblering av, den verksamhet som Stockholms fondbörs bedriver. Det först framställda yrkandet i ämnet, i sak likvärdigt med de tre senare, har remissbehandlats. Därvid har, som framgår av redogörelsen i det föregående, skilda uppfattningar kommit till uttryck. En majoritet av remissinstanserna har emellertid ställt sig positiv till att börsmonopolet slopas eller i vart fall att frågan om en sådan lagändring utreds.

Börslagens regler om börsstyrelsens sammansättning ändrades år 1984. Sedan dess utser regeringen sex av elva ledamöter, mot tidigare fyra av nio. Bland de sex är ordföranden och vice ordföranden. Av de övriga ledamöterna utser liksom tidigare fullmäktige i riksbanken och fullmäktige i riksgäldskontoret tillsammans en, Svenska handelskammarförbundet och Sveriges industriförbund vartdera en och medlemmarna i fondbörsen två. Enligt yrkanden i tre av de nyssnämnda motionerna, 1984/85:559 (m), 1985/86:N216 (m) och 1985/86:N301 (fp), skulle reglerna ändras så att börsstyrelsen hädanefter skulle bestå enbart av företrädare för börsmedlemmarna, börsföretagen och aktieägarna. Vad motionärerna förespråkar innebär en återgång till vad som gällde fram till år 1919, då det bestämdes att en ledamot av börsstyrelsen, nämligen ordföranden, fortsättningsvis skulle utses av regeringen.

Enligt inregistreringskontrakten mellan Stockholms fondbörs och börsföretagen åtar sig företagen att följa vissa normer i fråga om information till börsstyrelsen och allmänheten om sina förhållanden. Till en del framgår företagens förpliktelser på detta område redan av lagen om Stockholms fondbörs. Om ett företag bryter mot reglerna förfogar börsstyrelsen, såsom har angetts i det föregående, över olika sanktionsmöjligheter. Det kan bli fråga om avregistrering, föreläggande att vidta viss åtgärd, börsstopp eller utkrävande av vite. Ett yrkande i motion 1985/86: N301 (fp) syftar till att sanktionsmöjligheterna skall vidgas "så att man får ett bredare spektrum av ingrepp".

Slutligen föreslås i motion 1985/86: N237 (s) en skyndsam översyn av förhållandena på aktiemarknaden. Händelser under de senaste åren motiverar enligt motionärerna "tämligen långtgående lagstiftningsåtgärder för

att stävja de affärer som numera uppträder på börsen". Förhållanden som berörs är bl.a. att en del börsföretag äger varandra korsvis, att vissa aktieägare med särskild insynsställning missbrukar denna och att börsstyrelsen har funnit skäl att tillsätta en rad kommittéer m.m. för frågor som har anknytning till börsetiken.

De organisatoriska och de börsetiska frågorna har, vill utskottet framhålla, ett samband med varandra. Styrelsen för Stockholms fondbörs spelar en central roll på börsetikens område genom att uppställa normer för olika aktörer på värdepappersmarknaden och kontrollera efterlevnaden av normerna. Hur styrelsen skall vara sammansatt och vilka sanktioner den skall kunna utnyttja är därför en viktig angelägenhet för statsmakterna. Om även andra institutioner än Stockholms fondbörs skulle få rätt att bedriva fondbörsverksamhet blir det en betydelsefull fråga hur ett enhetligt normsystem skall kunna tillämpas för all börsverksamhet i landet.

Utskottet har ägnat stor uppmärksamhet åt det aktuella ärendet. Remissbehandlingen av frågan om börsmonopolets fortbestånd har redan nämnts. Utskottet har också besökt fondbörsen och senare hållit utfrågningar med dess ledning, med ledningen för bankinspektionen och med företrädare för olika intressegrupper. Ett avsevärt antal dokument rörande utredningar, åtgärder och initiativ som avser börsverksamheten har kommit utskottet till handa.

Utskottet vill inte föreslå riksdagen att nu föranstalta om de lagändringar etc. som är på tal i motionerna 1984/85:559 (m), 1985/86:N216 (m), 1985/86:N251 (m) och 1985/86:N301 (fp). Utskottet finner emellertid, i linje med vad som anförs i motion 1985/86:N237 (s), att det är motiverat med en allmän översyn av olika förhållanden på värdepappersmarknaden, inte minst i vad avser fondbörsverksamheten. Vid en sådan översyn kommer naturligen också synpunkter och förslag i de fyra förstnämnda motionerna att uppmärksammas. Uppgiften att verkställa översynen bör anförtros åt en parlamentariskt sammansatt kommitté. I det följande diskuterar utskottet något närmare vilka slags frågor som bör omfattas av utredningsarbetet.

Förutsättningarna för fondbörsverksamheten ändras för närvarande i snabb takt till följd av att värdepappershandeln till betydande del förläggs utanför fondbörsen och att den alltmer internationaliseras och genomförs med elektroniska hjälpmedel. Stockholms fondbörs räknar med att bli utsatt för ökad konkurrens från utländska börser och marknadsplatser. Fondbörsen har gripit sig an med olika utvecklingsprojekt som syftar till att den framgångsrikt skall kunna verkställa nödvändiga förändringar, inkl. en långt driven datorisering, och sålunda möta den utländska konkurrensen. Utvecklingen kan väntas ställa krav på att statsmakterna anpassar sin normgivning till de nya förhållandena.

Handeln med icke börsnoterade s.k. OTC-aktier bedrivs numera, med stöd av en bestämmelse som tillkom år 1984 genom ändring i lagen om Stockholms fondbörs, i nära anslutning till fondbörsverksamheten. En viss oklarhet torde på sina håll råda om karaktären av förekommande kursnoteringar – på OTC-aktier och andra icke börsregistrerade värdepapper – som inte härrör från fondbörsen. Samtidigt visar många mindre företag

intresse för att kunna tillföras riskkapital genom emission av aktier på marknaden. Därvid vill man ofta särskilt appellera till placerare i den egna regionen. Det kan vara motiverat att reglerna för börsverksamhet ses över mot denna bakgrund.

Tillkomsten av nya placeringsinstrument är, såsom inledningsvis har konstaterats, ett inslag i utvecklingen på kapitalmarknaden. Aktieoptioner har genom en i år genomförd ändring i lagen om värdepappersmarknaden jämställts med fondpapper såvitt avser denna lag. Ytterligare nya finansiella instrument kan väntas bli introducerade. Det är viktigt att lagstiftningen anpassas med hänsyn till denna tendens.

Börshandelns tillväxt och tillströmningen av nya aktörer på värdepappersmarknaden accentuerar de börsetiska problemen. Särskild uppmärksamhet tilldrar sig frågan om en effektiv reglering av insiderhandeln. De nuvarande bestämmelserna på området avser en ganska snäv personkrets. Vid deras tillkomst uttalade utskottet (NU 1984/85:29 s. 9) att frågan om personkretsens avgränsning borde övervägas ytterligare. Som en beaktansvärd kategori nämnde utskottet de aktieplacerande institutionernas portföljförvaltare. Denna kategori har på sistone kommit i blickfältet; bl.a. har bankinspektionen nyligen tillställt ett stort antal institutionella placerare en serie frågor rörande begränsningar av deras anställdas möjligheter att handla med fondpapper för egen eller närståendes räkning. Förnyade överväganden om insiderreglerna ter sig angelägna. Andra förfaranden som kan anses utgöra missbruk av nyckelpositioner inom näringslivet bör också uppmärksammas i detta sammanhang.

Som redan har sagts utgörs regelsystemet på värdepappersmarknaden av en mångfald bestämmelser av olika valör samt rekommendationer utan direkt rättsverkan. Ett flertal olika organ, offentliga och privata, deltar i normbildningen och i kontrollen av att normerna efterlevs. Inom näringslivet finns ambitioner att uppkommande missförhållanden skall undanröjas i första hand genom självsanering. Den i det föregående berörda Aktiemarknadsnämnden är ett resultat av denna strävan. Den översyn som utskottet förordar bör innefatta en granskning av regelsystemet och de institutionella formerna utifrån de krav som dikteras av börsetiska värderingar.

Den utredningsverksamhet som utskottet här – utan att åsyfta fullständighet – har skisserat bör genomföras i nära kontakt med det omfattande arbete på de angivna områdena som Stockholms fondbörs bedriver. Även andra intressenters insatser bör tillvaratas. Som utskottet redan har framhållit går utvecklingen på värdepappersmarknaden mycket snabbt. Det kan därför visa sig erforderligt att någon fråga utreds i särskild ordning. Också i övrigt synes det lämpligt att olika delfrågor behandlas och redovisas undan för undan med hänsyn till sin angelägenhetsgrad. Översynen får självfallet inte innebära att det nödvändiga fortlöpande reformarbetet avstannar. En huvuduppgift för kommittén måste vara att i tid upptäcka och definiera problem som ännu inte har manifesterat sig fullt ut och sålunda påskynda utvecklingen mot ett institutionellt system och ett regelverk som svarar mot morgondagens krav.

Utskottet hemställer

att riksdagen med anledning av motion 1984/85:559 yrkandena 5 och 6, motion 1985/86:N216 yrkandena 6 och 7, motionerna 1985/86:N237 och 1985/86:N251 samt motion 1985/86:N301 yrkandena 2–4 hos regeringen begär en översyn av förhållandena på värdepappersmarknaden i enlighet med vad utskottet anfört.

Stockholm den 4 november 1986

På näringsutskottets vägnar

Nils Erik Wååg

Närvarande: Nils Erik Wååg (s), Christer Eirefelt (fp), Lennart Pettersson (s), Wivi-Anne Radesjö (s), Sten Svensson (m), Birgitta Johansson (s), Åke Wictorsson (s), Bo Finnkvist (s), Per-Ola Eriksson (c), Jörn Svensson (vpk), Gudrun Norberg (fp), Nic Grönvall (m), Elving Andersson (c), Erik Holmkvist (m) och Leo Persson (s).

Särskilt yttrande

Christer Eirefelt (fp), Sten Svensson (m), Gudrun Norberg (fp), Nic Grönvall (m) och Erik Holmkvist (m) anför:

Utskottet har inte närmare diskuterat de konkreta förslag till lagändringar som har förts fram i motioner från moderata samlingspartiet och folkpartiet. De går ut på att börsmonopolet för Stockholms fondbörs skall upphävas och att börsstyrelsen hädanefter skall bestå enbart av företrädare för börsmedlemmarna, börsföretagen och aktieägarna. Det ingår givetvis bland den begärda kommitténs uppgifter att positivt pröva dessa förslag. Vi vill understryka att tungt vägande principiella skäl talar för att den nu gällande ordningen ändras på angivet sätt. Den nuvarande starka statliga regleringen är ett främmande inslag i en marknadsekonomi. Det institutionella systemet för värdepappershandeln bör i möjligaste mån få bestämmas av marknadens aktörer. Det bör överlåtas åt dessa att ansvara för att börsverksamheten leds på ett kompetent sätt och bedrivs så att högt ställda krav på börsetiken upprätthålls.

Norstedts Tryckeri, Stockholm 1986